

UNIVERSITAS INDONESIA

ANALISIS ANOMALI AKRUAL PADA PERISTIWA IPO

SKRIPSI

**CHAIRIL ADITYA ARIFIN
1006811186**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI EKSTENSI AKUNTANSI
DEPOK
JULI 2012**



UNIVERSITAS INDONESIA

ANALISIS ANOMALI AKRUAL PADA PERISTIWA IPO

SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana

**CHAIRIL ADITYA ARIFIN
1006811186**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI EKSTENSI AKUNTANSI
DEPOK
JULI 2012**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Chairil Aditya Arifin

NPM : 1006811186

Tanda Tangan : 



Tanggal : 13 Juli 2012

HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :

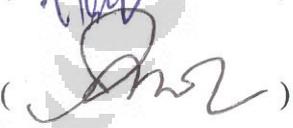
Nama : Chairil Aditya Arifin
NPM : 1006811186
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi
Judul Skripsi : Analisis Anomali Akrual Pada Peristiwa IPO

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi S1 Ekstensi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Ratna Wardhani, S.E, Ak, Msi., CPFS ()

Penguji : Mafrizal Heppy Ak., MBA ()

Penguji : Dr. Nursanita Nasution ()

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 13 Juli 2012

Ketua Program Ekstensi Akuntansi

Sri Nurhayati, SE., MM.

NIP : 196003171986022001

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis ucapkan kepada Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul "ANALISIS ANOMALI AKRUAL PADA PERISTIWA IPO". Penulisan skripsi ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Penulis menyadari bahwa terselesaikannya skripsi ini tidak terlepas dari bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan skripsi ini, sangatlah sulit bagi penulis untuk menyelesaikan skripsi ini. Oleh karena itu, penulis mengucapkan terima kasih kepada:

- 1) Ibu Sri Nurhayati, S.E, MM selaku ketua Program Ekstensi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia;
- 2) Ibu Ratna Wardhani, S.E, Ak, Msi., CPFS, selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, pikiran, dan kesabaran untuk membimbing saya dalam penyusunan skripsi ini;
- 3) Bapak Mafrizal Heppy dan Ibu Nursanita Nasution yang telah menguji skripsi saya, memberikan banyak masukan dan nasihat untuk skripsi saya, dan telah meluluskan saya dari ujian sidang skripsi;
- 4) Dosen dan staf pengajar Program Ekstensi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia atas ilmunya yang sangat berharga untuk penulis selama penulis menjalankan kegiatan perkuliahan;
- 5) Staff Pusat Data Ekonomi dan Bisnis FEUI dan Staff Pusat Referensi Pasar Modal BEI yang telah membantu penulis dalam menyediakan data;
- 6) Ibu, kakak, dan seluruh saudara dan anggota keluarga saya yang telah memberikan berbagai bantuan dukungan material dan moral yang sangat membantu penulis menyelesaikan studinya di FEUI;
- 7) Teman-teman yang telah membantu banyak hal terhadap proses pembuatan skripsi ini: Bowo, Mone, Bram, Aldi, Sari, Windy, Dinda, Wendy, Arin, Tia, Anggita, Listy. Tanpa bantuan kalian, skripsi ini mungkin tidak akan selesai dengan tepat waktu. *Thank you so much !*

- 8) Teman-teman kuliah yang selalu mewarnai kehidupan penulis semasa kuliah di FEUI: Bowo, Mone, Bram, Boy, Ondi, Aldi, Luqman, Muti, Bunga, Ilham, Ayu, Gani, Dika Asraf, Mita, Aziz, Dandi, Dhika Nirmalasari, Wendy, Jurek Gumilang, Aidil, Kiplai, Bari, Bacil, Eva, Wynda, Ikhwan, Yolando, Barli, Rafli, Novi, Jalal, Sari, Au, Vivi, Dinda, Maria, Widy, Tiara, Iqbal, Hadi, Mike, Ayub, Tia, Acul, Hain, Sani, Tata, Nisol, Niwa, Hima, Rikha dan lainnya. Canda dan tawa kalian membuat penulis selalu bersemangat kuliah hingga akhir masa studinya.
- 9) Seluruh teman-teman BEM Ekstensi periode 2011/2012: Fadli, Elga, Godel, Nyake, Rizta, Nibon, Techa, Cheper, Ardyan Bor, Fitri, Dhatu, Laras, Fahd, Khania, Maman, Hasan, Zibenk, Chris, Monik, Iqbal, Arham, Ayu, Danu, Stia, Weni, Arin, Suha, Wendy, Adel, Saut, Merlin, Pinky, Dadan, Reinhart, Anto, Bigel, Keple, Mario, Qisthi, Taufik, Bhatara, Ipan, Bayu, dan lainnya yang telah memberikan banyak pelajaran kepada penulis tentang bagaimana meraih mimpi melalui kebersamaan dan ketekunan. *Thank you so much for those unforgettable learning experiences !*
- 10) Teman-teman penulis semasa kuliah di D3 yang selalu memberi doa dan semangat dalam penulisan skripsi walaupun jarang bertemu: Dama, Danar, Ben, Faisal, Dias, Paus, Agia, Temon, Godel, Pe, Ichsan, Fai, Ayub, Wiwid, Ibel, Arie, Abah, Denny, Frista, Monmon, Vada, Intan, Stoki, Ocha, Iris, Linche, Riri, Ardo, Kubil, Riri, Sheila OB, dan lainnya. *Thanks so much and keep in touch wherever and whenever you are !*

Penulis menyadari bahwa skripsi yang telah dibuat jauh dari sempurna dan masih banyak kekurangan dalam penulisan. Oleh karena itu, penulis sangat mengharapkan saran dan kritik untuk menyempurnakan di masa yang akan datang. Akhir kata, penulis berharap Allah SWT berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga skripsi ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Depok, 13 Juli 2012

Chairil Aditya Arifin

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Chairil Aditya Arifin
NPM : 1006811186
Program Studi : S1 Ekstensi
Departemen : Akuntansi
Fakultas : Ekonomi
Jenis karya : Skripsi

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul :

Analisis Anomali Akrual pada Peristiwa IPO

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada tanggal : 13 Juli 2012

Yang menyatakan



Chairil Aditya Arifin

ABSTRAK

Nama : Chairil Aditya Arifin
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi
Judul : Analisis Anomali AkruaI pada Peristiwa IPO

Tujuan penelitian ini ada dua, yaitu: untuk mengetahui bagaimana perbedaan kualitas akruaI pada saat sebelum IPO dengan sesudah IPO dengan mengukur akruaI *innate* dan akruaI diskresioner, dan untuk mengetahui apakah akruaI *innate* dan akruaI diskresioner memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *cummulative abnormal return* saham perusahaan selama tiga tahun setelah IPO. Penelitian ini mengobservasi 50 perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia dalam periode waktu antara tahun 2000-2007 dengan menggunakan uji beda *t-test* dan metode regresi *cross-section*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa, terdapat perbedaan antara akruaI *innate* tiga tahun sebelum IPO dengan tiga tahun sesudah IPO, dimana akruaI *innate* sebelum IPO memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan dengan sesudah IPO. Sementara, akruaI diskresioner tidak terdapat perbedaan antara sebelum dan sesudah IPO. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa, dibandingkan akruaI diskresioner, akruaI *innate* lebih berpengaruh signifikan positif terhadap *cummulative abnormal return* setelah tiga tahun IPO.

Kata Kunci:

Kualitas akruaI, akruaI *innate*, akruaI diskresioner, IPO, *cummulative abnormal return*

ABSTRACT

Name : Chairil Aditya Arifin
Study Program : S1 Extension – Accounting
Title : Analysis of Accrual Anomaly at the IPO event

There are two aim of purposes in this study: to describe the differences of accrual quality before IPO and after IPO, by measuring the innate accrual and discretionary accrual, and to discover whether innate accrual and discretionary accrual have a significant impact on cummulative abnormal return three years after IPO. This study includes 50 samples of firms doing IPO in Indonesia between 2000-2007 using t-test and cross-section regression method. The result of this study proves that, there is a differences between three years before IPO and three years after IPO, where innate accrual at before IPO has a larger value than after IPO. While, discretionary accrual doesn't show any differences at before and after IPO. This study also proves that, rather than discretionary accrual, innate accrual shows more significant and positive impact to cummulative abnormal return three years after IPO.

Key words:

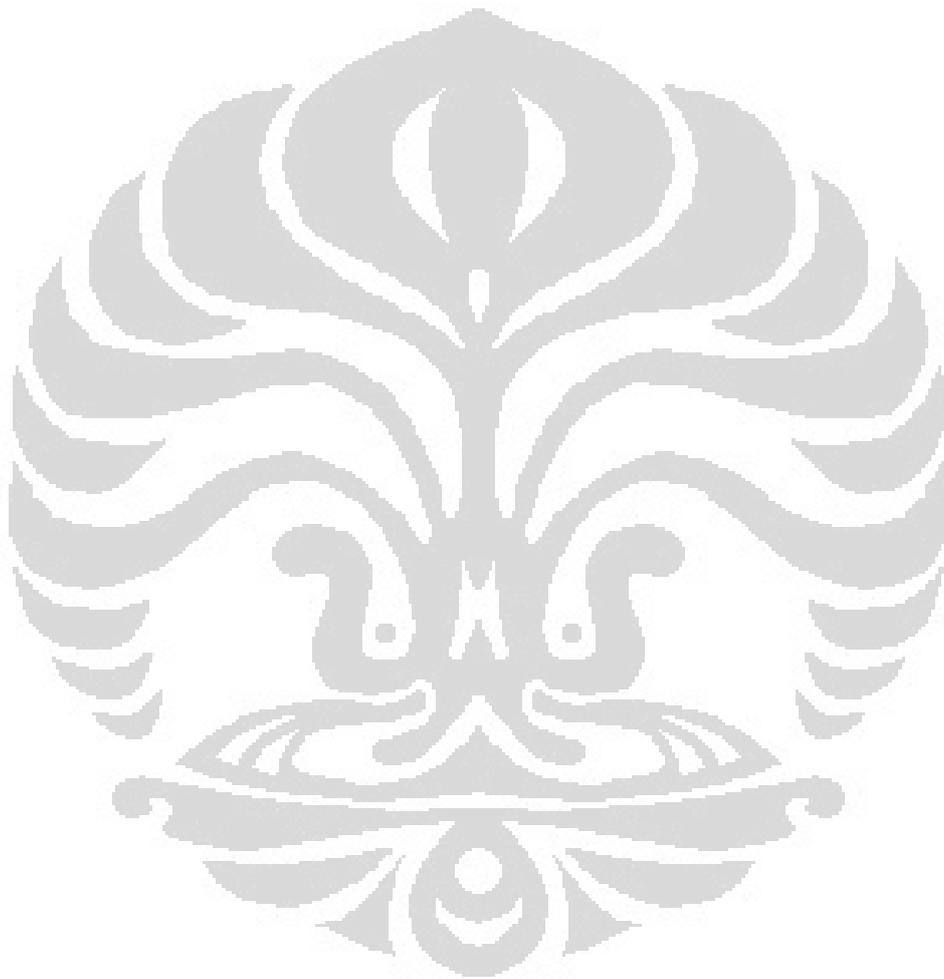
Accrual quality, innate accrual, discretionary accrual, IPO, cummulative abnormal return

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
LEMBAR PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI ILMIAH	vi
ABSTRAK	vii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
1. PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah.....	5
1.3 Tujuan Penelitian.....	6
1.4 Manfaat Penelitian.....	6
1.5 Batasan Penelitian	8
1.6 Sistematika Penulisan.....	8
2. LANDASAN TEORI.....	10
2.1 <i>Efficient Market Hypothesis</i> (EMH).....	10
2.2 <i>Innitial Public Offering</i>	11
2.2.1 Proses IPO di Indonesia	13
2.2.2 <i>IPO Pricing and Allocation</i>	17
2.2.2.1 Teori Tentang <i>Short-Run Underpricing</i>	17
2.2.2.2 Teori Berfokus pada Alokasi Saham	18
2.3 Prinsip AkruaI dalam Akuntansi	19
2.4 Kualitas AkruaI.....	19
2.4.1 AkruaI <i>Innate</i>	21
2.4.2 AkruaI Diskresioner	22
2.5 Tinjauan Literatur.....	23
2.5.1 Penelitian Terdahulu Mengenai Anomali AkruaI dan Kualitas AkruaI.....	23
2.5.2 Penelitian Terdahulu Mengenai Peristiwa IPO dan Perilaku AkruaI	28
2.6 Rerangka Penelitian.....	32
2.7 Hipotesis Penelitian.....	33

3. METODOLOGI PENELITIAN	36
3.1 Metode Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data	36
3.2 Model Penelitian.....	37
3.2.1 Model Pengujian Perbedaan Kualitas AkruaI Sebelum dan Sesudah IPO.....	37
3.2.2 Pengujian Pengaruh Kualitas AkruaI, AkruaI <i>Innate</i> , dan AkruaI Diskresioner pada Kinerja <i>Abnormal Return</i> Jangka Panjang Perusahaan	41
3.3 Operasionalisasi Variabel.....	43
3.3.1 Variabel Dependen.....	44
3.3.1.1 <i>Cummulative Abnormal Return</i> (CAR)	44
3.3.2 Variabel Independen	46
3.3.2.1 <i>Total Current Accruals</i>	46
3.3.2.2 Perbedaan Kualitas AkruaI	46
3.3.2.3 Perubahan Laba Bersih	47
3.3.2.4 Standar Deviasi dari Arus Kas Operasi	47
3.3.2.5 Standar Deviasi dari Penjualan	47
3.3.2.6 Siklus Operasi	48
3.3.2.7 Laba Negatif	48
3.3.2.8 <i>Book to Market Ratio</i>	49
3.4 Metode Pengujian.....	49
3.4.1 Pengujian Asumsi Klasik	50
3.4.1.1 Uji Multikolinearitas.....	50
3.4.1.2 Uji Heteroskedastisitas	51
3.4.1.3 Uji Autokorelasi.....	51
3.4.2 Pengujian Kriteria Statistik	53
4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	55
4.1 Mengukur Kualitas AkruaI, AkruaI <i>Innate</i> , dan AkruaI Diskresioner	56
4.2 Perbedaan Kualitas AkruaI Tiga Tahun Sebelum dan Sesudah IPO.....	57
4.2.1 Statistik Deskriptif Kualitas AkruaI Sebelum dan Sesudah IPO.....	57
4.2.2 Hasil Uji Beda Kualitas AkruaI, AkruaI <i>Innate</i> dan AkruaI Diskresioner pada Kondisi Sebelum dan Sesudah IPO	59
4.3 Pengaruh Kualitas AkruaI Terhadap Kinerja <i>Abnormal Return</i> Jangka Panjang Saham Perusahaan.....	63
4.3.1 Statistik Deskriptif AkruaI <i>Innate</i> , AkruaI Diskresioner, dan <i>Cummulative Abnormal Return</i>	64
4.3.2 Hasil Uji Regresi Pengaruh AkruaI <i>Innate</i> , dan AkruaI Diskresioner Terhadap <i>Cummulative Abnormal Return</i>	66

5. KESIMPULAN DAN SARAN	70
5.1 Kesimpulan.....	70
5.2 Implikasi.....	71
5.3 Keterbatasan Penelitian dan Saran	72
 DAFTAR REFERENSI	 75

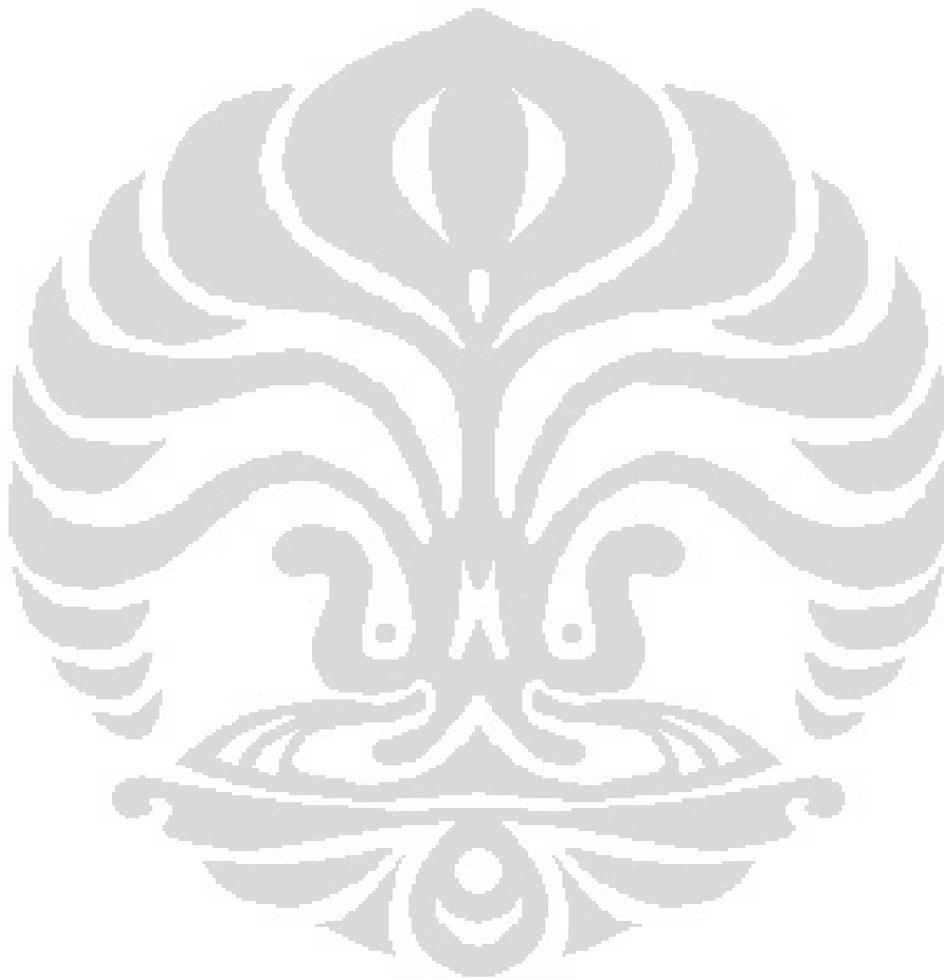


DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Penelitian Terdahulu tentang Anomali Akruwal dan Kualitas Akruwal.....	26
Tabel 2.2	Penelitian Terdahulu tentang Peristiwa IPO dan Perilaku Akruwal.....	30
Tabel 4.1	Jumlah Sampel yang Diteliti	55
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif Model (3), Akruwal <i>Innate</i> , dan Akruwal Diskresioner Sebelum IPO	57
Tabel 4.3	Statistik Deskriptif Model (3), Akruwal <i>Innate</i> , dan Akruwal Diskresioner Setelah IPO	58
Tabel 4.4	Hasil Uji Beda Kualitas Akruwal Sebelum dan Sesudah IPO	61
Tabel 4.5	Hasil Uji Beda Akruwal <i>Innate</i> Sebelum dan Sesudah IPO	61
Tabel 4.6	Hasil Uji Beda Akruwal Diskresioner Sebelum dan Sesudah IPO	62
Tabel 4.7	Statistik Deskriptif Kualitas Akruwal, Akruwal <i>Innate</i> , Akruwal Diskresioner, dan <i>Cummulative Abnormal Return</i>	65
Tabel 4.8	Hasil Uji Regresi Pengaruh Kualitas Akruwal Terhadap CAR	67
Tabel 4.9	Hasil Uji Regresi Pengaruh Akruwal <i>Innate</i> Terhadap CAR	67
Tabel 4.10	Hasil Uji Regresi Pengaruh Akruwal Diskresioner Terhadap CAR.....	68

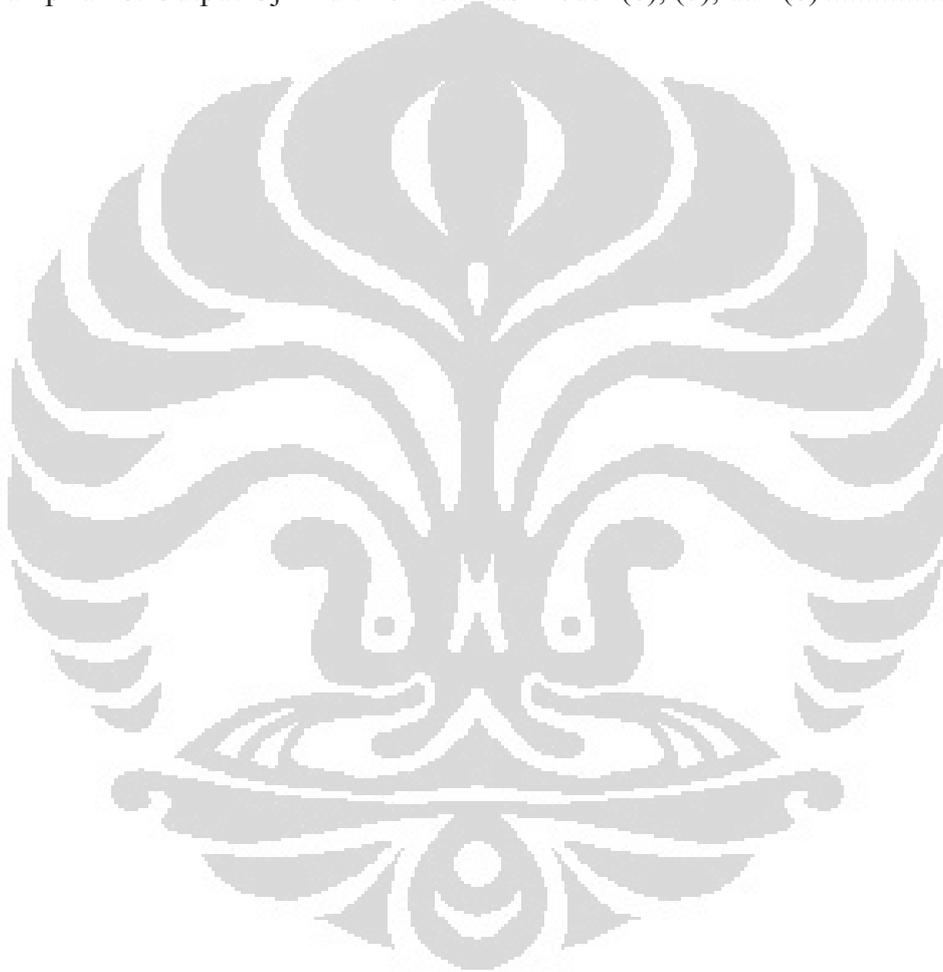
DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Skema Model Penelitian	33
Gambar 4.1 Bagan Waktu Pengukuran Kualitas AkruaI	56



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Perusahaan yang Dijadikan Sampel Penelitian	80
Lampiran 2. Output Uji Multikolinearitas Model (3)	82
Lampiran 3. Output Uji Regresi Model (3).....	83
Lampiran 4. Output Uji Autokorelasi Model (3)	84
Lampiran 5. Output Uji Heteroskedastisitas Model (3).....	86
Lampiran 6. Output Uji Regresi Model (7) Setelah <i>Treatment</i>	88
Lampiran 7. Output Uji Regresi Model (8) Setelah <i>Treatment</i>	89
Lampiran 8. Output Uji Multikolinearitas Model (6), (7), dan (8)	90



BAB 1

PENDAHULUAN

1. 1 Latar Belakang Penelitian

Penelitian mengenai aksi korporasi berupa *initial public offering* (IPO) banyak yang identik dengan praktek manajemen laba. Fenomena ini kebanyakan disebabkan oleh adanya informasi asimetri ketika menjelang IPO antara calon investor dengan perusahaan yang IPO. Rao (1993) mengatakan bahwa hampir tidak ada pemberitaan di media yang mengekspos perusahaan pada tahun sebelum IPO. Informasi yang terbatas ini hanya bisa diandalkan melalui prospektus, yang dimana hanya menampilkan informasi keuangan selama kurang lebih tiga tahun sebelum IPO.

Perusahaan melakukan IPO didorong oleh berbagai motivasi baik yang berhubungan dengan faktor keuangan maupun faktor non-keuangan. Namun, hasrat utama mengapa perusahaan melakukan IPO adalah untuk meningkatkan modal ekuitas dan untuk membuat pasar publik yang dimana pendiri dan pemegang saham bisa mengkonversikan beberapa dari kekayaan mereka menjadi kas pada waktu yang akan datang (Ritter dan Welch, 2002). Pendanaan modal ekuitas merupakan hal yang disukai oleh perusahaan dibandingkan dengan pendanaan hutang, karena pendanaan hutang menuntut perusahaan untuk membayar bunga dari nilai pokok pinjaman yang dimana sifatnya wajib bagaimanapun kondisi keuangan perusahaan tersebut. Hal ini juga memicu beberapa perusahaan yang tertutup untuk *go public* dengan melakukan IPO.

Di sisi lain, banyak perusahaan yang melakukan praktek manajemen laba pada saat menjelang IPO. Hal ini didasari pada banyaknya penelitian yang membuktikan adanya hubungan yang signifikan antara praktek manajemen laba dengan IPO baik di Indonesia maupun di dunia. Kusumawardhani (2009) dalam penelitiannya, berhasil membuktikan bahwa manajemen memiliki tendensi kuat untuk melakukan manajemen laba pada periode menjelang terjadinya IPO akibat

adanya kondisi asimetri informasi. Motivasi manajemen laba tersebut timbul karena manajemen ingin mempengaruhi penilaian para calon investor terkait kinerja perusahaan dengan harapan agar calon investor tertarik dan mau membeli saham perusahaan saat IPO. Adapun manajemen tidak terbukti melakukan manajemen laba sebelum IPO melalui penggunaan komponen modal kerja akrual diskresioner. Penggunaan komponen total akrual diskresioner lebih dipilih manajemen karena lebih bersifat jangka panjang dibandingkan komponen modal kerja akrual diskresioner. Dari penelitian Beliau, terlihat bahwa perlakuan akrual pada sistem akuntansi perusahaan akan berbeda ketika perusahaan akan melakukan IPO dengan tujuan untuk menarik para investor, dan perlakuan yang berbeda ini akan mempengaruhi kualitas akrual yang juga memiliki hubungan yang erat dengan praktik manajemen laba perusahaan yang melakukan IPO.

Perubahan perilaku akrual akan memberikan dampaknya terhadap *return* perusahaan. Teoh *et al.* (1998) dalam penelitiannya, mengungkapkan bahwa perusahaan IPO yang tergolong kuartil tinggi dalam akrual diskresioner saat ini pada tahun IPO (atau disebut dengan IPO agresif) memiliki *abnormal return* kumulatif sekitar 20 – 30 persen lebih rendah dibandingkan dengan *abnormal return* kumulatif pada perusahaan IPO golongan kuartil rendah (atau disebut dengan IPO konservatif). Hal ini terlihat dari penelitiannya yang mengungkapkan performa *return* saham yang buruk pada perusahaan yang IPO agresif selama tiga tahun kedepan setelah IPO. Hubungan negatif antara tingkat akrual dengan *return* saham perusahaan juga diperkuat dengan penelitiannya Sloan (1996), yang oleh beliau disebut sebagai fenomena anomali akrual.

Anomali akrual terjadi dimana perusahaan yang berakrual rendah mendapatkan *abnormal return* yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang berakrual tinggi. Hal ini tidak sesuai dengan *efficient market hypothesis*, dimana harga kini telah mencerminkan harga masa depan (Pincus *et al.*, 2007). Ini menunjukkan adanya hubungan negatif antara tingkat akrual perusahaan dengan *abnormal return* yang didapat. Akibatnya, pasar cenderung memberikan *overprice* pada saham yang berakrual tinggi dan *underprice* untuk saham yang berakrual rendah, karena akrual mencatat substansi ekonomi dari suatu transaksinya, bukan

dari aliran kas. Sloan (1996) meneliti tentang apakah harga saham merefleksikan informasi dalam akrual dan arus kas mengenai laba di masa depan. Menurut Beliau, ditemukan bahwa perusahaan yang berakrual tinggi (rendah) akan menghasilkan *return* masa depan yang rendah (tinggi).

Berdasarkan penelitian Wu *et al.* (2007), dikatakan bahwa faktor yang mempengaruhi anomali akrual berawal dari investasi modal, dengan pendekatan *discount-rate hypothesis*. Ketika *discount rate* turun, semakin banyak *investment project* yang menguntungkan dan akrual akan meningkat. Pada waktu yang bersamaan, *return* saat ini akan meningkat karena harga saham meningkat akibat dari turunnya *discount rate*, namun *return* masa depan akan menurun karena turunnya *discount rate* mengindikasikan rendahnya ekspektasi *return* kedepannya. Hal ini menunjukkan bahwa adanya hubungan antara IPO dengan tingkat akrual ketika perusahaan ingin melakukan pendanaan atas *investment project* yang dimilikinya, karena dengan melakukan IPO, perusahaan akan memperoleh dana ekuitas dari investor, sehingga perusahaan akan melakukan berbagai cara untuk menghasilkan informasi keuangan yang baik.

Francis *et al.* (2005) melakukan penelitian mengenai hubungan antara tingkat kualitas akrual dengan *cost of capital*, dan hasilnya menunjukkan hubungan antar keduanya signifikan bahwa perusahaan yang kualitas akrualnya rendah (tinggi) akan memiliki *cost of capital* yang tinggi (rendah). Dalam mengukur kualitas akrual, Francis *et al.* membaginya menjadi 2 bagian, yaitu kualitas akrual *innate* dan kualitas akrual diskresioner. Akrua *innate* artinya adalah akrual yang dipengaruhi oleh model bisnis perusahaan dan lingkungan operasinya, sedangkan akrual diskresioner dipengaruhi oleh keputusan manajemen perusahaan. Untuk menilai kualitas akrual *innate* dan akrual diskresioner, Francis *et al.* menggunakan model Dechow dan Dichev (2002), atau disingkat *DD Model*, dengan menggunakan 5 faktor *innate*: ukuran perusahaan, standar deviasi dari arus kas operasi, standar deviasi dari penjualan, panjang siklus operasi, dan peristiwa realisasi laba negatif. Kualitas akrual merupakan *proxy* dari resiko informasi, dan resiko informasi merupakan *proxy* dari resiko IPO.

Dalam penelitian ini, peneliti ingin melakukan analisa mengenai hubungan antara kualitas akrual *innate* dan kualitas akrual diskresioner dengan aksi korporasi IPO serta pengaruhnya terhadap *abnormal return* dari saham, untuk menggambarkan fenomena anomali akrual, serta peneliti ingin menganalisis bagaimana efek jangka panjang terhadap *abnormal return* perusahaan. Menurut peneliti, faktor *innate* seperti ukuran perusahaan, standar deviasi dari arus kas operasi, standar deviasi dari penjualan, panjang siklus operasi, dan insiden laba negatif pada saat sebelum IPO akan memiliki hasil yang berbeda dengan ketika perusahaan tersebut beroperasi seperti biasa, sehingga peneliti perlu menganalisa seberapa signifikan perbedaan kedua faktor kualitas akrual ini disaat IPO dan sesudah IPO. Dasar peneliti melakukan penelitian ini adalah dari penelitiannya Teoh *et al.* (1998) yang mengatakan bahwa terdapat dua jenis akrual yang dilakukan perusahaan saat sebelum IPO, yaitu akrual yang dipengaruhi oleh kondisi bisnis perusahaan (akrual non diskresioner) dan ada yang memang dipengaruhi oleh pilihan manajerial (akrual diskresioner), dan akrual diskresioner terbukti akan memberi dampak rendahnya *return* saham pada tiga tahun setelah IPO. Untuk akrual non diskresioner ini, peneliti melihat ada keterkaitan dengan 5 faktor *innate* pada penelitiannya Francis *et al.* (2005) yang telah dijelaskan sebelumnya.

Sepanjang pengetahuan penulis, penelitian atas anomali akrual pada umumnya menggunakan ukuran akrual dengan menggunakan metode Dechow *et al.* (1995) dalam menjelaskan fenomena anomali akrual, menggunakan sampel perusahaan di pasar Amerika Serikat, dan diukur pada perusahaan yang sudah *go public*. Pada penelitian ini, peneliti ingin menjelaskan fenomena anomali akrual yang terjadi dengan pendekatan kualitas akrual, yaitu menilai dari akrual *innate* dan akrual diskresioner, serta dengan periode waktu IPO, yang dimana belum dijelaskan oleh penelitian anomali akrual sebelumnya. Dengan menggunakan *DD Model* seperti yang diterapkan oleh Francis *et al.* (2005), besaran kualitas akrual dapat menjelaskan besaran resiko informasi, yang dimana resiko informasi ini dapat menjelaskan mengenai fenomena anomali akrual pada peristiwa IPO. Lalu penelitian ini menggunakan sampel perusahaan publik di pasar Indonesia, yang dimana penelitian anomali akrual di negara berkembang belum banyak dilakukan.

Universitas Indonesia

Peneliti juga menganalisis fenomena anomali akrual dengan perusahaan-perusahaan yang akan melakukan IPO.

1.2 Perumusan Masalah

Salah satu resiko yang muncul saat perusahaan melakukan IPO adalah resiko informasi, yaitu resiko dimana informasi keuangan tidak dapat menggambarkan kondisi keuangan perusahaan yang sebenarnya. Hal ini disebabkan oleh asimetri informasi ketika perusahaan tersebut masih tertutup. Francis *et al.* (2005) mengatakan bahwa, dengan *DD model*, pengukuran kualitas akrual bisa menjelaskan hubungan langsung yang lebih banyak terhadap resiko informasi, sehingga pengukuran kualitas akrual bisa dijadikan *proxy* pada penelitian ini. Maka dari itu, peneliti merumuskan permasalahan sebagai berikut:

1. Apakah ada perbedaan antara kualitas akrual pada saat sebelum dan sesudah IPO?
 - a) Apakah ada perbedaan akrual diskresioner saat sebelum dan sesudah IPO?
 - b) Apakah ada perbedaan akrual *innate* saat sebelum dan sesudah IPO?
2. Apakah kualitas akrual pada tahun IPO berpengaruh terhadap kinerja jangka panjang dari saham perusahaan tersebut?
 - a) Apakah akrual diskresioner pada tahun IPO berpengaruh terhadap kinerja jangka panjang dari saham perusahaan tersebut?
 - b) Apakah akrual *innate* pada tahun IPO berpengaruh terhadap kinerja jangka panjang dari saham perusahaan tersebut?
3. Mana diantara akrual *innate* dan akrual diskresioner yang lebih berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal return* jangka panjang saham perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk melihat seberapa signifikan tingkat kualitas akrual diskresioner dan tingkat kualitas akrual *innate* pada saat ketika perusahaan tersebut akan melakukan IPO dan apa pengaruh dari kedua kualitas akrual tersebut terhadap *abnormal return* jangka panjang perusahaan. Untuk lebih spesifiknya, tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui tingkat perbedaan kualitas akrual, yakni terdiri dari akrual *innate* dan akrual diskresioner pada saat sebelum dan sesudah IPO
 - a) Untuk mengetahui seberapa besar perbedaan antara akrual *innate* sebelum IPO dengan akrual *innate* setelah IPO
 - b) Untuk mengetahui seberapa besar perbedaan antara akrual diskresioner sebelum IPO dengan akrual diskresioner setelah IPO
2. Untuk mengetahui seberapa signifikan pengaruh dari kualitas akrual ini terhadap kinerja jangka panjang dari saham perusahaan
 - a) Mengetahui seberapa signifikan pengaruh dari akrual *innate* terhadap kinerja jangka panjang dari saham perusahaan
 - b) Mengetahui seberapa signifikan pengaruh dari akrual diskresioner terhadap kinerja jangka panjang dari saham perusahaan
3. Untuk mengetahui mana diantara kedua unsur dari kualitas akrual, yakni akrual *innate* dan akrual diskresioner, yang paling signifikan memberikan pengaruh terhadap *abnormal return* jangka panjang saham perusahaan

1.4 Manfaat Penelitian

Selain mencapai tujuan di atas, peneliti berharap penelitian ini membawa manfaat bagi beberapa pihak sebagai berikut:

1. Akademisi dan Peneliti

Bagi akademisi, diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan informasi bahwa kualitas akrual *innate* dan akrual diskresioner dapat mempengaruhi penilaian *abnormal return* saham oleh investor terhadap perusahaan yang melakukan IPO, serta faktor *innate accruals* pada konteks manajemen laba dapat dijadikan faktor yang penting dalam merumuskan permasalahan akrual dan manajemen laba terhadap perusahaan yang melakukan IPO. Untuk para peneliti, diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan suatu acuan untuk penelitian tentang akrual berikutnya, bahwa konteks kualitas akrual *innate* dan akrual diskresioner merupakan faktor penting dalam melakukan penelitian mengenai akrual dan *abnormal return*.

2. Investor

Bagi investor, diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan informasi mengenai apakah strategi akrual yang patut dipertimbangkan sebagai bagian dari strategi investasi ketika membeli atau menilai saham perusahaan yang baru IPO, dan investor perlu untuk memperhatikan unsur-unsur apa saja yang terdapat pada informasi keuangan yang mengandung resiko.

3. Analis

Penelitian ini dapat bermanfaat bagi analis dalam menentukan harga wajar suatu saham dengan memberikan proporsi yang tepat kepada komponen akrual dalam laba sehingga prediksi menjadi lebih akurat, serta memberikan gambaran yang tepat mengenai unsur-unsur dari informasi keuangan yang mempengaruhi tingkat resiko informasi.

4. Regulator

Jika hipotesis penelitian ini terbukti terdapat signifikansi anomali akrual, maka regulator dapat mengevaluasi penyebab inefisiensi pasar dan memungkinkan untuk diadakan penelitian lebih jauh. Hal ini berikutnya dapat menjadi masukan bagi regulator untuk memperbaiki inefisiensi pasar.

1.5 Batasan Penelitian

Sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI), yang melakukan IPO pada periode tahun 2000 - 2007, kecuali perusahaan-perusahaan dalam industri keuangan. Pengecualian ini didasarkan pada pertimbangan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut memiliki struktur laporan keuangan dan sistem akrual yang berbeda dengan industri lainnya. Selain itu, pengecualian ini memungkinkan perbandingan hasil penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya, diantaranya Soares dan Stark (2009), Sloan (1996), dan Wu *et al.* (2005) yang juga tidak menyertakan industri keuangan.

1.6 Sistematika Penulisan

Laporan ini ditulis dalam lima bab utama. Kelima bab tersebut adalah pendahuluan, landasan teori, metode penelitian, analisis hasil penelitian, serta kesimpulan dan saran. Berikut adalah penjelasan singkat masing-masing Bab:

Bab 1 Pendahuluan

Mengenai latar belakang penelitian, rumusan masalah, ruang lingkup, tujuan penelitian dan manfaat-manfaat yang dihasilkan dari penelitian ini untuk beberapa pihak. Bab ini diharapkan dapat memberikan gambaran umum mengenai penelitian yang dilaksanakan.

Bab 2 Landasan Teori

Bab ini akan menguraikan dasar teori yang dipakai dalam penelitian, termasuk indikator finansial apa saja yang akan dipakai. Hal ini akan berguna dalam mengembangkan hipotesis.

Bab 3 Metode Penelitian

Bab ini akan menjelaskan tahap-tahap dalam penelitian, mengenai sampel yang dipakai, kriteria memilih sampel, serta cara operasionalisasi variabel. Dalam

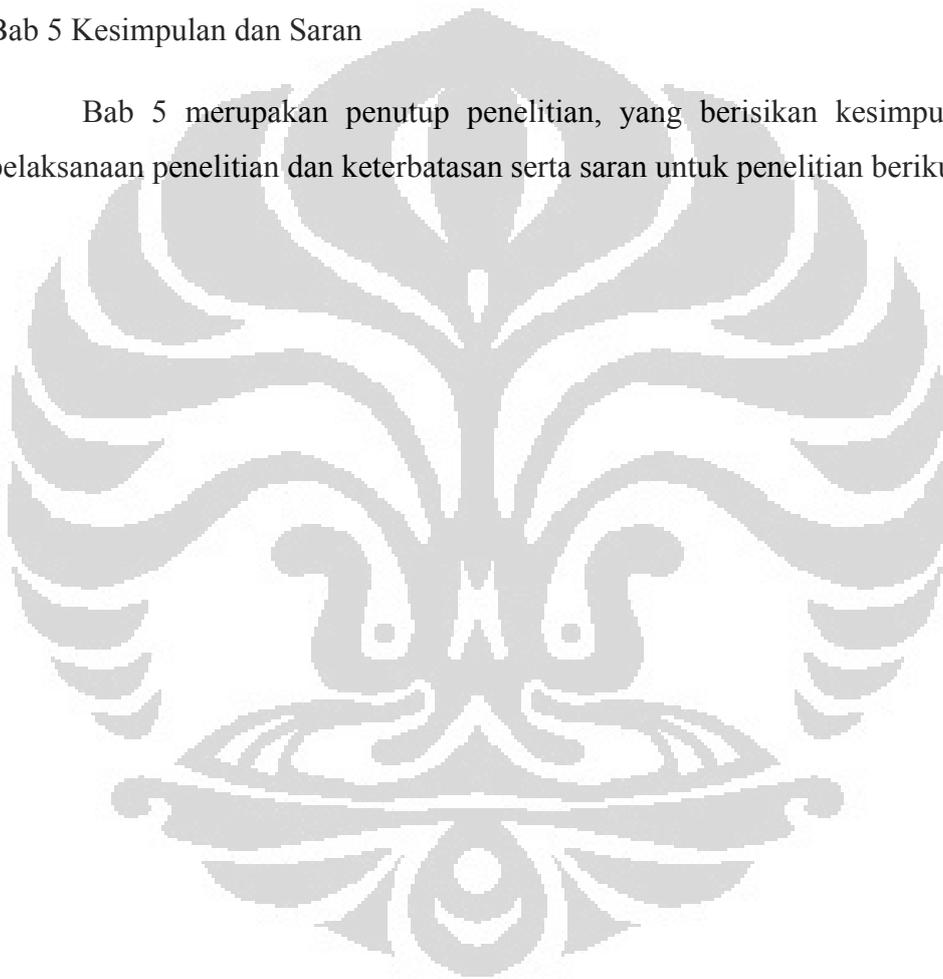
bab ini juga akan dijelaskan mengenai metode yang akan digunakan dalam pengolahan data.

Bab 4 Analisis Hasil Penelitian

Pada bab ini akan dilakukan analisis data yang sebelumnya telah dijelaskan dalam bab 3. Selain itu, akan dilakukan interpretasi data dari hasil pengolahan data. Bab ini akan menjawab permasalahan utama dari penelitian ini.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Bab 5 merupakan penutup penelitian, yang berisikan kesimpulan dari pelaksanaan penelitian dan keterbatasan serta saran untuk penelitian berikutnya.



BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 *Efficient Market Hypothesis (EMH)*

Investor menentukan harga saham berdasarkan ekspektasi arus kas yang akan diterima dari saham tersebut dan risikonya. Investor yang rasional menggunakan seluruh informasi pasar yang tersedia atau yang bisa di dapat. Pasar dikatakan efisien apabila harga saham secara instan merefleksikan segala informasi yang ada secara tepat, termasuk informasi akuntansi, yang dalam penelitian ini adalah komponen akrual dalam laba (Jones, 2007). Dengan demikian, harga saham mencerminkan informasi sebagai berikut:

1. Semua informasi yang diketahui (*all known information*) yang mencakup:
 - a) Informasi masa lalu (*past information*), contohnya laporan triwulan tahun lalu, dan fluktuasi harga saham
 - b) Informasi masa kini (*current information*), mengacu pada informasi yang sudah diumumkan namun belum dilaksanakan, seperti *stock split*, pembagian dividen, dll
2. Informasi lain yang telah diketahui oleh investor, misalkan pemotongan suku bunga oleh bank sentral. Walaupun tidak diumumkan, namun jika investor mengetahui dan percaya bahwa minggu depan suku bunga akan dipotong, maka harga saat ini akan mengantisipasi kejadian tersebut.

Tujuan dari menilai efisiensi pasar adalah untuk menentukan seberapa baik informasi mencerminkan harga saham, pada efisiensi sempurna. Fama (1970) membagi hipotesis pasar efisien kedalam 3 bentuk.

1. Pasar efisien lemah (*weak form*)

Pasar efisien lemah adalah seluruh informasi harga pasar telah mencerminkan seluruh harga dan volume data saat ini. Pasar modal

dinyatakan efisien lemah jika harga saham merefleksikan volume dan harga masa lalu. Karena itu, model analisis teknikal tidak berguna dalam jenis pasar seperti ini karena data masa lalu tidak dapat digunakan dalam memprediksi harga saham masa depan.

2. Pasar efisien semi-kuat (*semistrong form*)

Pasar efisien semi-kuat adalah harga pasar mencerminkan seluruh informasi publik yang tersedia. Pasar dikatakan efisien semi-kuat jika harga saat ini merefleksikan informasi selain harga dan volume saham masa lalu seperti laba, dividen, pengembangan produk baru, kesulitan keuangan, dan lain-lain

3. Pasar efisien sempurna (*strong form*)

Pasar efisien sempurna adalah harga pasar mencerminkan seluruh informasi yang tersedia, baik yang sifatnya publik maupun yang non-publik. Maka dari itu, orang yang mengetahui informasi privat (informasi yang hanya beredar di kalangan tertentu) tidak akan mendapat *abnormal return* atas informasi tersebut.

Konsekuensi dari hipotesis pasar efisien adalah kemampuan analisis memperkirakan laba masa depan dengan sempurna, mempertimbangkan unsur aktual 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 mengakomodasikan laba masa depan, maka tidak akan ada koreksi harga di masa depan ketika pengumuman laba.

2.2 Initial Public Offering

Untuk mempercepat perkembangan usahanya, salah satu aksi korporasi perusahaan adalah mencari modal dari pihak luar dengan melakukan penawaran saham perdana (selanjutnya disebut sebagai IPO). IPO adalah kegiatan penawaran

saham atau efek lainnya yang dilakukan oleh emiten (perusahaan yang akan *go public*) untuk menjual saham atau efek kepada calon investor berdasarkan tata cara yang diatur oleh UU Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya.

Aspek yang menentukan keberhasilan IPO antara lain ketepatan waktu, pemilihan calon investor yang tepat, serta struktur penawaran saham. Serta, perusahaan yang melakukan IPO selayaknya harus dapat memenuhi kriteria keuangan dan non keuangan, seperti telah membuktikan tingkat rasio keuangan yang baik, penempatan posisi yang penting dalam sektor industrinya, dapat membuktikan memiliki prospek yang baik, serta memiliki tim manajemen dan *corporate governance* yang baik.

Umunya, perusahaan yang melakukan IPO akan memperoleh sejumlah keuntungan seperti:

1. Memperoleh tambahan modal, karena dengan mengedarkan saham, uang yang didapat dari investor yang membelinya akan mengalir kedalam modal perusahaan, sehingga proyek investasi perusahaan akan semakin terwujud dengan adanya modal ini,
2. Menciptakan instrumen keuangan yang sifatnya dapat dinegosiasikan ketika akan melakukan hubungan bisnis dengan perusahaan lain seperti *merger*, konsolidasi, dan sebagainya,
3. Meningkatkan fleksibilitas perusahaan dalam melakukan pendanaan ekuitas, sehingga perusahaan akan mendapatkan modal ekuitas lebih cepat.
4. Meningkatkan citra perusahaan, karena dengan dilakukannya IPO, artinya perusahaan telah memiliki reputasi yang baik dimata para investor dan menaruh kepercayaan bahwa modal yang diinvestasikan akan memberikan *return* yang menguntungkan bagi investor juga.

Dalam penelitian Ritter dan Welch (2002), alasan mengapa perusahaan melakukan IPO terbagi kedalam 2 teori, yaitu *Life Cycle Theories*, dan *Market-Timing Theories*. Teori yang pertama menjelaskan bahwa dengan *going public*, perusahaan akan membantu menaikkan *value* dari perusahaan itu sendiri

dibandingkan dengan apa yang didapat dari penjualan langsung. Yang dimaksud dengan *value* disini adalah nilai kepercayaan perusahaan dimata para *shareholders* dan *stakeholders* atas *return* yang dihasilkan. Sedangkan menurut teori yang kedua adalah bahwa perusahaan tidak akan melakukan IPO jika mereka mengetahui bahwa mereka sedang dalam kondisi *undervalued*. Artinya perusahaan akan melakukan IPO jika kondisi waktu pasar memang sedang menguntungkan. Hal ini membuat perusahaan untuk semakin waspada dalam menentukan waktu yang tepat untuk melakukan IPO.

2.2.1 Proses IPO di Indonesia

Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 Bab IX mengenai Emiten dan Perusahaan Publik, perusahaan di Indonesia mengatur tahapan dalam melakukan penawaran umum. Kusumawardhani (2009) merangkum tahapan-tahapan tersebut sebagai berikut:

1. **Tahap Sebelum Emisi (pra-IPO)**, yakni tahap persiapan dokumentasi serta pemantapan proses IPO.
 - Membuat rencana awal penawaran saham perdana, termasuk jumlah saham yang ditawarkan, persentase dilusi pemegang saham, tujuan penggunaan dana IPO, persiapan penilaian harga saham, dan harapan target investor.
 - Mengadakan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), yang tujuannya untuk memperoleh persetujuan mayoritas pemegang saham dalam rangka mengundang investor lain untuk memiliki saham.
 - Penunjukkan penjamin emisi, profesi penunjang, dan lembaga penunjang. Pihak-pihak ini akan membantu emiten dalam mempersiapkan dokumen serta memberikan pendapat/opini profesional sesuai bidangnya. Sedangkan Penjamin Emisi Efek adalah

pihak yang membantu emiten dan berperan sebagai pemandu yang berkomitmen dalam menjual saham tersebut.

- Konfirmasi sebagai agen penjual oleh penjamin emisi. Hal ini merupakan bukti keseriusan peminat saham melalui agen penjual maupun penjamin emisi efek.
- Kontrak pendahuluan dengan bursa efek. Sebelum melakukan kontrak dengan bursa efek, BEI selaku tempat transaksi jual beli saham memerlukan dokumen yang disampaikan kepada BAPEPAM LK
- Penandatanganan perjanjian dalam rangka IPO, yaitu perjanjian penjaminan emisi efek, perjanjian agen penjual, perjanjian antara Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) dengan emiten, perjanjian, pencetakan saham dan prospektus.
- Ekspos publik, terbagi menjadi 2 yakni *Due Dilligence Meeting* (DDM), dan Paparan Publik (PP). DDM merupakan ekspos publik emiten bersama dengan Penjamin Pelaksana Emisi Efek kepada calon penjamin emisi efek dalam rangka pembentukan sindikasi penjamin emisi efek. PP merupakan ekspos publik emiten kepada Penjamin Pelaksana Emisi Efek kepada calon investor.

2. Tahap Saat Emisi Efek ke Publik

- a) **Pasar Perdana.** Setelah memperoleh pernyataan efektif dari BAPEPAM dan LK, emiten bersama dengan penjamin pelaksana emisi mulai melakukan penawaran umum.
 - Penawaran oleh sindikasi penjamin emisi dan agen penjual. Pada tahap ini investor melakukan permohonan alokasi pemesanan pembelian saham dengan melakukan pengisian formulir pemesanan pembelian saham dan pembayaran uang pemesanan.

- Penjatahan atau alokasi pemesanan saham. Penjatahan merupakan tahapan untuk membandingkan pemesanan saham sebagai permintaan dengan jumlah saham yang akan ditawarkan. Ada 3 kondisi terkait penjatahan saham:
 - *Oversubscribed*, yaitu kondisi dimana jumlah pemesanan melebihi jumlah penjualan. Manajer penjatahan akan mengembalikan uang pemesanan yang tidak memperoleh penjatahan
 - *Fully subscribed*, yaitu kondisi dimana jumlah pemesanan sama dengan jumlah penjualan.
 - *Undersubscribed*, yaitu kondisi dimana jumlah pemesanan berada dibawah jumlah penawaran. Pada kondisi ini, penjamin emisi akan membeli porsi saham yang tidak dibeli investor (dalam *full commitment basis*)
 - Pembayaran kembali uang pemesanan. Tahapan ini terjadi apabila *oversubscribed*.
 - Penyerahan efek kepada pembeli. Setelah tanggal alokasi pemesanan saham, setiap investor yang telah teralokasi untuk mendapat saham akan tercatat sebagai pemilik saham yang baru. Saat ini dimana pola perdagangan tanpa warkat telah diterapkan, maka setiap pemegang saham akan memperoleh tanda bukti kepemilikan saham dari KSEI. Setiap pemegang saham emiten akan tercatat pada Biro Administrasi Efek (BAE).
- b) Pasar Sekunder.** Pasar sekunder mulai sejak pertama kalinya saham ditransaksikan di Bursa Efek. Hal yang mendasari suatu pasar sekunder adalah bahwa perdagangan saham dilakukan antara investor, serta setiap dana transaksi perdagangan tidak masuk kedalam ekuitas perusahaan emiten.

- Pencatatan efek di bursa, sebagai tahapan dimana saham perusahaan dicatat untuk dapat diperdagangkan di bursa efek.
- Perdagangan efek di bursa. Sejak perusahaan mencatatkan sahamnya di bursa efek, maka investor dapat melakukan jual beli saham tersebut melalui pasar bursa efek.

3. Tahap Setelah Emisi (*post-IPO*). Kewajiban yang perlu dilaporkan kepada BAPEPAM dan LK adalah:

- a) Laporan keuangan tahunan, laporan penggunaan dana hasil IPO, laporan tengah tahunan, RUPS (Tahunan dan Luar Biasa), pemenuhan prosedur transaksi, keterbukaan informasi serta *corporate action*.
- b) Keterbukaan dan transparansi. Kewajiban lain yang perlu dilaporkan kepada BAPEPAM dan LK mewakili investor publik dan pihak minoritas adalah:
 - Memperhatikan setiap potensi terjadinya benturan kepentingan.
 - Memperhatikan kesesuaian pernyataan dalam prospektus dengan keputusan manajemen serta pemegang saham yang akan dilakukan
 - Melakukan asas keterbukaan (*disclosure*)
 - Mendistribusikan saham kepada koperasi
 - Memberikan informasi yang relevan dan material kepada publik
 - Memonitor pergerakan harga saham
 - Membentuk *corporate secretary* untuk melayani pertanyaan investor, analis saham, dan pihak eksternal lainnya.

2.2.2 IPO Pricing and Allocation

Pada saat perusahaan melakukan IPO, *underwriter* menaruh harga saham perdana tersebut lebih rendah. Proses pemberian harga lebih rendah ini disebut sebagai *underpricing*. Ada dua teori mengenai mengapa *underwriter* melakukan *underpricing* saham dari penelitiannya Ritter dan Welch (2002), yaitu teori tentang *short-run underpricing*, dan teori fokus pada pengalokasian saham.

2.2.2.1 Teori Tentang *Short-Run Underpricing*

Underpricing adalah selisih positif antara harga saham di pasar sekunder dengan harga saham di pasar perdana atau saat IPO. Selisih harga inilah yang dikenal sebagai *initial return* (IR) atau positif *return* bagi investor, *underpricing* adalah fenomena yang umum dan sering terjadi di pasar modal manapun saat emiten melakukan IPO. Fenomena *underpricing* dikarenakan adanya *mispriced* di pasar perdana sebagai akibat adanya ketidakseimbangan informasi antara pihak *underwriter* dengan pihak perusahaan, dalam literatur keuangan masalah tersebut disebut adanya asimetri informasi.

Pada teori *short-run underpricing*, terbagi menjadi dua bagian, yaitu teori berdasarkan informasi asimetri dan teori berdasarkan informasi simetri. Teori informasi asimetri menjelaskan bahwa jika informasi tersebut hanya lebih diketahui oleh perusahaan, maka investor akan merasa cemas terhadap indikasi adanya penjualan yang dimana kualitas dari *return* saham dibawah harganya, dan jika informasi tersebut hanya lebih diketahui oleh investor, maka perusahaan akan sulit dalam menentukan kapan harga pasar itu turun. Sedangkan untuk teori berdasarkan informasi simetri, menjelaskan bahwa perusahaan melakukan *underpricing* untuk mengurangi kewajiban legal mereka dalam menjamin *return* saham.

2.2.2.2 Teori Berfokus Pada Alokasi Saham

Teori ini menjelaskan mengenai bagaimana pengalokasian saham oleh para *underwriter* beserta pertimbangan-pertimbangan dalam menentukan besaran alokasinya. Loughran dan Ritter (2002) menjelaskan bahwa jika *underwriters* memiliki hak untuk diskresi atas alokasi saham, maka penggunaan atas hak tersebut mungkin tidak sesuai dengan apa yang diinginkan oleh perusahaan. Beberapa bukti penelitian mengungkapkan adanya pengalokasian saham oleh *underwriter* kepada para *buy-side client* (contohnya perusahaan asuransi, perusahaan dana pensiun, dan sebagainya) dengan mengharapkan *quid pro quos*, yaitu hubungan saling menguntungkan antara kedua entitas yang dimana entitas pertama memberikan pelayanan khusus kepada entitas kedua dengan harapan mendapatkan pelayanan khusus juga dari entitas kedua.

Lalu Loughran dan Ritter (1979) menjelaskan tentang *prospect theory*, yaitu ketika pemilik hendak melakukan IPO, menilai bahwa nilai pada saat setelah pasar perdana akan lebih tinggi dari yang diekspektasikan maka ia akan menerima tingkat harga yang ditawarkan oleh *underwriter* yang bersifat *underpricing*. Pada kondisi tersebut, artinya pemilik lebih melihat prospek harga saham di masa mendatang sehingga upaya negosiasi untuk meningkatkan harga saham pada penawaran perdana menjadi minimal.

Beberapa artikel juga menjelaskan bahwa *lead underwriter* bisa mempengaruhi pasar tidak hanya dengan keputusan harga dan alokasi atas pre-IPO, namun juga melalui berpartisipasi dalam *aftermarket*. *Underwriter* tidak hanya memiliki hak diskresioner atas harga, namun juga memiliki hak diskresioner atas kuantitas. Dalam pengalokasian saham, mereka mengendalikan tidak hanya siapa yang mendapatkan saham, namun juga seberapa besar proporsi agregat yang dialokasikan. Jika tingkat permintaan besar, mereka mengalokasikan proporsi ekstra, yaitu proporsi diatas 100 persen dari saham. Lalu ketika harga sudah mulai melemah pada *aftermarket trading*, *underwriter* akan membeli kembali proporsi ekstra dari yang dialokasikan dan menarik kembali saham tersebut, seolah-olah saham tersebut tidak pernah ditawarkan sebelumnya.

2.3 Prinsip AkruaI dalam Akuntansi

AkruaI adalah suatu metode akuntansi yang mengukur performa perusahaan dengan peristiwa ekonomi dibanding dengan transaksi kas. Peneliti mengutip penjelasan mengenai dasar akruaI dari Standar Akuntansi Keuangan (Ikatan Akuntan Indonesia, 2009), sebagai berikut:

Untuk mencapai tujuannya, laporan keuangan disusun atas dasar akruaI. Dengan dasar ini, pengaruh transaksi atau peristiwa lain diakui pada saat kejadian (dan bukan pada saat kas atau setara kas diterima atau dibayar) dan dicatat dalam catatan akuntansi serta dilaporkan dalam laporan keuangan pada periode yang bersangkutan. Laporan keuangan yang disusun atas dasar akruaI memberikan informasi kepada pemakai tidak hanya transaksi masa lalu yang melibatkan penerimaan dan pembayaran kas tetapi juga kewajiban pembayaran kas di masa depan serta sumber daya yang mempresentasikan kas yang akan diterima di masa depan. Oleh karena itu, laporan keuangan menyediakan jenis informasi transaksi masa lalu dan peristiwa lainnya yang paling berguna bagi pemakai dalam mengambil keputusan ekonomi.

Prinsip akruaI 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.

2.4 Kualitas AkruaI

Kualitas akruaI adalah suatu ukuran atas unsur-unsur akruaI yang dipergunakan oleh perusahaan dalam sistem akuntansinya. Kualitas akruaI memberitahukan investor mengenai *mapping* atas laba akuntansi ke dalam arus kas. Biasanya kualitas akruaI yang buruk akan melemahkan *mapping* ini dan mengakibatkan tingginya resiko informasi. Pada penelitian Dechow dan Dichev (2002), keuntungan dari menggunakan akruaI adalah untuk memberikan gambaran

atas performa ekonomi perusahaan di masa mendatang. Sebagai contoh, mencatat piutang dagang akan mendorong pengakuan arus kas di masa depan pada masa sekarang. Namun keuntungan dari penggunaan akrual ini membutuhkan biaya dalam membuat asumsi-asumsi dan estimasi yang dimana harus dikoreksi di akrual masa depan. Sebagai contoh, jika nilai netto dari piutang dagang ternyata dibawah nilai estimasi sebelumnya, maka estimasi tersebut mengandung unsur error, dan perlu dilakukan jurnal penyesuaian. Unsur error ini mengurangi kualitas dari akrual sebagai gambaran performa ekonomi di masa mendatang.

Kualitas akrual memiliki pengaruhnya terhadap biaya modal perusahaan. Dalam penelitian Lambert *et al.* (2005) tentang hubungan antara kualitas informasi akuntansi dengan biaya modal perusahaan, menjelaskan bahwa kualitas informasi akuntansi yang buruk berhubungan dengan koordinasi antara perusahaan dengan investor atas keputusan investasi modal dan hasilnya adalah peningkatan biaya modal (*cost of capital*). Francis *et al.* (2005) meneliti hubungan antara kualitas akrual dengan biaya hutang dan ekuitas. Mereka menemukan bahwa harga sekuritas dari investor mencerminkan kewaspadaan mereka terhadap kualitas akrual dan, sebagai hasilnya, kualitas akrual yang buruk diwarnai dengan biaya hutang dan modal yang tinggi. Biddle *et al.* (2009) mengatakan bahwa kualitas akrual berkaitan dengan tingkat efisiensi modal perusahaan karena informasi bersifat asimetri.

Untuk mengukur kualitas akrual, Dechow dan Dichev (2002) mengobservasi bahwa keuntungan dari menggunakan akrual berasal dari biaya memasukkan estimasi error ke dalam laporan laba. Kedua beliau membuktikan bahwa estimasi error atas modal kerja akrual dapat diukur dengan residu dari regresi tertentu terhadap perubahan modal kerja pada setahun sebelumnya, tahun saat ini, dan setahun di masa depan. Kedua beliau fokus pada modal kerja akrual dan arus kas operasi karena realisasi dari akrual ini biasanya timbul setiap tahun.

Kualitas akrual terdiri dari dua faktor, yaitu faktor akrual yang dipengaruhi oleh ekonomi fundamental perusahaan (atau disebut sebagai akrual *innate*) dan faktor akrual yang dipengaruhi oleh suatu pilihan manajerial perusahaan (atau disebut sebagai akrual diskresioner) (Francis *et al.*, 2005).

2.4.1 Akrual *Innate*

Akrual *innate* adalah akrual yang dipengaruhi oleh model bisnis dan lingkungan operasi perusahaan. *DD Models* mengidentifikasi 5 macam faktor *innate*: Ukuran perusahaan (yang diukur dengan pengukuran logaritma dari total aset), standar deviasi dari arus kas operasi, standar deviasi dari penjualan, panjang siklus operasi, dan insiden terjadinya laba negatif.

Berdasarkan penelitian terdahulu, Dechow dan Dichev (2002) mengungkapkan beberapa ekspektasi dari faktor *innate* dari kualitas akrual, yaitu:

- **Kualitas akrual akan bertambah seiring dengan ukuran perusahaan.** Dechow dan Dichev (2002) mengatakan bahwa perusahaan yang berukuran besar memiliki operasional yang lebih stabil dan dapat diprediksi, dan oleh karena itu mengurangi estimasi error. Perusahaan yang ukurannya besar cenderung lebih terdiversifikasi dalam suatu portfolio. Fenomena ini juga terlihat bahwa dalam jangka pendek perusahaan kecil menunjukkan apresiasi harga yang luar biasa, tetapi dalam jangka panjang, perusahaan kecil tidak terlalu menguntungkan (Stoll dan Curley, 1970), kinerja jangka panjang yang buruk berkonsentrasi di perusahaan yang berukuran kecil (Brav *et al.*, 2000), dan terindikasi bahwa ukuran perusahaan yang IPO memiliki efek negatif terhadap kinerja sahamnya (Allen dan Faulhaber., 1989).
- **Kualitas akrual akan berkurang dalam panjang siklus operasi perusahaan.** Semakin panjang siklus operasinya mengindikasikan semakin besar tingkat ketidakpastian, semakin besar estimasi dan error dan akhirnya menurunkan kualitas akrual
- **Kualitas akrual berkurang dalam standar deviasi dari penjualan dan standar deviasi dari arus kas operasi.** Tingginya standar deviasi dari penjualan mengindikasikan tingginya tingkat ketidakpastian pada lingkungan operasi perusahaan, sehingga timbul banyaknya penggunaan estimasi dan perkiraan, yang berhubungan dengan error yang besar dan kualitas akrual yang rendah. Standar deviasi dari arus kas operasi

Universitas Indonesia

menggambarkan gagasan yang sama juga, hanya saja pengukuran ini lebih menekankan pada pengukuran kondisi volatilitas *pre-accrual*. Sebagai contoh, perusahaan bisa saja mengalami rendahnya volatilitas dari penjualan dan tingginya volatilitas dari arus kas operasi karena tingginya biaya tetap atau praktik pengelolaan kas yang buruk.

- **Kualitas akrual berkurang dalam besaran total akrual.** Asumsi semuanya sama, banyaknya akrual menggambarkan banyaknya estimasi yang digunakan, yang berarti merendahkan kualitas akrual. Inilah yang menjelaskan mengapa dalam penelitian Sloan (1996) terindikasi bahwa tingkat akrual yang tinggi mensinyalkan laba persistensi yang rendah.
- **Kualitas akrual berkurang dalam standar deviasi dari laba.** Volatilitas dari penjualan dan arus kas menggambarkan volatilitas terhadap operasi perusahaan. Namun, volatilitas operasi bisa memiliki *high predictable*, dan menuju pada rendahnya estimasi dan error. Dechow dan Dichev menganggap bahwa akrual dapat "memperhalus" tingkat prediksi dari volatilitas arus kas, sehingga kedua beliau mengatakan bahwa banyaknya volatilitas laba merupakan indikasi atas ketidakpastian arus kas dan tingginya tingkat estimasi dan error dalam akrual. Karena tingkat volatilitas dari laba menggambarkan informasi mengenai volatilitas dan ketidakpastian dari arus kas, kedua beliau mengekspektasi bahwa terdapatnya hubungan negatif yang kuat antara kualitas akrual dengan standar deviasi dari laba.

2.4.2 Akrual Diskresioner

Akrual diskresioner merupakan salah satu unsur dari praktik manajemen laba yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan seperti melakukan penyisihan piutang tidak tertagih, biaya garansi, penilaian persediaan, dan pencadangan untuk reorganisasi. Menurut Kusumawardhani (2009) penggunaan akrual diskresioner memiliki normanya sendiri, yakni *accrual reverse*. Jika perusahaan mencatat akrual dalam jumlah tertentu pada tahun ini sehingga

mengakibatkan nilai laba menjadi lebih tinggi, maka pada periode-periode selanjutnya nilai akrual tersebut akan berbalik dan menjadikan nilai laba perusahaan mengecil. Penggunaan akrual untuk melakukan manajemen laba hanya mampu membuat perusahaan menunda mencatat laba yang lebih kecil. Dengan demikian, manajemen membutuhkan lebih banyak manajemen laba lagi jika mereka berencana untuk menunda pencatatan laba yang lebih kecil tersebut lebih jauh lagi.

Jika manajemen laba dilakukan dalam porsi yang berlebihan, maka hal itu akan menggerus nilai informasi dari laporan keuangan perusahaan, mengakibatkan investor tidak dapat menilai kinerja perusahaan yang sebenarnya. Selain itu manajemen laba juga mampu mengurangi motivasi manajemen untuk mengerahkan kinerja terbaiknya, karena dengan berasumsi bahwa manajemen akan selalu dapat menggunakan manajemen laba secara oportunistik untuk mendapatkan kompensasi atau bonus, maka dengan kata lain manajemen laba akan mampu mengurangi risiko manajemen dalam mendapatkan bonus yang lebih sedikit.

2.5 Tinjauan Literatur

2.5.1 Penelitian Terdahulu Mengenai Anomali Akrual dan Kualitas Akrual

Penelitian anomali akrual diidentifikasi oleh Sloan (1996), menjelaskan bahwa perusahaan yang berakrual tinggi akan mendapatkan *abnormal return* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang berakrual rendah. Dalam penelitiannya, Sloan mengidentifikasi dua komponen di dalam laba, yaitu komponen kas dan komponen akrual. Penelitiannya membuktikan bahwa komponen laba yang mengandung akrual memiliki tingkat persistensi laba yang lebih rendah dibandingkan dengan komponen laba yang mengandung kas. Hal ini dijelaskan Bernstein (1993) dalam bukunya

“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 analyst 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 of cash flow may be using income recognition or expense accrual criteria that are suspect.”

Hal ini menunjukkan bahwa pengukuran *income* dengan pendekatan akrual bersifat bias, yaitu penuh dengan estimasi dan asumsi manajemen dan bersifat subyektif. Sehingga investor merasa sulit dalam mengukur *return* kedepannya dan akrual selalu dijadikan landasan oleh manajemen dalam melakukan manajemen laba.

Pada pasar Indonesia, Toha (2011) meneliti tentang keberadaan anomali akrual di Indonesia. Menurut penelitian beliau, anomali akrual terdapat pada pasar modal di Indonesia, namun karakteristiknya berbeda dengan yang ada di pasar modal Amerika Serikat, dimana keberadaan anomali akrual konsisten selama tiga puluh tahun (Lev dan Nissim, 2005). Hal ini diperkuat dengan hasil dari penelitiannya dengan melakukan simulasi portfolio saham dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2006 kedalam tiga jenis portfolio, yaitu: *size-based portfolios*, *Book-to-market-based portfolios*, *size/book-to-market-based portfolios*. Dari hasil penelitian Beliau, menunjukkan bahwa pada tahun 2003 dan 2004 tidak dapat dipastikan keberadaan anomali akrual, karena pada simulasi portfolio tidak terlihat mempengaruhi *abnormal return*, dikarenakan 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, menurut Beliau, investor memberikan porsi yang terlalu besar kepada akrual dalam prediksi laba. Hal ini timbul kejanggalan, karena pada tahun 2003-2004 investor tidak melakukan kesalahan seperti pada tahun 2005-2006, sehingga timbulnya anomali akrual pada penelitian ini masih dianggap karena pengaruh faktor lain. Toha (2011) juga mengatakan bahwa dalam penelitian yang dilakukan

oleh Pincus *et al.* (2005) menyebutkan bahwa anomali akrual lebih banyak terdapat pada negara *common law* dibandingkan dengan negara berbasis *code law*, sehingga Beliau berkata bahwa pencatatan akrual pada negara *common law* lebih rentan terhadap subjektivitas manajemen sehingga lebih besar kemungkinan untuk melakukan manajemen laba yang berdampak pada lebih rendahnya persistensi laba. Dalam hal ini, Amerika adalah negara *common law* sedangkan Indonesia merupakan negara *code law*. Penelitian Ratmono dan Cahyonowati (2005) menggunakan *Mishkin Test* untuk menguji penilaian pasar terhadap persistensi komponen laba. Hasilnya 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.

Menurut penelitian Zhang (2007), besarnya anomali akrual secara monoton bertambah seiring dengan informasi investasi di dalam akrual tersebut, yang pengukurannya adalah pertumbuhan perusahaan tersebut. Untuk mendukung pertumbuhan perusahaan, investasi pada modal kerja harus berkaitan dengan pertumbuhan yang berkaitan dengan aktifitas bisnis, seperti merekrut pegawai baru, menerbitkan surat hutang atau modal saham yang baru, dan investasi pada aset tetap yang mendukung pertumbuhan perusahaan. Dalam hasil penelitiannya yang terdapat pada Tabel 2.1, ditemukan bahwa akrual memiliki pengaruh positif dan signifikan dengan *employee growth*, investasi pada aset tetap, pendanaan luar, dan faktor pertumbuhan lainnya. Dari penelitian ini, Zhang menyimpulkan bahwa faktor ekonomi fundamental dari informasi investasi perusahaan yang terdapat dalam akrual memiliki pengaruh utama dalam anomali akrual.

Konsep mengenai hubungan signifikan positif antara tingkat akrual dengan pertumbuhan perusahaan berkaitan dengan penelitian oleh Francis *et al.* (2005) mengenai hubungan antara *cost of capital* dengan kualitas akrual, serta penilaian harga pasar terhadap kualitas akrual tersebut. Francis *et al.* mengukur kualitas akrual dengan dua pengukuran, yaitu akrual *innate* (yaitu akrual yang dipengaruhi oleh faktor ekonomi fundamental) dan akrual diskresioner (yaitu akrual yang dipengaruhi oleh pilihan yang bersifat manajerial). Francis *et al.* melakukan uji

regresi antara akrual *innate* dengan akrual diskresioner terhadap *cost of capital* dengan pendekatan *firm-specific asset-pricing regression* dan *three-factor asset-pricing model*. Kesimpulan dari hasil penelitiannya, menunjukkan bahwa akrual *innate* memiliki *pricing effect* terhadap *cost of capital* yang lebih besar dibandingkan dengan akrual diskresioner.

Lalu penelitian yang dilakukan oleh Mukti (2012) menghubungkan antara kualitas akrual terhadap tingkat pengungkapan sukarela. Dalam penelitiannya, beliau menggambarkan faktor-faktor yang mempengaruhi kualitas akrual dengan mekanisme penerapan *corporate governance* dan kualitas audit. Untuk *corporate governance*, pengukurannya menggunakan efektifitas komite audit, efektifitas dewan komisaris, dan struktur kepemilikan keluarga, serta untuk kualitas audit menggunakan pendekatan besaran dari audit *fee* dan pengelompokan apakah perusahaan diaudit oleh KAP *big 4* atau *non-big 4*. Berdasarkan hasil pengujian, beliau menemukan bahwa dewan komisaris sebagai salah satu instrumen penerapan *corporate governance* dan pengelompokan perusahaan terhadap KAP sebagai cerminan kualitas audit berpengaruh positif terhadap kualitas akrual yang dihasilkan perusahaan. Kent *et al.* (2008) juga meneliti mengenai hubungan antara akrual *innate*, diskresioner, dan kualitas *corporate governance* suatu perusahaan terhadap kualitas pelaporan laba perusahaan. Berdasarkan penelitiannya, didapat bahwa struktur *governance* perusahaan memiliki hubungan positif terhadap kualitas akrual *innate* dan diskresioner, dan hubungan tersebut lebih kuat kepada akrual *innate* dibandingkan dengan akrual diskresioner.

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu tentang Anomali Akrual dan Kualitas Akrual

No	Peneliti	Variabel Dependen	Variabel Independen	Hasil
1	Richard G. Sloan (1996)	Akrual	Pengukuran komponen kas, informasi arus kas, return pasar atas saham	Saham-saham perusahaan yang berakrual tinggi menghasilkan <i>return</i> saham yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang berakrual rendah

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu tentang Anomali Akruwal dan Kualitas Akruwal

No	Peneliti	Variabel Dependen	Variabel Independen	Hasil
2	Elbert Ludica Toha (2011)	<i>Abnormal return</i>	Akruwal, ukuran perusahaan, <i>book to market value</i>	Pada tahun 2003-2004 tidak terlihat indikasi adanya anomali akruwal, namun tahun 2005-2006 terlihat adanya anomali akruwal, namun dipengaruhi oleh faktor lain diluar kesalahan investor
3	Ratmono & Cahyonowati (2005)	Laba, <i>abnormal return</i>	Akruwal normal, akruwal abnormal, aliran kas	Persistensi akruwal lebih rendah dibanding persistensi kas. Investor Indonesia <i>overprice</i> kedua komponen tersebut
4	X. Frank Zhang (2007)	Akruwal	Pertumbuhan jumlah karyawan, pendanaan luar, beban modal, pertumbuhan penjualan kas	Pertumbuhan karyawan, pendanaan luar, beban modal, dan pertumbuhan penjualan kas, memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap akruwal
5	Jennifer Francis, Ryan LaFond, per Olsson, Katherine Schipper (2005)	<i>Cost of Debt</i>	Akruwal <i>innate</i> , akruwal diskresioner, <i>return to size factor-mimicking portfolio, return to book-to-market factor-mimicking portfolio</i>	Akruwal <i>innate</i> memiliki <i>pricing effect</i> yang lebih besar dibandingkan dengan akruwal diskresioner.

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu tentang Anomali AkruaI dan Kualitas AkruaI

No	Peneliti	Variabel Dependen	Variabel Independen	Hasil
6	Aloysius Harry Mukti (2012)	Kualitas akruaI	Tingkat pengungkapan sukarela, Komite audit, ukura <i>Board of Director</i> , Kualitas audit	Pengaruh <i>corporate governance</i> tidak terbukti signifikan, namun mekanisme <i>corporate governance</i> dan kualitas audit terbukti berpengaruh menurunkan tingkat pengungkapan sukarela secara tidak langsung melalui kualitas akruaI.
7	Pamela Kent, James Routledge, Jenny Stewart (2008)	AkruaI <i>innate</i> , akruaI diskresioner	Independensi direktur, independensi <i>dual CEO</i> dan <i>board chair</i> , jumlah meeting dengan dewan direksi, komisaris, dan komite audit	Struktur <i>corporate governance</i> memiliki hubungan yang positif terhadap unsur akruaI <i>innate</i> dan akruaI diskresioner. Namun hubungan ini lebih kuat terhadap akruaI <i>innate</i> dibandingkan dengan akruaI diskresioner

2.5.2 Penelitian Terdahulu Mengenai Peristiwa IPO dan Perilaku AkruaI

Penelitian terdahulu mengenai akruaI banyak yang berkaitan erat dengan praktik manajemen laba. Beberapa penelitian tersebut membuktikan bahwa manajemen laba berkaitan erat dengan akruaI diskresioner dan IPO, karena ketika perusahaan akan melakukan IPO, informasi keuangan perusahaan pada tahun sebelum IPO bersifat asimetri dan hanya diketahui oleh manajemen perusahaan saja, atau pihak-pihak yang memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan tersebut. Karena informasi bersifat asimetri, menurut Kusumawardhani (2009), perusahaan cenderung akan melakukan manajemen laba dengan menggunakan akruaI diskresioner untuk membuat laporan keuangannya terlihat baik dimata investor. Sebagian besar dari penelitian sebelumnya mengungkapkan perilaku manajemen laba dengan menggunakan pengukuran akruaI, terutama pengukuran

akrual diskresioner dan non-diskresioner, sehingga penelitian tersebut juga memiliki kaitannya dengan pengukuran kualitas akrual.

Dibalik kegiatan IPO, kebanyakan perusahaan melakukan IPO dengan tujuan untuk memperoleh modal yang lebih besar untuk membantunya memperluas usaha. Zingales (1995) mengatakan bahwa dengan *going public*, pengusaha akan membantu memfasilitasi akuisisi perusahaannya dengan harga yang lebih tinggi ketimbang dengan penjualan secara *outright*. Namun kenyataannya *actual return* yang dihasilkan setelah *go public* tidak sesuai dengan ekspektasi para investor. Hal ini dikarenakan adanya indikasi manajemen laba ketika perusahaan akan melakukan IPO, diindikasikan dengan pengukuran akrual diskresioner.

Penelitian Teoh *et al.* (1998) menunjukkan bahwa perusahaan yang menerbitkan saham dengan tingkat akrual diskresioner yang tidak wajar saat IPO akan mengalami performa *return* saham yang buruk setelahnya. Mereka beranggapan bahwa *mispricing* atas manajemen laba disebabkan oleh kegagalan investor mendiskontokan manajemen laba dalam membentuk ekspektasi atas arus kas masa depan. Mereka percaya bahwa investor memproses informasinya secara bias sehingga menuntun mereka melakukan *overprice* IPO yang dimana mengakibatkan laba mereka naik. Dan terlebih lagi, terbatasnya arbitrase mencegah investor dalam mengoreksi harga, dan performa saham akan tampak turun selama tiga tahun.

Hanafi (1998) dan Kusumaningtyas (2002) mendapatkan adanya *abnormal return* yang positif pada hari pertama perdagangan. Kusumaningtyas (2002) melakukan uji signifikansi sejumlah variabel seperti; tujuan penggunaan dana, jenis industri, nilai emisi, dan proporsi saham yang ditawarkan kepada publik terhadap *abnormal return* yang terjadi pada awal paska IPO. Hanafi (1998) mendapatkan adanya *abnormal return* yang positif pada hari pertama perdagangan, sementara pada waktu satu minggu dan satu bulan setelah IPO tidak ditemukan adanya *abnormal return* yang konstan. Selain itu juga, beliau tidak menemukan adanya hubungan yang signifikan antara *abnormal return* dengan variabel-variabel kapitalisasi pasar, ketidakpastian terjadinya inflasi, jenis

industri, dan peraturan pemerintah tentang pembatasan *P/E ratio*. Hermawan (2000) menemukan adanya *abnormal return* yang signifikan pada penelitian yang dilakukannya terhadap IPO periode 1995 – 1998 sebesar 8.852% pada tingkat keyakinan 99%.

Assih *et al.* (2005) meneliti keberadaan manajemen laba pada saat IPO pada perusahaan yang melakukan penawaran publik di Indonesia sepanjang periode 1994-1999. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa secara rata-rata perusahaan tersebut melakukan manajemen laba yang meningkatkan laba saat melakukan penawaran saham publik perdana. Tetapi, tingkat manajemen laba saat penawaran publik perdana tidak berbeda secara signifikan dengan manajemen laba setelah penawaran saham publik perdana.

Kusumawardhani (2009) meneliti tentang fenomena manajemen laba ketika perusahaan akan menjelang IPO. Model penelitian yang digunakan adalah model Jones modifikasi yang dikembangkan oleh Dechow *et al.* (1995), dan menggunakan pengujian *one sample t-test* dan regresi. Hasil dari penelitian beliau menunjukkan bahwa perusahaan terbukti melakukan manajemen laba pada periode menjelang terjadinya IPO dan juga manajemen laba yang dilakukan perusahaan berhubungan positif pada nilai perusahaan saat IPO.

Tabel 2.2 – Penelitian Terdahulu tentang Peristiwa IPO dan Perilaku Akrua

No	Peneliti	Variabel Dependen	Variabel Independen	Hasil
1	Siew Hong Teoh, Ivo Welch dan T. J. Wong (1998)	<i>Cummulative Abnormal Return</i>	<i>Discretionary current accrual, Non discretionary current accrual</i>	Tingkat akrua diskresioner ketika sebelum IPO lebih tinggi dibandingkan dengan setelah IPO; IPO issuer dengan tingkat akrua diskresioner yang tinggi memiliki return saham yang lebih buruk pada tiga tahun setelahnya

Tabel 2.2 – Penelitian Terdahulu tentang Peristiwa IPO dan Perilaku Akruial

No	Peneliti	Variabel Dependen	Variabel Independen	Hasil
2	Tuning Indraswani Kusumaningtyas (2002)	<i>Abnormal return</i>	Tujuan penggunaan dana, jenis industri, nilai emisi, proporsi saham yang ditawarkan kepada publik	Selama periode tahun 1998 sampai dengan tahun 2000, emisi saham perdana menghasilkan <i>initial abnormal return (underpricing)</i> sebesar 33,47% secara rata-rata dan signifikan (pada $\alpha = 1\%$) saat pertama kali diperdagangkan
3	M. Hanafi (1998)	<i>Abnormal return</i>	Kebijakan pemerintah terkait <i>Price-earning ratio</i> , jenis industri, ketidakpastian inflasi	Adanya <i>abnormal return</i> yang positif pada hari pertama perdagangan, sementara pada waktu satu minggu dan satu bulan setelah IPO tidak ditemukan adanya <i>abnormal return</i> yang konstan
4	Prihat Assih, Ambar Woro Hastuti, Parawiyati (2005)	Akruial	Δ Pendapatan penjualan bersih, Δ Piutang bersih, Aset tetap berwujud	Secara rata-rata perusahaan tersebut melakukan manajemen laba yang meningkatkan laba saat melakukan penawaran saham publik perdana
5	Niken A. Kusumawardhani (2009)	Nilai total akruial	Total aset perusahaan, perubahan penjuala bersih perusahaan, perubahan nilai piutang dagang perusahaan, PPE	Hasil dari 39 perusahaan yang IPO di Indonesia untuk periode 2000-2003, menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan melakukan manajemen laba yang meningkatkan laba melalui penggunaan komponen total akruial diskresioner pada periode satu tahun menjelang IPO.

2.6 Rerangka Penelitian

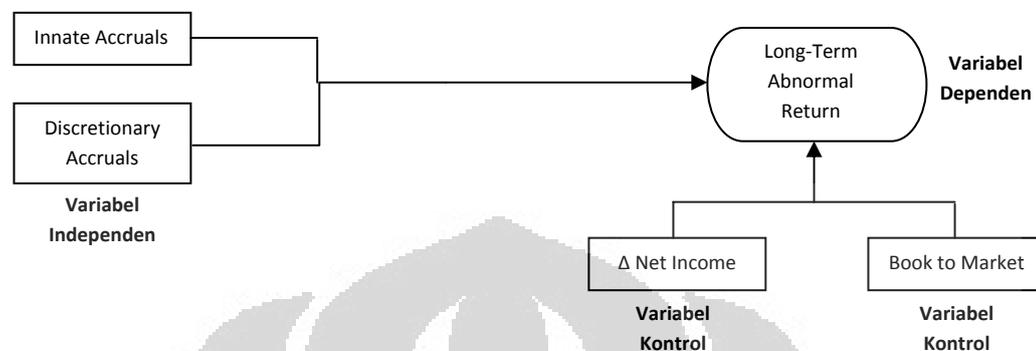
Ada dua komponen informasi yang terdapat pada pelaporan laba, yaitu komponen kas dan komponen akrual. Tingkat persistensi terhadap laba lebih besar terdapat komponen kas, karena komponen kas memiliki bukti yang konkrit dan mencerminkan situasi yang sebenarnya terjadi. Sedangkan komponen akrual memiliki persistensi yang rendah karena pencatatan akrual diperoleh atas dasar substansi ekonomi perusahaan tersebut, bukan aliran kas, sehingga nilai yang diperoleh merupakan hasil dari pengukuran estimasi oleh manajemen. Karena pengambilan keputusan pencatatan berada pada pihak manajemen, maka proses pencatatan akrual pada perusahaan sangat subjektif sehingga komponen akrual dalam laba sangat rentan terhadap praktik manajemen laba (Sloan, 1996).

Dalam penelitian Francis *et al.* (2005), komponen akrual terdiri dari dua hal: *innate* dan diskresioner. Komponen *innate* merupakan komponen yang terjadi karena model bisnis dan lingkungan operasi perusahaan, sedangkan komponen diskresioner merupakan komponen yang berasal dari pilihan manajerial. Dari kedua komponen ini akan menghasilkan resiko informasi yang berdampak pada *misleading* oleh investor terhadap penilaian saham. Peneliti berasumsi bahwa kedua komponen ini akan saling mempengaruhi *abnormal return* saham pada jangka panjang.

Apabila anomali akrual dikaitkan dengan peristiwa IPO, tentunya akan memberikan persepsi yang berbeda, karena faktor yang menentukan *abnormal return* ketika perusahaan melakukan IPO tidak sepenuhnya dipengaruhi oleh estimasi manajemen saja. Ketika perusahaan melakukan IPO, saham perusahaan akan mengalami *underpricing*, karena informasi keuangan sebelum IPO masih bersifat asimetri, sehingga banyak faktor-faktor lainnya yang mempengaruhi tingkat *abnormal return* saham tiga tahun setelah IPO. Namun, agar penelitian ini lebih terfokus, peneliti hanya menganalisa hubungan antara kualitas akrual *innate* dan diskresioner terhadap *abnormal return* jangka panjang perusahaan.

Penelitian ini ingin melihat apakah ada perbedaan tingkat kualitas akrual ketika tiga tahun sebelum IPO dan ketika tiga tahun setelah IPO, dan bagaimana

pengaruh antara akrual *innate* dan akrual diskresioner terhadap *abnormal return* saham tiga tahun setelah IPO. Penggambaran model penelitian adalah sebagai berikut:



Gambar 2.1 – Skema Model Penelitian

2.7 Hipotesis Penelitian

Menurut Scott (2009), salah satu motivasi yang dapat menjadi pemicu munculnya manajemen laba adalah motivasi untuk memanfaatkan kegiatan *initial public offering* (IPO) sebagai sebuah kondisi asimetri informasi dalam rangka mendapatkan harga saham perdana yang tinggi. Hal ini karena, berdasarkan definisinya, perusahaan yang melakukan IPO belum menetapkan harga pasarnya, sehingga para investor dan pihak lainnya mempertanyakan harga pasar dari perusahaan tersebut. Sebagai contoh, Clarkson *et al.* (1992) menemukan bukti empiris bahwa pasar memberi respon positif terhadap ramalan laba sebagai sinyal terhadap nilai perusahaan. Hal ini memicu kemungkinan terjadinya manajemen laba yang dilaporkan pada prospektus nya untuk memperoleh nilai perdana saham maksimal.

Teoh *et al.* (1998) meneliti tingkat akrual diskresioner pada saat tanggal IPO berikut dengan *return* saham yang dihasilkan selama beberapa tahun setelahnya, dengan menggunakan model Jones. Teoh *et al.* berasumsi bahwa akrual perusahaan dipengaruhi oleh unsur akrual diskresioner (berasal dari keputusan manajemen pada *timing* dari arus kas), dan unsur non-diskresioner (berasal dari kondisi bisnis perusahaan). Setelah melakukan berbagai macam

pengujian terhadap faktor lain yang mempengaruhi akrual dan pengembalian saham, didapat bahwa tingkat akrual diskresioner pada perusahaan yang akan IPO lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan IPO. Dalam penelitian Francis *et al.* (2005), mengistilahkan unsur akrual non-diskresioner tersebut sebagai unsur *innate*, yang dimana dipengaruhi oleh 5 faktor: ukuran perusahaan, standar deviasi arus kas operasi, standar deviasi penjualan, fenomena laba negatif, dan logaritma dari siklus operasi perusahaan. Dari penelitian Teoh *et al.* (1998) dan Francis *et al.* (2005) tersebut, peneliti membangun hipotesa mengenai perbandingan tingkat kualitas akrual, akrual *innate* dan diskresioner pada kondisi perusahaan belum melakukan IPO dan setelah melakukan IPO dengan melakukan uji beda atas ketiganya.

H1a : Tingkat kualitas akrual pada saat sebelum IPO lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat kualitas akrual setelah IPO

H1b : Tingkat akrual *innate* pada saat sebelum IPO lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat akrual *innate* setelah IPO

H1c : Tingkat akrual diskresioner pada saat sebelum IPO lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat akrual diskresioner setelah IPO

Setelah perusahaan melakukan IPO, peneliti berasumsi bahwa pengaruh kualitas akrual *innate* dan diskresioner tersebut akan berdampak terhadap penurunan *return* saham jangka panjang. Asumsi ini didasarkan pada penelitian Teoh *et al.* (1998) yang menemukan bahwa *return* jangka panjang saham perusahaan IPO yang memiliki tingkat akrual diskresioner yang tinggi berkorelasi negatif dengan *return* jangka panjang saham perusahaan IPO yang memiliki tingkat akrual diskresioner rendah, dan akan mengalami performa buruk terhadap *return* saham jangka panjang perusahaan. Dengan menggunakan pengukuran akrual *innate* Francis *et al.* (2005) untuk mengukur tingkat akrual non-diskresioner perusahaan, peneliti membangun hipotesa atas pengaruh negatif kualitas akrual, akrual *innate* dan diskresioner terhadap performa jangka panjang saham perusahaan setelah melakukan IPO, dan melakukan perbandingan mana diantara akrual diskresioner dan *innate* yang lebih signifikan dalam menjelaskan

pengaruh negatif terhadap performa jangka panjang saham perusahaan setelah IPO dengan melakukan uji beda.

H2a : Tingkat kualitas akrual pada saat IPO berpengaruh negatif terhadap *cummulative abnormal return* saham perusahaan tiga tahun setelah IPO

H2b : Tingkat akrual *innate* pada saat IPO berpengaruh negatif terhadap *cummulative abnormal return* saham perusahaan tiga tahun setelah IPO

H2c : Tingkat akrual diskresioner pada saat IPO berpengaruh negatif terhadap *cummulative abnormal return* saham perusahaan tiga tahun setelah IPO

H3 : Akrual diskresioner memiliki kekuatan penjelas yang lebih besar terhadap *cummulative abnormal return* saham perusahaan tiga tahun setelah IPO dibandingkan dengan akrual *innate*

BAB 3

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Metode Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data

Populasi yang akan dianalisa merupakan berbagai industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, kecuali industri keuangan. Alasan mengapa industri keuangan tidak dipilih adalah karena perlakuan akuntansi atas informasi keuangan pada industri keuangan berbeda dengan industri lainnya, dan agar penelitian ini dapat dibandingkan dengan penelitian-penelitian mengenai anomali akrual sebelumnya yang dimana juga tidak memasukkan industri keuangan pada sampel penelitian. Peneliti akan mengambil perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO dalam jarak waktu antara 2000 – 2007. Alasannya karena dalam *range* waktu tersebut peneliti dapat mengukur performa jangka panjang saham perusahaan, yaitu selama tiga tahun setelah IPO, serta agar juga sampel penelitiannya cukup mewakili populasi penelitian perusahaan di Indonesia.

Peneliti menggunakan metode *puposive sampling*, dengan memenuhi beberapa kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang diambil adalah perusahaan yang melakukan IPO pada periode antara tahun 2000 hingga tahun 2007
2. Perusahaan yang diambil bukan merupakan perusahaan yang bergerak di sektor keuangan
3. Pada laporan keuangan dan prospektus, terdapat kelengkapan data keuangan untuk melakukan pengukuran variabel dependen dan variabel independen pada model penelitian.
4. Perusahaan yang diambil terdaftar dan tidak mengalami *delisting* pada periode IPO (yakni antara tahun 2000 hingga tahun 2007) dan periode tiga tahun setelah periode IPO tersebut

5. Perusahaan yang diambil bukan merupakan jenis sampel *outlier*

Untuk pengumpulan data, penulis menggunakan data sekunder sebagai data untuk melakukan penelitian ini. Data sekunder ini terdiri dari laporan keuangan tahunan, prospektus, dan data-data lainnya yang sudah diolah dalam bentuk satuan kategori melalui fasilitas *Datastream* seperti harga *market to book value*, Indeks Harga Saham Individual, Indeks Harga Saham Gabungan, dan lainnya. Data-data ini peneliti peroleh dari Pusat Data Ekonomi dan Bisnis Perpustakaan FEUI dan Pusat Referensi Pasar Modal Bursa Efek Indonesia.

3.2 Model Penelitian

Berdasarkan hipotesis, peneliti ingin melihat apakah terdapat perbedaan kualitas akrual sebelum perusahaan melakukan IPO dan sesudah perusahaan melakukan IPO, serta apakah ada pengaruh dari kedua kualitas akrual tersebut terhadap efek jangka panjang *abnormal return* perusahaan, melalui pembentukan model penelitian. Model penelitian ini dibentuk dengan cara meregresikan fungsi dari hubungan akrual *innate* dan akrual diskresioner dengan *abnormal return* saham. Penelitian ini menggunakan model yang dikembangkan oleh Dechow dan Dichev (atau biasa disebut sebagai *DD Model*), yang mengindikasikan bahwa unsur *innate* dalam kualitas akrual dipengaruhi oleh 5 faktor, yaitu: ukuran perusahaan, standar deviasi dari arus kas, standar deviasi dari pendapatan, panjangnya siklus operasi perusahaan, dan frekuensi realisasi dari laba negatif.

3.2.1 Model Pengujian Perbedaan Kualitas Akrual Sebelum dan Sesudah IPO

1) Model Kualitas Akrual

Penelitian yang akan dilakukan yaitu menguji perbedaan kualitas akrual sebelum dan sesudah IPO, untuk mengetahui akrual mana yang lebih dominan ketika menjelang IPO dan ketika setelah IPO. Model pertama yang akan

digunakan adalah model dari Dechow dan Dichev (2002), yang dimana mengukur *total current accrual* untuk mengestimasi kualitas akrual suatu perusahaan.

Dalam model Dechow dan Dichev (2002) dijelaskan bahwa *total current accrual* dipengaruhi oleh arus kas operasi pada tahun sekarang (t_0), tahun lalu (t_{-1}) dan tahun depan (t_{+1}), yang dimana menggambarkan kemampuan akrual dalam *mapping* realisasi dari arus kas. McNichols (2002) menambahkan bahwa perubahan pada tingkat penjualan, dan PPE juga merupakan unsur yang penting dalam mengukur tingkat ekspektasi atas *current accruals*, dan efek selebihnya dari arus kas operasi. Beliau menunjukkan bahwa jika kedua variabel ini ditambahkan untuk *DD Models*, maka argumen atas hasil dari model tersebut akan lebih jelas dan mengurangi pengukuran dari error. Rumus *DD Models* ini merupakan dasar untuk mencari nilai kualitas akrual, yang bentuk persamaannya seperti berikut ini:

$$TCA_j = \beta_0 + \beta_1 CFO_{j,t-1} + \beta_2 CFO_{j,t} + \beta_3 CFO_{j,t+1} + \beta_4 \Delta REV_j + \beta_5 PPE_j + \varepsilon_j \quad (1)$$

Dimana:

TCA_j = *Total Current Accruals* dalam tahun t , untuk menggambarkan tingkat akrual saat ini

$CFO_{j,t}$ = Arus kas operasi perusahaan pada tahun t_{-1} , t , dan t_{+1}

ΔREV_j = Perubahan pada pendapatan perusahaan antara tahun t_{-1} dengan tahun t

PPE_j = Nilai kotor dari peralatan, pabrik, dan properti perusahaan pada tahun t

ε_j = Estimasi error, menggambarkan tingkat error terhadap akrual dalam memetakan realisasi arus kas

Peneliti ingin melihat perbedaan akrual ketika perusahaan belum melakukan IPO dan ketika perusahaan sudah melakukan IPO. Hal ini berdasarkan pada penelitian Friedlan (1994), yang menyatakan bahwa perusahaan yang

melakukan IPO cenderung melakukan kebijakan akuntansi yang meningkatkan laba melalui penggunaan akrual pada periode laporan keuangan terakhir menjelang IPO. Dari pengukuran regresi *total current accrual* pada model (1), peneliti dapat mengukur tingkat kualitas akrual perusahaan dengan mengukur residual dari model tersebut, dimana kualitas akrual merupakan standar deviasi selama tiga tahun dari nilai residual Model (1), sehingga persamaannya adalah sebagai berikut:

$$AQ_j = \sigma(\varepsilon_j) \quad (2)$$

2) Model Kualitas Akrual *Innate*

Peneliti ingin menganalisa lebih jauh terhadap mana diantara akrual *innate* dengan akrual diskresioner yang berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* ketika menjelang IPO dengan ketika sesudah IPO. Untuk model penelitian mengenai unsur *innate*, peneliti mereplikasi dari penelitian Francis *et al.* (2005), yang menyatakan bahwa faktor *innate* dalam akrual terdiri dari 5 jenis: ukuran perusahaan, standar deviasi dari arus kas operasi, standar deviasi dari penjualan, siklus operasi perusahaan, dan fenomena laba negatif. Maka model regresinya adalah, sebagai berikut:

$$AQ_j = \beta_0 + \beta_1 SIZE_j + \beta_2 \sigma(CFO)_j + \beta_3 \sigma(SALES)_j + \beta_4 OPERCYCLE_j + \beta_5 NEGEARN_j + \varepsilon_j \quad (3)$$

Dimana,

AQ = Kualitas akrual

SIZE = Ukuran dari suatu perusahaan

$\sigma(CFO)$ = Standar deviasi dari arus kas operasi, dihitung dari sejak dua tahun sebelum IPO hingga IPO, dan sejak IPO hingga dua tahun setelahnya

$\sigma(SALES)$ = Standar deviasi dari penjualan perusahaan, dihitung dari sejak setahun sebelum IPO

OPERCYCLE = Panjangnya siklus operasi perusahaan

NEGEARN = Frekuensi realisasi laba negatif, diukur dalam satuan waktu, dan dari sejak perusahaan itu IPO hingga tiga tahun kedepan

Hasil prediksi dari model kualitas akrual menghasilkan estimasi porsi *innate* dari kualitas akrual, yaitu sebagai berikut:

$$\text{INNATEAQ}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{SIZE}_i + \beta_2 \sigma(\text{CFO})_i + \beta_3 \sigma(\text{SALES})_i + \beta_4 \text{OPERCYCLE}_i + \beta_5 \text{NEGEARN}_i \quad (4)$$

3) Model Kualitas Akrual Diskresioner

Selanjutnya peneliti ingin menganalisa adakah perbedaan antara akrual diskresioner pada perusahaan sebelum melakukan IPO dan sesudah melakukan IPO. Francis *et al.* (2005) mengatakan bahwa nilai prediksi pada model (3) akan menghasilkan estimasi dari kualitas akrual *innate*, dan hasil residual dari estimasi tersebut akan menghasilkan estimasi dari kualitas akrual diskresioner. Berdasarkan pernyataan tersebut, maka model penelitiannya adalah sebagai berikut,

$$\text{DISCAQ}_i = \varepsilon_i \quad (5)$$

Pengujian yang akan dilakukan oleh peneliti adalah sebagai berikut:

- 1) Untuk model (1), peneliti akan memasukkan data-data dari tiap variabel dependen dan variabel independen kedalam 2 periode, yaitu periode sebelum IPO dan periode setelah IPO.
- 2) Lalu kedua periode tersebut diregresikan secara terpisah, dan dilakukan residual masing-masing untuk mendapatkan nilai kualitas akrual (AQ), seperti pada model (2)
- 3) Setelah itu, memasukkan data-data variabel independen dari model (3), dan meregresikannya dengan variabel kualitas akrual, untuk mendapatkan hasil pengukuran akrual *innate*

- 4) Dari hasil regresi model (3), terdapat unsur error dalam regresi tersebut. Error pada model ini dijadikan sebagai pengukuran untuk akrual diskresioner, seperti pada model (4)
- 5) Lalu peneliti melakukan uji beda terhadap model (4) dan (5) terhadap kondisi sebelum IPO dan setelah IPO untuk memperlihatkan mana yang lebih tinggi antara kualitas akrual *innate* dan diskresioner pada periode sebelum IPO dengan periode setelah IPO
- 6) Hasil dari pengukuran uji beda pada periode sebelum IPO dan setelah IPO dibandingkan pada level signifikan nya, dan dilakukan analisis mengenai mana yang lebih signifikan

3.2.2 Pengujian Pengaruh Kualitas Akrual, Akrual *Innate*, dan Akrual Diskresioner pada Kinerja *Abnormal Return* Jangka Panjang Perusahaan

Model ini bertujuan untuk meneliti apakah efek dari kualitas akrual, akrual *innate*, dan akrual diskresioner akan mempengaruhi *abnormal return* jangka panjang perusahaan, yaitu selama tiga tahun setelah IPO. Menurut penelitian Teoh *et al.* (1998), perusahaan yang memiliki tingkat akrual yang tinggi pada tahun IPO akan mengalami penurunan *return* saham tiga tahun setelah IPO. Atas penelitian ini, peneliti berasumsi bahwa kualitas akrual, akrual *innate*, dan akrual diskresioner juga akan berpengaruh terhadap turunnya *abnormal return* saham selama tiga tahun setelah IPO, dan peneliti ingin menganalisa, mana diantara akrual *innate* dan akrual diskresioner yang lebih signifikan dalam mempengaruhi turunnya *return* saham. Maka dari itu, peneliti membentuk model penelitiannya sebagai berikut,

$$CAR_{t+3} = \beta_0 + \beta_1 AQ_t + \beta_2 \Delta NI_t + \beta_3 BMRATIO_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

$$CAR_{t+3} = \beta_0 + \beta_1 INNATEAQ_t + \beta_2 \Delta NI_t + \beta_3 BMRATIO_t + \varepsilon_t \quad (7)$$

Dimana,

AQ_t = Kualitas AkruaI

CAR_t = *Abnormal return* kumulatif, yang kumulatif dari IPO hingga tiga tahun kedepan

$INNATEAQ_t$ = Tingkat akruaI *innate*

ΔNI_t = Pertumbuhan laba bersih pada tahun IPO

$BMRATIO_t$ = *book-to-market ratio*

Peneliti menggunakan pertumbuhan *net income* (ΔNI) sebagai variabel kontrol dikarenakan dalam penelitiannya Teoh *et al.* (1998), yang menggunakan hubungan antara *net income* sebagai variabel kontrol dengan *cummulative abnormal return*, terbukti bahwa hubungan antara *net income* dengan *cummulative abnormal return* perusahaan adalah positif dan signifikan. Untuk pengukuran *book to market ratio*, peneliti menggunakannya sebagai variabel kontrol karena dalam penelitiannya Fama dan French (1992), variabel yang mempengaruhi variasi *stock return cross sectional* adalah *Book to Market Ratio*.

Untuk pengujian selanjutnya, peneliti ingin menganalisa seberapa signifikan pengaruh akruaI diskresioner terhadap *abnormal return* saham, dan ingin membandingkannya dengan akruaI *innate* untuk menganalisa mana yang lebih kuat pengaruhnya diantara kedua unsur kualitas akruaI tersebut. Untuk itu peneliti membuat model penelitian sebagai berikut,

$$\text{CAR}_{t+3} = \beta_0 + \beta_1 \text{DISCAQ}_t + \beta_2 \Delta \text{NI}_t + \beta_3 \text{BMRATIO}_t + \varepsilon_t \quad (8)$$

Dimana,

CAR_t = *Abnormal return* kumulatif dari IPO hingga tiga tahun kedepan

DISCAQ_t = Tingkat akrual diskresioner

ΔNI_t = Pertumbuhan laba bersih pada tahun IPO

BMRATIO_t = *Book-to-Market Ratio*

Pada pengujian jangka panjang, peneliti menggunakan variabel kualitas akrual, akrual *innate* dan diskresioner yang didapat dari model (3), (4) dan (5). Pertama peneliti akan mencari nilai dari ketiga variabel tersebut selama 3 tahun setelah IPO. Setelah itu, hasilnya akan diregresikan secara *cross-section* pada *cummulative abnormal return* (CAR) seperti pada model (6), (7), dan (8) untuk melihat adanya hubungan yang signifikan antara kualitas akrual, akrual *innate*, dan akrual diskresioner pada CAR.

Lalu untuk melihat manakah diantara akrual diskresioner dan akrual *innate* yang lebih menjelaskan tentang pengaruh negatif terhadap CAR, peneliti melihatnya dari perbandingan R^2 pada hasil yang diperoleh dari pengolahan model (7) dan model (8) pada *EViews*, mana diantara kedua model tersebut yang menghasilkan R^2 yang paling besar.

3.3 Operasionalisasi Variabel

Berikut adalah penjelasan mengenai variabel yang digunakan dalam penelitian ini:

3.3.1 Variabel Dependen

3.3.1.1 *Cummulative Abnormal Return (CAR)*

Abnormal return adalah perbedaan antara *actual return* pada sekuritas terhadap *expected return*. Dalam penelitian ini, peneliti ingin menganalisa performa *abnormal return* saham selama tiga tahun kedepan untuk melihat apakah efek dari kualitas akrual ini akan terus berdampak terhadap *abnormal return* saham kedepannya atau hanya bersifat momentum. Maka dari itu pengukuran adalah sebagai berikut,

$$CAR_t = \sum_{t=0}^T (R_{it} - E(R_{it}))$$

Dimana,

CAR = *cummulative abnormal return*

$R_{it} - E(R_{it})$ = pengukuran *abnormal return*, yaitu selisih antara *actual return* saham i dengan *expected return* saham i

Dalam menghitung nilai *abnormal return* harga saham, peneliti menggunakan pendekatan *Market Model*, yang dimana pendekatan ini memerlukan tahap estimasi parameter α dan β . Tahap estimasi dilakukan dengan meregresikan data historis tingkat pengembalian saham sebagai variabel *independen* dengan tingkat pengembalian pasar sebagai variabel *dependen*.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + U_{it}$$

Dimana:

R_{it} = Return *actual* saham i pada waktu t dalam periode estimasi

R_{mt} = Return *market* pada waktu t dalam periode estimasi

α_i & β_i = parameter yang ditaksir dalam periode estimasi

Estimasi α dan β yang diperoleh dari *Ordinary Least Square (OLS)* diatas kemudian digunakan untuk memprediksi tingkat pengembalian yang diharapkan pada periode peristiwa.

Jadi *expected return* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Dimana:

$E(R_{it})$ = *expected* saham i pada waktu t dalam periode estimasi

R_{mt} = *return* pasar pada waktu t dalam periode estimasi

α_i & β_i = estimasi parameter yang diperoleh dari OLS

Untuk menghitung *return* saham digunakan indeks harga saham individual. Sedangkan untuk menghitung *return* pasar digunakan indeks harga saham gabungan. Rumus untuk mencari nilai *actual return* dan *market return* adalah sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{IHSI_t - IHSI_{t-1}}{IHSI_{t-1}} \times 100\%$$

Dimana,

R_{it} = Return *actual* saham i pada waktu t dalam periode estimasi

IHSI = Indeks harga saham individual, yang diukur dalam tahun t dan t-1

IHSG = Indeks harga saham gabungan, yang diukur dalam tahun t-1

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \times 100\%$$

Dimana,

R_{mt} = Return *market* pada waktu t dalam periode estimasi

IHSG = Indeks harga saham gabungan, yang diukur dalam tahun t dan t-1

3.3.2 Variabel Independen

3.3.2.1 Total Current Accruals

Francis *et al.* (2005) mengatakan model Dechow dan Dichev terbatas pada *current accruals*. Ketika model tersebut diterapkan terhadap total akrual, menghasilkan metrik dari kualitas akrual yang mengukur kualitas akrual, *long lag* antara *non-current accruals* dan realisasi arus kas menghalangi pengukuran ini. Atas keterbatasan ini, Francis *et al.* mengukurnya dengan *total current accrual*. *Total current accruals* merupakan pengukuran akrual secara total dari perubahan aset lancar, kewajiban lancar, kas, dan hutang jangka pendek perusahaan. Perhitungan *total current accruals* adalah sebagai berikut:

$$TCA_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta CASH_{j,t} + \Delta STDEBT_{j,t}$$

Dimana:

$\Delta CA_{j,t}$ = Perubahan nilai aset lancar pada tahun t

$\Delta CL_{j,t}$ = Perubahan nilai liabilitas lancar pada tahun t

$\Delta CASH_{j,t}$ = Perubahan nilai kas perusahaan pada tahun t

$\Delta STDEBT_{j,t}$ = Perubahan hutang jangka pendek pada tahun t

3.3.2.2 Perbedaan Kualitas Akrual

Dalam menilai suatu kualitas akrual, peneliti menggunakan *DD Model* seperti yang dijelaskan sebelumnya, yaitu meregresikan Model (1), sehingga menghasilkan nilai residualnya, dan dari nilai residual ini distandar deviasikan untuk menghasilkan nilai dari kualitas akrual. Lalu berlanjut ke Model (3) dan (4) untuk mencari nilai proporsi akrual *innate* dan akrual diskresioner dari kualitas akrual. Setelah menemukan nilai dari proporsi akrual *innate* dan akrual diskresioner, peneliti melakukan uji beda terhadap kualitas akrual, akrual *innate*, dan akrual diskresioner pada periode sebelum IPO dan periode setelah IPO dengan menggunakan uji beda *t-test*.

3.3.2.3 Perubahan Laba Bersih

Perubahan laba bersih dipilih sebagai variabel kontrol karena penulis berasumsi bahwa laba perusahaan merupakan salah satu pencerminan terhadap *abnormal return* perusahaan. Semakin positif perubahan laba bersih, semakin meningkat *abnormal return* saham perusahaan.

$$\Delta NI = \text{Net Income}_t - \text{Net Income}_{t-1}$$

3.3.2.4 Standar Deviasi dari Arus Kas Operasi

Tujuan menghitung standar deviasi dari arus kas operasi adalah untuk melihat seberapa volatil arus kas operasi yang terjadi selama beberapa tahun. Dalam penelitian Francis *et. al* (2005) menggunakan periode waktu 10 tahun terakhir, untuk melihat seberapa volatil arus kas operasi perusahaan. Namun untuk penelitian ini, penulis menggunakan periode waktu 3 tahun dari sebelum IPO hingga saat IPO.

3.3.2.5 Standar Deviasi dari Penjualan

Tujuan menghitung standar deviasi dari arus kas operasi adalah untuk melihat seberapa volatil penjualan perusahaan selama beberapa tahun. Dalam penelitian Francis *et. al* (2005), perhitungan ini menggunakan periode waktu selama 10 tahun terakhir. Namun untuk penelitian ini, penulis menggunakan periode waktu 3 tahun dari sebelum IPO hingga saat IPO, mengingat keterbatasan data keuangan pada saat sebelum IPO. Tingginya standar deviasi dari penjualan mengindikasikan tingginya ketidakpastian pada lingkungan operasi perusahaan, yang mengakibatkan tingginya estimasi dan *error* dari estimasi tersebut yang dapat menurunkan kualitas akrual.

3.3.2.6 Siklus operasi

Dalam siklus operasi, tolak ukur yang digunakan adalah logaritma dari rata-rata hari persediaan dan hari piutang. Penulis berasumsi bahwa siklus operasi memiliki hubungan dengan kualitas akrual perusahaan, karena tingginya aktifitas siklus penjualan membuat naiknya tingkat ketidakpastian yang dilakukan, sehingga menimbulkan kenaikan estimasi dan error dari estimasi tersebut, dan akhirnya menurunkan kualitas akrual. Dalam menghitung nilai siklus operasi, peneliti melakukan penjumlahan pada jumlah hari persediaan (*day's inventory outstanding*) dan jumlah hari piutang (*day's receivables outstanding*). Rumus untuk mencari jumlah hari persediaan dan jumlah hari piutang adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{Inventory Turnover} &= \frac{\text{Cost of Sales}}{\text{Inventory}} \\
 \text{Receivable Turnover} &= \frac{\text{Sales}}{\text{Account Receivables}} \\
 \text{Day's Inventory Outstanding (DIO)} &= \frac{365 \text{ hari}}{\text{Inventory Turnover}} \\
 \text{Day's Receivable Outstanding (DRO)} &= \frac{365 \text{ hari}}{\text{Receivable Turnover}} \\
 \text{Operating Cycle} &= \text{DIO} + \text{DRO}
 \end{aligned}$$

3.3.2.7 Laba Negatif

Yang dimaksud dengan laba negatif adalah fenomena dimana perusahaan melaporkan *net income before extraordinary item* bernilai negatif (NIBE<0) yang terealisasi. Hubungan antara kualitas akrual dengan laba negatif berawal dari asumsi Dechow dan Dichev (2002) yang mengatakan bahwa akrual dapat memprediksi tingkat volatilitas arus kas, sehingga volatilitas laba merupakan indikasi ketidakpastian atas arus kas dan besarnya estimasi error dalam akrual. Peneliti mengikuti penelitian Kent *et al.* (2008) yaitu menggunakan variabel

dummy untuk 0 jika tidak ada indikasi laba negatif pada periode pengukuran dan 1 jika ada indikasi laba negatif pada periode pengukuran.

3.3.2.8 *Book-to-Market Ratio*

Dari penelitian Fama dan French (1992), disimpulkan bahwa kapitalisasi pasar dan *book-to-market ratio* dapat dimasukkan kedalam model *capital asset-pricing model* (CAPM) untuk menghitung tingkat *return* dari saham. Kemudian dari tahun 1995, Fama dan French mengembangkan *Three-factor asset-pricing model* dengan menggunakan 3 faktor yaitu faktor beta, *market equity*, dan *book-to-market ratio*. Hasilnya adalah *three factor model* dapat memprediksi tingkat pengembalian yang lebih detail daripada CAPM karena ada tambahan faktor tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa pengukuran *book-to-market ratio* merupakan salah satu faktor yang signifikan dalam menjelaskan tingkat *return* perusahaan, sehingga peneliti menggunakannya sebagai variabel kontrol. Dalam penelitian Stein (1992) juga disebutkan bahwa *book-to-market ratio* memiliki hubungan negatif terhadap nilai *abnormal return*. Rumusnya adalah sebagai berikut,

$$\text{Book-to-Market Ratio} = \frac{\text{Book Value of Firm}}{\text{Market Value of Firm}}$$

Rumus ini digunakan untuk mengidentifikasi *undervalued* atau *overvalued* dari saham perusahaan. Jika hasil rasionya lebih dari 1, maka saham tersebut *undervalued*, dan jika hasil rasionya kurang dari 1, maka saham tersebut *overvalued*.

3.4 Metode Pengujian

Data yang digunakan untuk model penelitian ini adalah data *cross-section* yaitu data yang terbagi kedalam beberapa perusahaan dalam satu tahun, sehingga satu perusahaan dianggap satu sampel. Dalam menguji analisis regresi

menggunakan regresi biasa atau *generalized least square* dengan menggunakan *Eviews 6*.

3.4.1 Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian model asumsi statistik pada model penelitian ini dalam rangka memperoleh hasil regresi yang baik dan tidak bias dalam menguji hipotesis. Uji diagnostik dilakukan untuk mendiagnosa sifat-sifat dari model regresi dan memeriksa validitasnya. Untuk pengujian ini penulis memakai kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE) yang terdiri dari:

3.4.1.1 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah kondisi dimana variabel independen saling mempengaruhi satu sama lain secara signifikan. Variabel independen dalam model yang baik harusnya hanya mempengaruhi variabel independen saja. Jika variabel independen yang satu mempengaruhi variabel independen lain, maka ada kemungkinan kesalahan persamaan estimasi, dimana variabel independen seharusnya menjadi variabel dependen. Multikolinearitas terjadi akibat sifat alami data yang saling mempengaruhi seperti ukuran perusahaan dengan nilai pasarnya, yang keduanya diambil dari neraca keuangan. Konsekuensi terjadinya multikolinearitas adalah (Gujarati, 2003) :

1. Walaupun memenuhi asumsi BLUE, estimator (model) akan memiliki *variance* serta *covariance* yang besar sehingga sulit untuk membuat estimasi yang tepat;
2. Tingkat kepercayaan (*confidence interval*) akan semakin lebar. Berarti semakin besarnya kemungkinan untuk menerima H_0 ;
3. Uji t beberapa variabel independen hasilnya menjadi tidak signifikan;
4. Walaupun uji t menunjukkan hasil tidak signifikan, namun tes *goodness of fit* (R^2) dapat menunjukkan hasil yang tinggi;
5. Model dan standar error menjadi sangat sensitif terhadap perubahan kecil dari data.

Uji ini dilakukan dengan *pearson correlation matrix*, dimana korelasi antar variabel independen tidak boleh melebihi 0.8.

3.4.1.2 Uji Heteroskedastisitas

Uji asumsi ini dilakukan untuk menguji apakah dalam persamaan regresi terjadi kesamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Persamaan yang baik adalah persamaan yang tidak memiliki heteroskedastisitas. Salah satu asumsi klasik dalam setiap model adalah varians gangguan konstan untuk setiap observasi (homoskedas). Jika varians ada variabel dependen berubah-ubah seiring dengan perubahan variabel independen, maka model mengalami heteroskedastisitas.

Jika Asumsi homoskedastisitas dilanggar, model tetap linear dan tidak bias, namun tidak lagi menghasilkan varians terkecil. Dengan kata lain, model tidak efisien sehingga melanggar asumsi BLUE.

Beberapa cara untuk mendeteksi keberadaan heteroskedastisitas yaitu mengenai sifat alami data, metode grafis, *Park Test*, *Glejser Test*, *Spearman's Rank Correlation Test*, *Goldfeld-Quandt Test*, *Breusch-Pagan-Godfrey Test*, dan *White's General Heteroscedasticity Test*. Peneliti akan menggunakan *White's General Heteroscedasticity Test* yang terdapat dalam program *E-Views*.

3.4.1.3 Uji Autokorelasi

Pengujian ini menunjukkan apakah terdapat korelasi dan error antar observasi dalam satu variabel. Sebagai contoh adalah misalkan peneliti sedang mengobservasi penjualan dari perusahaan. Maka jika ada cuaca buruk di bulan pertama, jumlah penjualan di bulan pertama akan menurun. Diharapkan hal tersebut tidak berpengaruh terhadap tingkat penjualan pada bulan kedua. Dengan kata lain, jika tingkat penjualan bulan kedua menurun, peneliti harus memastikan bahwa penurunan tersebut tidak dipengaruhi oleh cuaca yang buruk pada bulan pertama (tidak terkait dengan penurunan tingkat penjualan pada bulan pertama). Autokorelasi rawan ditemukan pada data *time-series*.

Dengan demikian, autokorelasi adalah korelasi antar error observasi yang satu dengan observasi yang lainnya. Autokorelasi dapat terjadi karena beberapa hal berikut (Gujarati, 2003) :

1. Inersia. Banyak kejadian dalam ekonomi tergantung pada momentum. Jika suatu indikator ekonomi (misalkan GDP atau harga saham) bergerak naik,

maka indikator tersebut mempunyai kecenderungan untuk tetap naik pada periode masa depan sampai suatu hal terjadi sehingga tren tidak berlanjut.

2. Bias spesifikasi: *excluded variables case*. Autokorelasi jenis ini terjadi karena kegagalan peneliti memasukkan variabel yang seharusnya dimasukkan.
3. Bias spesifikasi: kesalahan bentuk model. Autokorelasi terjadi karena kesalahan model estimasi.
4. Fenomena *Cobweb*. Pola *Cobweb* adalah saat variabel pengganggu terjadi sebagai konsekuensi logis sebuah peristiwa sebelumnya, sehingga variabel tersebut tidak muncul secara acak.
5. Jeda waktu. Autokorelasi akan muncul karena variabel independen dan variabel dependen merupakan satu variabel yang sama dengan jeda waktu yang berbeda
6. “Manipulasi” data. Data yang sudah mengalami perubahan-perubahan dapat menimbulkan pola error, yang sebelumnya tidak terdapat pada data mentah.
7. Transformasi data. Jika model mengalami perubahan, maka dapat menimbulkan autokorelasi.
8. Data nonstasioner.

Jika dalam model terdapat autokorelasi, maka walaupun model tersebut linear dan *unbiased*, namun model tersebut tidak lagi efisien karena tidak menghasilkan varians terkecil.

Salah satu cara mendeteksi autokorelasi adalah menggunakan *Durbin-Watson d Statistic*. Statistik *Durbin-Watson* diperoleh dari:

$$d = \frac{\sum_{t=2}^n (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n e_t^2} = 2(1 - \rho)$$

$$\text{Dimana } \rho = \frac{\sum e_t e_{t-1}}{\sum e_t^2}$$

Nilai ρ berkisar antara -1 sampai dengan 1 ($-1 \leq \rho \leq 1$), sehingga nilai DWstat berkisar antara 0 sampai dengan 4 ($0 \leq d \leq 4$). Kemudian, nilai statistik

DW masih harus dibandingkan dengan nilai kritis d_1 dan d_0 dari tabel DW. Berikut adalah interpretasi hasil DWstat:

Adanya Autokorelasi Positif	Tidak Tahu	Tidak ada Autokorelasi	Tidak Tahu	Adanya Autokorelasi Negatif
0	d_L	d_U	2	$4-d_U$
				$4-d_L$
				4

Sumber : Kusumawardhani (2009)

Jika :

1. Nilai DWstat berada antara 0 sampai dengan d_L , maka model mengandung autokorelasi positif.
2. Nilai DWstat berada antara d_L dan d_U , maka kesimpulan tidak bisa diambil.
3. Nilai DWstat berada diantara d_U dan $4-d_U$, maka disimpulkan model tidak mengandung autokorelasi. Jika nilai DWstat = 2, maka model tidak memiliki autokorelasi sama sekali.
4. Nilai DWstat berada diantara $4-d_U$ dan $4-d_L$, maka kesimpulan tidak bisa diambil.
5. Nilai DWstat berada diantara $4-d_L$ dan 4, maka model memiliki autokorelasi negatif.

3.4.2 Pengujian Kriteria Statistik

Secara umum ada 3 kriteria statistik yang diuji dalam tiap persamaan regresi yaitu:

1. Pengujian model (Uji – F)

Pengujian ini untuk mengetahui apakah model (variabel independen) secara statistik signifikan untuk menjelaskan perubahan pada variabel dependen. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji F.

H_0 : $b_i = b_j = 0$ di mana $i \neq j$; model statistik tidak signifikan menjelaskan variasi pada variabel dependen

H_1 : $b_i \neq b_j$ di mana $i \neq j$; model statistik signifikan menjelaskan variasi pada variabel dependen

2. Pengujian koefisien regresi secara parsial (uji-t)

Pengujian ini menggunakan uji-t. Digunakan untuk mengetahui signifikansi dari suatu variabel independen secara individu (parsial) dalam menjelaskan perubahan variabel dependen jika diasumsikan variabel lainnya konstan.

$H_0: b_i = 0$; variabel i tidak signifikan menjelaskan pada variabel dependen

$H_1: b_i \neq 0$; variabel i signifikan menjelaskan pada variabel dependen

3. Pengujian *goodness of fit* (R^2)

R^2 menunjukkan berapa persen perubahan dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen atau model yang bersangkutan. Biasanya penambahan variabel independen akan mempengaruhi R^2 . Namun hal ini harus di uji dengan melihat *adjusted R²* untuk melihat kesesuaian model dalam menjelaskan variabel dependen. Semakin besar nilai R^2 maka akan semakin baik untuk model tersebut.

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini, peneliti menganalisis data-data yang diperoleh berdasarkan model dan metode yang telah dirumuskan pada bab sebelumnya. Pada bab ini akan dilakukan interpretasi atas hasil pengolahan data, yang akan membuktikan atau menolak hipotesis mengenai perbedaan kualitas akrual sebelum dan sesudah IPO dan apakah kualitas akrual setelah IPO akan mempengaruhi efek jangka panjang *abnormal return* saham perusahaan. Seperti yang dijelaskan sebelumnya bahwa sampel data didapatkan dengan metode *purposive sampling*. Metode tersebut dilakukan agar sampel yang diperoleh benar-benar memiliki kriteria yang dibutuhkan.

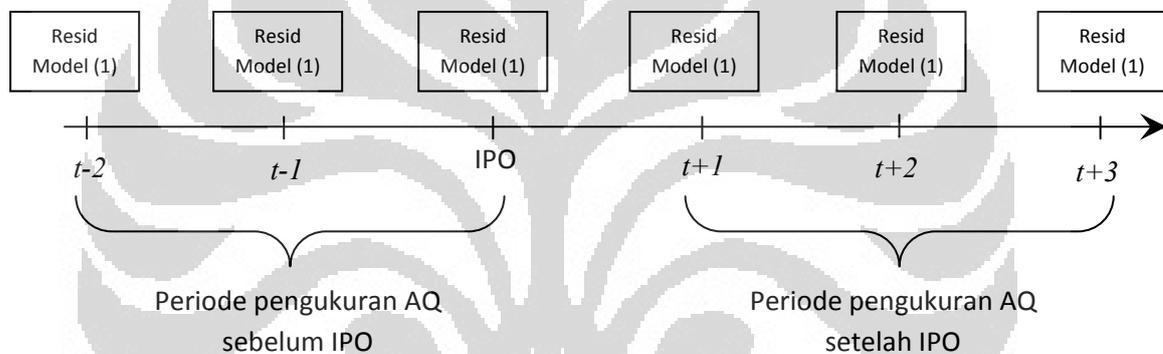
Berdasarkan data dari situs Bursa Efek Indonesia, jumlah populasi emiten BEI yang IPO ditahun antara periode 2000 – 2007 ada sebanyak 124 perusahaan. Dari jumlah tersebut, peneliti mengurangi sebanyak 28 perusahaan dikarenakan merupakan sektor keuangan. Lalu sebanyak 32 perusahaan memiliki data keuangan yang tidak lengkap dan atau kurang memadai, baik dari tiga tahun sebelum IPO (yaitu dari prospektus), tiga tahun sesudah IPO, serta tidak ada data harga sahamnya. Total awalnya dari sampel penelitian ini adalah 64 perusahaan, namun dikarenakan 14 perusahaan merupakan *outlier* yang dimana peneliti sudah melakukan *winsorize* namun masih menghasilkan *output* uji regresi yang buruk, maka peneliti mengeluarkannya dari sampel penelitian, sehingga total sampel penelitian menjadi 50 perusahaan. Daftar perusahaan yang dijadikan sampel penelitian terdapat pada Lampiran 1.

Tabel 4.1 – Jumlah Sampel yang Diteliti

Perusahaan yang IPO antara periode 2000-2007	124
Perusahaan Sektor Keuangan	-28
Perusahaan yang memiliki data keuangan yang tidak memadai	-32
Total Sampel Awal	64
<i>Outlier</i>	-14
Total Sampel Akhir	50

4.1 Mengukur Kualitas Akruar, Akruar *Innate*, dan Akruar Diskresioner

Seperti yang dijelaskan sebelumnya, hal pertama yang ingin peneliti lakukan adalah bagaimana menentukan nilai kualitas akruar (AQ) perusahaan tiga tahun sebelum IPO dan tiga tahun sesudah IPO. Peneliti menggunakan model Dechow dan Dichev (2002) untuk menentukan nilai kualitas akruar. Peneliti melakukan regresi *cross-section* yang terbagi dalam dua periode, yaitu periode tiga tahun sebelum IPO dan periode tiga tahun setelah IPO. *Cut off* periode waktu yang digunakan oleh peneliti dalam menentukan nilai residual dari model (1), mengukur kualitas akruar, akruar *innate*, dan akruar diskresioner, secara garis besar dijelaskan pada gambar dibawah ini,



Gambar 4.1 – Bagan Waktu Pengukuran Kualitas Akruar

Pada Gambar 4.1, pertama peneliti melakukan uji regresi *cross-section* pada model (1) di tiap tahunnya, yaitu dari t_2 hingga t_{+3} , lalu mencari nilai residual hasil regresi model (1) dari tiap tahun tersebut. Setelah itu, untuk mencari nilai AQ sebelum IPO, peneliti menghitung nilai standar deviasi dari nilai residual model (1) tahun t_2 hingga IPO, dan untuk nilai AQ setelah IPO, peneliti menghitung nilai standar deviasi dari nilai residual model (1) tahun t_{+1} hingga t_{+3} . Setelah menentukan nilai AQ sebelum dan sesudah IPO, selanjutnya peneliti melakukan uji regresi *cross-section* secara terpisah terhadap AQ sebelum dan sesudah IPO, dengan menggunakan model (3). Hasil dari uji regresi tersebut menghasilkan nilai *coefficient* dari tiap variabel independen model (3). Nilai ini digunakan peneliti untuk mencari nilai prediksi akruar *innate* dengan cara

memasukkan nilai *coefficient* ini kedalam nilai β pada model (3). Lalu nilai residual dari model (3) menjadi nilai akrual diskresioner.

4.2 Perbedaan Kualitas Akrual Tiga Tahun Sebelum dan Sesudah IPO

4.2.1 Statistik Deskriptif Kualitas Akrual Sebelum dan Sesudah IPO

Untuk menguji perbedaan kualitas akrual pada periode waktu sebelum IPO dan setelah IPO, peneliti menggunakan model yang dikembangkan oleh Dechow dan Dichev (2002) yaitu dengan menggunakan 5 faktor *innate* dalam akrual yang dijadikan sebagai variabel independen dari model, yaitu: ukuran perusahaan (yaitu logaritma total aset), standar deviasi dari arus kas operasi, standar deviasi dari penjualan, siklus operasi perusahaan (yaitu logaritma dari penjumlahan *day's sales receivables* dan *day's sales inventories*), dan insiden laba negatif. Peneliti mengukur standar deviasi arus kas operasi dan standar deviasi penjualan dengan skala total aset. Hasil statistika deskriptif terdapat pada tabel 4.2, dan 4.3 seperti berikut,

Tabel 4.2 – Statistik Deskriptif Model (3), Akrual *Innate*, dan Akrual Diskresioner Sebelum IPO

	AQ	SIZE	SD_CFO	SD_SALES	OPERCYCLE	NEGEARN	DISC	INNATE
Mean	0,1203	443.343.147.283	0,0846	0,2616	2,0696	0,0400	-0,0021	0,1224
Median	0,0985	373.516.679.383	0,0692	0,1599	1,9844	0,0000	-0,0117	0,1269
Maximum	0,5421	9.354.056.741.476	0,2968	1,6146	3,4423	1,0000	0,4151	0,1885
Minimum	0,0068	20.071.045.710	0,0043	0,0120	0,5035	0,0000	-0,1068	0,0162
Std. Dev.	0,1014	0,6704	0,0577	0,3210	0,5817	0,1979	0,0965	0,0325
Skewness	2,2241	0,0741	1,3970	2,2330	0,5062	4,6949	2,2902	-0,7526
Kurtosis	9,1457	2,1617	5,6607	8,3786	4,2490	23,0417	9,6361	4,1502
Jarque-Bera	119,9111	1,5098	31,0132	101,8220	5,3852	1020,4900	135,4534	7,4770
Probability	0,0000	0,4701	0,0000	0,0000	0,0677	0,0000	0,0000	0,0238
Sum	6,0167	582,3368	4,2306	13,0786	103,4809	2,0000	-0,1043	6,1210
Sum Sq. Dev.	0,5037	22,0219	0,1631	5,0477	16,5819	1,9200	0,4559	0,0518
Observations	50	50	50	50	50	50	50	50

Tabel 4.3 – Statistik Deskriptif Model (3), AkruaI *Innate*, dan AkruaI Diskresioner Setelah IPO

	AQ	SIZE	SD_CFO	SD_SALES	OPERCYCLE	NEGARN	DISCAQ	INNATEAQ
Mean	0,0918	626.469.598.108	0,0652	0,1285	2,1391	0,2800	-0,0005	0,0923
Median	0,0767	681.255.466.272	0,0454	0,0846	2,0777	0,0000	-0,0167	0,0942
Maximum	0,2541	28.392.916.157.777	0,2191	0,5892	3,5094	1,0000	0,1484	0,1252
Minimum	0,0040	12.879.529.554	0,0037	0,0022	1,1713	0,0000	-0,0960	0,0459
Std. Dev.	0,0607	0,7640	0,0548	0,1217	0,5439	0,4536	0,0582	0,0180
Skewness	0,9915	0,0518	1,0967	1,6523	0,9037	0,9800	0,8885	-0,6350
Kurtosis	3,2961	2,3930	3,5274	6,0037	3,6380	1,9603	3,0425	3,2512
Jarque-Bera	8,3756	0,7900	10,6032	41,5468	7,6535	10,2546	6,5819	3,4916
Probability	0,0152	0,6737	0,0050	0,0000	0,0218	0,0059	0,0372	0,1745
Sum	4,5884	589,8451	3,2604	6,4269	106,9573	14,0000	-0,0265	4,6149
Sum Sq. Dev.	0,1807	28,5989	0,1473	0,7255	14,4931	10,0800	0,1657	0,0159
Observations	50	50	50	50	50	50	50	50

Tabel 4.2 merangkum statistik deskriptif untuk setiap variabel yang digunakan di dalam model penelitian kualitas akruaI tiga tahun sebelum IPO. Penelitian ini menggunakan data 50 perusahaan dengan satu periode yaitu tiga tahun sebelum IPO. Serta tabel 4.3, merangkum statistik deskriptif untuk setiap variabel yang digunakan dalam model penelitian kualitas akruaI tiga tahun setelah IPO. Terlihat dari kedua tabel tersebut, nilai *Jarque-Bera* berada diatas nilai α , baik itu nilainya 1%, 5%, maupun 10%. Artinya data-data pada model (3) telah terdistribusi secara normal dari tingkat α 1%, 5%, maupun 10%.

Nilai *mean* dari AQ sebelum IPO (dalam satuan standar deviasi dari residual) sebesar 12%, lebih tinggi dibandingkan dengan *mean* AQ setelah IPO yang sebesar 9,2%. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat risiko pada kualitas akruaI sebelum IPO lebih tinggi dibandingkan tingkat resiko kualitas akruaI setelah IPO, sehingga dapat disimpulkan bahwa kualitas akruaI pada periode tiga tahun sebelum IPO lebih buruk dibandingkan dengan tiga tahun setelah IPO. Hal ini juga diperkuat dengan nilai *median* dan *maximum* dari AQ sebelum IPO (9,9% dan 54,21%) lebih tinggi dibandingkan dengan nilai *median* dan *maximum* dari AQ setelah IPO (7,7% dan 25,41%).

SIZE menunjukkan perbedaan nilai *mean* yang lebih rendah pada saat sebelum IPO dibandingkan dengan sesudah IPO, dengan nilai rata-rata Rp

443.343.147.283 dan Rp 626.469.598.108. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung meningkatkan nilai aset nya setelah IPO akibat dari banyaknya modal yang masuk ke perusahaan setelah penawaran umum saham perdananya. SD_CFO dan SD_SALES menunjukkan sedikit penurunan nilai *mean* dari sebelum IPO (8,46% dan 26,15%) hingga setelah IPO (6,52% dan 12,85%). Hal ini menunjukkan bahwa tingkat volatilitas arus kas operasi dan penjualan pada tiga tahun sebelum IPO lebih besar dibandingkan dengan tiga tahun setelah IPO. Hal ini mungkin dikarenakan masih adanya kegiatan manajemen laba sebelum IPO atau mungkin operasional perusahaan yang cenderung tidak stabil. OPERCYCLE dan NEGEARN menunjukkan kenaikan nilai rata-rata dari yang sebelum IPO sebesar 2,069 dan 0,04 hingga menjadi 2,139 dan 0,28 pada saat setelah IPO. Hal ini menunjukkan bahwa setelah IPO, perusahaan cenderung menggunakan asumsi-asumsi manajemen dalam meningkatkan siklus operasinya agar saham yang baru beredar nilainya bisa semakin tinggi, sehingga timbul berbagai macam asumsi-asumsi manajemen yang mengakibatkan tingginya resiko informasi. Kenaikan NEGEARN menunjukkan tingginya tingkat ketidakpastian atas arus kas dan besarnya estimasi error dalam akrual.

4.2.2 Hasil Uji Beda Kualitas Akrual, Akrual *Innate* dan Akrual Diskresioner pada Kondisi Sebelum dan Sesudah IPO

Sesuai dengan hipotesa penelitian, peneliti akan melakukan uji beda antara akrual *innate* dan akrual diskresioner untuk menentukan apakah kedua akrual tersebut akan memiliki nilai yang lebih tinggi ketika sebelum IPO dibandingkan dengan sesudah IPO. Namun sebelum melakukan uji beda, peneliti terdahulu melakukan uji regresi, yang kemudian diikuti dengan uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas.

Untuk memastikan bahwa regresi terbebas dari permasalahan terkait multikolinearitas, peneliti melakukan uji *correlation*, *cut off* yang digunakan adalah besaran koefisien diatas 0,8 Nachrowi (2006;95). Pada Lampiran 2,

terdapat *output* dari hasil uji multikolinearitas, dan menunjukkan bahwa tidak ditemukan korelasi antar variabel dengan besaran diatas 0,8, sehingga bisa dipastikan bahwa model (3) ini terbebas dari permasalahan multikolinearitas. Berikutnya adalah uji autokolerasi antara anggota observasi satu dengan observasi lainnya yang berlainan waktu, dengan cara melihat hasil dari metode *Durbin-Watson*. Metode ini dilakukan dengan cara mencari nilai kritis dL dan Du yang kemudian baru bisa diambil keputusan apakah ada permasalahan autokorelasi. Nilai *Durbin-Watson* pada model (3) sebelum IPO (terdapat pada Lampiran 3) adalah 1,906 dan setelah IPO sebesar 1,998, yang dimana berada pada daerah keragu-raguan atau daerah dimana tidak ada keputusan (1,54 – 2,45). Berdasarkan hasil dari uji autokorelasi pada Lampiran 4, terlihat bahwa tidak ada permasalahan autokorelasi pada model (3). Untuk uji heteroskedastisitas, peneliti melakukan *white heteroskedasticity test* untuk memastikan apakah ada permasalahan heteroskedastisitas pada model (3). Pada Lampiran 5, terdapat *output* dari *white heteroskedasticity test*, dan terlihat nilai *probability* pada *Obs *R-squared* berada diatas nilai α (dimana $\alpha = 5\%$), menunjukkan model (3) telah bebas dari masalah heteroskedastisitas.

Pada tahap uji regresi, peneliti melakukan pengujian signifikansi terhadap variabel dependen, yang dilihat dari probabilitas nilai F dan determinasi data. Pada Lampiran 3, probabilitas nilai F menunjukkan bahwa model (3) yang digunakan untuk meneliti kualitas akrual sebelum IPO adalah sebesar 0,4727 dan sesudah IPO sebesar 0,5472, artinya, variabel independen yang digunakan (SIZE, SD_CFO, SD_SALES, OPERCYCLE, NEGEARN), baik pada periode sebelum maupun sesudah IPO, tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependennya (AQ). Namun yang menjadi fokus utama dari penelitian ini adalah pengambilan nilai residual dari hasil regresi ini, untuk bisa mencari nilai dari INNATEAQ_t dan DISCAQ_t.

Selanjutnya peneliti menguji perbedaan kualitas akrual, akrual *innate* dan akrual diskresioner pada kondisi sebelum IPO dan setelah IPO. Untuk melakukan pengujian ini, pertama peneliti meregresikan model (3) tiga tahun sebelum dan sesudah IPO. Dari regresi tersebut, akan menghasilkan nilai *coefficient* dari tiap-

tiap variabel model penelitian. Nilai *coefficient* ini dimasukkan kedalam model (4), untuk menghasilkan nilai INNATEAQt dari tiap perusahaan. Setelah itu selisih dari nilai AQt dan nilai INNATEAQt akan menghasilkan nilai DISCAQt. Untuk melihat perbedaan kualitas akrual, akrual *innate* dengan akrual diskresioner, peneliti melakukan uji beda dengan menggunakan *t-test* terhadap akrual *innate* sebelum dan sesudah IPO. Hasil dari pengujian *t-test* kualitas akrual dan akrual *innate* terdapat pada Tabel 4.4 dan 4.5 sebagai berikut,

Tabel 4.4 – Hasil Uji Beda Kualitas Akrual Sebelum dan Sesudah IPO

Method	df	Value	Probability
t-test	98	1,709174	0,0906
Anova F-statistic	(1, 98)	2,921277	0,0906

Category Statistics

IPO	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean
0	50	0,120334	0,101387	0,014338
1	50	0,091767	0,060731	0,008589
All	100	0,106051	0,084376	0,008438

Tabel 4.5 – Hasil Uji Beda Akrual *Innate* Sebelum dan Sesudah IPO

Method	df	Value	Probability
t-test	98	5.731342	0.0000
Anova F-test	(1, 98)	32.84828	0.0000

Category Statistics

IPO	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean
0	50	0.122419	0.032518	0.004599
1	50	0.092298	0.017989	0.002544
All	100	0.107359	0.030210	0.003021

Pada tabel diatas, untuk membedakan periode tiga tahun sebelum IPO dengan tiga tahun sesudah IPO, peneliti menandakannya dengan menggunakan variabel *dummy* 0 untuk tiga tahun sebelum IPO dan variabel *dummy* 1 untuk tiga tahun sesudah IPO. Untuk kualitas akrual, dari hasil uji beda, menunjukkan bahwa nilai *probability* 0,0906, artinya kualitas akrual tiga tahun sebelum IPO dengan tiga tahun sesudah IPO memiliki perbedaan yang signifikan pada level $\alpha = 10\%$. Pada akrual *innate* menunjukkan bahwa nilai *probability* 0,0000, artinya akrual *innate* tiga tahun sebelum IPO dengan tiga tahun sesudah IPO memiliki perbedaan yang signifikan. Dilihat dari nilai rata-rata, terlihat bahwa akrual *innate* sebelum IPO lebih besar (yaitu sebesar 0,1224) daripada akrual *innate* setelah IPO (yaitu sebesar 0,0922), artinya komponen akrual perusahaan yang dipengaruhi oleh model bisnisnya cenderung lebih tinggi pada periode tiga tahun sebelum IPO dibandingkan dengan tiga tahun setelah IPO. Berdasarkan hasil dari uji beda ini, maka peneliti **tidak menolak hipotesa H1a dan tidak menolak hipotesa H1b**, yaitu tingkat kualitas akrual dan tingkat akrual *innate* pada saat sebelum IPO lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat akrual *innate* setelah IPO.

Selanjutnya peneliti melakukan uji beda *t-test* terhadap akrual diskresioner pada periode sebelum dan sesudah IPO. Cara yang digunakan sama dengan cara melakukan *t-test* terhadap akrual *innate*. Hasil dari pengujian ini terdapat pada Tabel 4.6 sebagai berikut,

Tabel 4.6 – Hasil Uji Beda Akrual Diskresioner Sebelum dan Sesudah IPO

Method	df	Value	Probability
t-test	98	-0.097589	0.9225
Anova F-test	(1, 98)	0.009524	0.9225

Category Statistics

IPO	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean
0	50	-0.002085	0.096460	0.013642
1	50	-0.000531	0.058152	0.008224
All	100	-0.001308	0.079244	0.007924

Sedangkan untuk uji beda akrual diskresioner tiga tahun sebelum dan sesudah IPO, berdasarkan pada tabel 4.6, menunjukkan level *probability* adalah 0,9225. Artinya, akrual diskresioner tiga tahun sebelum IPO dan tiga tahun setelah IPO tidak menghasilkan perbedaan yang signifikan, baik pada tingkat α 1%, 5%, maupun 10%. Dapat disimpulkan akrual diskresioner tiga tahun sebelum dengan tiga tahun sesudah IPO memiliki tingkat yang sama. Hal ini terlihat juga dari nilai rata-ratanya ketika sebelum dan sesudah IPO (sebesar -0,002085 dan -0,000531) yang menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan pada akrual diskresioner sebelum dengan sesudah IPO. Berdasarkan analisis ini, peneliti **menolak hipotesa H1c**, yaitu tidak adanya perbedaan tingkat akrual diskresioner pada saat sebelum dan sesudah IPO. Kesimpulan dari hasil uji beda akrual *innate* dan akrual diskresioner ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Teoh *et. al.* (1998), yang mengatakan bahwa akrual diskresioner sebelum IPO lebih tinggi dibandingkan dengan akrual diskresioner setelah IPO. Dalam penelitian ini, yang tampak perbedaannya justru pada akrual *innate* dibandingkan dengan akrual diskresioner. Namun, kesimpulan hasil dari uji beda ini sesuai dengan hasil dari penelitiannya Assih *et al.* (2005) yang mengatakan bahwa tingkat manajemen laba saat penawaran publik perdana tidak berbeda secara signifikan dengan manajemen laba setelah penawaran saham publik perdana. Jika disandingkan hasil uji beda ini dengan hasil statistik deskriptifnya, peneliti berkesimpulan bahwa secara rata-rata perusahaan yang IPO di Indonesia memiliki tingkat kualitas akrual yang lebih buruk pada periode tiga tahun sebelum IPO dibandingkan tiga tahun setelah IPO, yang didominasi oleh akrual *innate*, dengan indikasi paling dominan dari tingginya tingkat volatilitas arus kas operasi dan volatilitas penjualan pada saat tiga tahun sebelum IPO.

4.3 Pengaruh Kualitas Akrual Terhadap Kinerja *Abnormal Return* Jangka Panjang Saham Perusahaan

Pengujian selanjutnya adalah menguji apakah kualitas akrual *innate* dan diskresioner memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *long-term abnormal return* perusahaan. Dalam melakukan pengujian ini, peneliti mencari nilai

cummulative abnormal return (CAR) saham perusahaan selama tiga tahun setelah IPO dengan menggunakan *Market Model*, yang selanjutnya diregresikan dengan menggunakan model (6), (7) dan (8).

Sebelum melakukan pengujian regresi, pertama peneliti melakukan uji multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokolinearitas. Ketika melakukan pengujian multikolinearitas, terlihat bahwa nilai multikolinearitas antar variabel tidak melebihi 0,8, berarti antar variabel satu dengan variabel lainnya tidak saling berhubungan secara signifikan. Lalu peneliti melakukan uji autokorelasi dengan melihat nilai *Durbin-Watson stat*. Untuk akrual *innate*, bernilai 2,0274, dan untuk akrual diskresioner bernilai 1,9312. Artinya model penelitian ini masih berada pada daerah keragu-raguan atau daerah dimana tidak ada keputusan (1,54 – 2,45). Selanjutnya peneliti melakukan uji heteroskedastisitas terhadap kedua model. Dilihat dari hasilnya, untuk model (6), nilai *probability* nya sebesar 0,9689, artinya model ini terbebas dari permasalahan heteroskedastisitas. Untuk model (7), nilai *probability* nya sebesar 0,12508, yang artinya model ini juga terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

4.3.1 Statistik Deskriptif Akrual *Innate*, Akrual Diskresioner, dan *Cummulative Abnormal Return*

Pada tabel 4.7 merupakan hasil statistik deskriptif dari akrual *innate*, akrual diskresioner, dan *cummulative abnormal return* (CAR).

Tabel 4.7 – Statistik Deskriptif Kualitas Akrua, Akrua *Innate*, Akrua Diskresioner, dan *Cummulative Abnormal Return*

	CAR	AQ	DISCAQ	INNATEAQ	DNI	BMR
Mean	0,211274	0,091767	-0,000531	0,092298	0,014003	-0,027483
Median	0,238688	0,076670	-0,016710	0,094228	0,010760	-0,055547
Maximum	1,580737	0,254145	0,148373	0,125173	0,079346	0,698970
Minimum	-1,027559	0,003973	-0,096041	0,045916	-0,142288	-0,459392
Std. Dev.	0,543557	0,060731	0,058152	0,017989	0,043443	0,307054
Skewness	0,249339	0,991538	0,888469	-0,634991	-1,136342	0,358898
Kurtosis	3,876661	3,296144	3,042516	3,251185	6,321081	2,357514
Jarque-Bera	2,119194	8,375605	6,581909	3,491560	33,738900	1,933371
Probability	0,346595	0,015180	0,037218	0,174509	0,000000	0,380342
Sum	10,563700	4,588365	-0,026536	4,614902	0,700143	-1,374155
Sum Sq. Dev.	14,477270	0,180724	0,165702	0,015857	0,092478	4,619838
Observations	50	50	50	50	50	50

Pada tabel diatas, menunjukkan bahwa nilai *cummulative abnormal return* setelah 3 tahun IPO adalah sebesar 0,2113 atau 21,13%, yang artinya bahwa nilai *actual return* saham-saham perusahaan pada tiga tahun setelah IPO bernilai lebih tinggi dibandingkan nilai *return* ekspektasi oleh para analis atau investor. Hal ini menunjukkan bahwa periode tiga tahun setelah IPO, secara rata-rata perusahaan di Indonesia menunjukkan performa terbaik mereka sehingga meningkatkan nilai *return* sahamnya. Performa ini mungkin bisa dari dalam manajemen ataupun dari luar manajemen, namun yang menjadi pertanyaan, apakah *return* saham ini dipengaruhi oleh akrua diskresioner dan atau akrua *innate*? Berdasarkan perbandingan nilai rata-rata DISCAQ dengan INNATEAQ, yaitu sebesar -0,0005 dan 0,0923, menunjukkan bahwa akrua *innate* lebih besar dibandingkan dengan akrua diskresioner. Artinya secara rata-rata perusahaan di Indonesia akrua yang mempengaruhi *cummulative abnormal return* (CAR) saham perusahaan lebih didominasi oleh akrua yang dipengaruhi model bisnis dan lingkungan operasi perusahaan.

Lalu dari nilai rata-rata DNI (*Delta Net Income*) yang sebesar 2,46%, menunjukkan bahwa secara rata-rata perubahan nilai *net income* perusahaan Indonesia selama tiga tahun setelah IPO cenderung naik. Hal ini dikarenakan setelah IPO, perusahaan di Indonesia menggunakan modal yang didapat dari hasil penjualan saham perdananya untuk meningkatkan performa perusahaan, seperti mengubah model bisnisnya, membeli aset, dan lainnya, sehingga tiga tahun setelah IPO mengalami pertumbuhan pada *net income*. Namun untuk nilai BMR (*Book-to-Market Ratio*), nilainya negatif sebesar -0,0275, artinya secara rata-rata nilai saham perusahaan setelah tiga tahun IPO mengalami *overvalued* negatif. Hal ini terjadi karena pasar lebih cenderung menilai saham lebih besar dari nilai bukunya.

4.3.2 Hasil Uji Regresi Pengaruh Kualitas Akruwal, Akruwal *Innate* dan Akruwal Diskresioner Terhadap *Cummulative Abnormal Return*

Peneliti melakukan uji regresi dua kali, yaitu meregresikan CAR dengan akruwal *innate*, dan meregresikan CAR dengan akruwal diskresioner, disertai dengan melakukan *winsorize* untuk memperbaiki *outlier*. Sebelum melakukan uji regresi, peneliti memeriksa apakah ada permasalahan multikolinearitas pada data. Berdasarkan hasil yang tertera pada Lampiran 8, tidak ada yang bernilai diatas 0,8, maka dapat dikatakan tidak ada permasalahan multikolinearitas. Untuk melihat tingkat signifikansinya, peneliti melihat dari nilai *Adjusted R²* pada hasil regresi tersebut, yang tergambar pada tabel 4.8, 4.9, dan 4.10 sebagai berikut,

Tabel 4.8 – Hasil Uji Regresi Pengaruh Kualitas AkruaI Terhadap CAR

$CAR_t = \beta_0 + \beta_1 AQ_t + \beta_2 \Delta NI_t + \beta_3 BMRATIO_t + \varepsilon_t$					
Variabel Dependen : CAR					
Variable	Prediksi	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	Tidak Ada	0,208766	0,132903	1,570815	0,1231
AQ	-	-0,729948	1,268923	-0,575250	0,5679
ΔNI	+	3,725599	1,669805	2,231158	0,0306 **
BMRATIO	-	-0,630377	0,247314	-2,548892	0,0142 **
R-squared	0,2091	Durbin-Watson stat			1,45998
Adjusted R-squared	0,15752	Prob(F-statistic)			0,01225 **
N	50				
Keterangan:					
CAR = <i>Cummulative Abnormal Return</i> ; AQ = Tingkat kualitas akruaI; ΔNI = Perubahan nilai <i>net income</i> dari tahun t dengan tahun t-1; BMRATIO = <i>Book to Market Ratio</i>					
*** Signifikan di tingkat 1%					
** Signifikan di tingkat 5%					
* Signifikan di tingkat 10%					

Tabel 4.9 – Hasil Uji Regresi Pengaruh AkruaI *Innate* Terhadap CAR

$CAR_t = \beta_0 + \beta_1 INNATEAQ_t + \beta_2 \Delta NI_t + \beta_3 BMRATIO_t + \varepsilon_t$					
Variabel Dependen : CAR					
Variable	Prediksi	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	Tidak Ada	-0,6780	0,3968	-1,7086	0,0946 *
INNATEAQ	-	8,6610	4,1359	2,0941	0,0420 **
ΔNI	+	3,5092	1,5449	2,2715	0,0281 **
BMRATIO	-	-0,2836	0,1668	-1,7005	0,0961 *
R-squared	0,317163	Durbin-Watson stat			1,948967
Adjusted R-squared	0,255087	Prob(F-statistic)			0,0018 ***
N	50				
Keterangan:					
CAR = <i>Cummulative Abnormal Return</i> ; INNATEAQ = Tingkat akruaI <i>innate</i> ; ΔNI = Perubahan nilai <i>net income</i> dari tahun t dengan tahun t-1; BMRATIO = <i>Book to Market Ratio</i>					
*** Signifikan pada level $\alpha = 1\%$					
** Signifikan pada level $\alpha = 5\%$					
* Signifikan pada level $\alpha = 10\%$					

Tabel 4.10 – Hasil Uji Regresi Pengaruh Akruar Diskresioner Terhadap CAR

$CAR_t = \beta_0 + \beta_1 DISCAQ_t + \beta_2 \Delta NI_t + \beta_3 BMRATIO_t + \varepsilon_t$					
Variabel Dependen : CAR					
Variable	Prediksi	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	Tidak Ada	0,1083	0,0890	1,2165	0,2303
DISCAQ	-	-1,5547	1,2176	-1,2769	0,2084
ΔNI	+	3,9568	1,6451	2,4052	0,0204 **
BMRATIO	-	-0,5390	0,2078	-2,5939	0,0128 **
R-squared	0,262121	Durbin-Watson stat			1,982257
Adjusted R-squared	0,195042	Prob(F-statistic)			0,008434***
N	50				
Keterangan:					
CAR = <i>Cummulative Abnormal Return</i> ; DISCAQ = Tingkat akruar diskresioner; ΔNI = Perubahan nilai <i>net income</i> dari tahun t dengan tahun t-1; BMRATIO = <i>Book to Market Ratio</i>					
*** Signifikan pada level $\alpha = 1\%$					
** Signifikan pada level $\alpha = 5\%$					
* Signifikan pada level $\alpha = 10\%$					

Dari hasil uji regresi (setelah melakukan uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi) pada tabel 4.8, terlihat bahwa kualitas akruar tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap *cummulative abnormal return*. Hal ini terlihat dari nilai *probability* sebesar 0,5679, sehingga peneliti **menolak hipotesa H2a**, yaitu tingkat kualitas akruar tidak berpengaruh terhadap *cummulative abnormal return*. Dari hasil uji regresi pada tabel 4.9 terlihat bahwa akruar *innate* menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap CAR pada tingkat keyakinan 95% ($\alpha = 5\%$). Hal ini terlihat dari nilai probabilitas pada variabel INNATEAQ sebesar 0,0420. Artinya, dengan tingkat keyakinan sebesar 95%, akruar *innate* berpengaruh positif terhadap CAR. Namun, karena akruar *innate* memiliki hubungan positif dengan CAR, maka dari hasil regresi ini, peneliti **menolak hipotesa H2b**, yaitu tingkat akruar *innate* pada saat IPO tidak berpengaruh negatif terhadap *cummulative abnormal return* saham perusahaan tiga tahun setelah IPO. Sedangkan pada tabel 4.10, terlihat bahwa akruar diskresioner tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap CAR. Hal ini terlihat dari nilai probabilitas pada variabel DISCAQ sebesar 0,2084. Dari analisis ini, peneliti **menolak hipotesa**

H2c, yaitu tingkat akrual diskresioner pada saat IPO tidak berpengaruh terhadap *cummulative abnormal return* saham perusahaan tiga tahun setelah IPO. Untuk hasil uji selengkapnya, penulis lampirkan pada Lampiran 6 dan Lampiran 7.

Analisis terakhir adalah menentukan apakah akrual diskresioner memiliki pengaruh negatif yang lebih signifikan terhadap *cummulative abnormal return* dibandingkan dengan akrual *innate*. Untuk menganalisa ini, peneliti melihatnya dari nilai *adjusted R-squared* terhadap kedua regresi, yaitu regresi akrual *innate* dan akrual diskresioner terhadap CAR. Merujuk pada tabel 4.9 dan 4.10, akrual *innate* lebih kuat menjelaskan pengaruhnya terhadap CAR dibandingkan dengan akrual diskresioner, yaitu sebesar 25,51%, dan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain. Sedangkan pada akrual diskresioner, walaupun memiliki pengaruh negatif terhadap nilai CAR, dapat menjelaskan pengaruhnya hanya sebesar 19,50%, dibawah akrual *innate*. Atas kesimpulan ini peneliti **menolak hipotesa H3**, yaitu akrual diskresioner memiliki pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap *abnormal return* saham jangka panjang perusahaan dibandingkan dengan akrual *innate*.

Kesimpulan dari hasil hipotesa H2a, H2b, H2c dan H3, bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Teoh *et. al* (1998) yang membuktikan bahwa tingkat akrual diskresioner yang tinggi berkorelasi negatif dengan *return* saham perusahaan IPO, dan akan mengalami perfoma buruk terhadap *return* jangka panjang saham tersebut. Menurut peneliti, hal ini mungkin dikarenakan perbedaan karakteristik antara pasar modal di Indonesia dengan negara *common law* seperti di Amerika. Berdasarkan penelitian Pincus *et al.* (2005), menyebutkan bahwa anomali akrual lebih banyak terdapat pada negara *common law* dibandingkan dengan negara *code law*. Faktor lain yang mungkin terjadi adalah karena investor mengabaikan laporan keuangan dalam mengambil keputusan dimana mereka tidak percaya penuh pada laporan tersebut dan lebih mempertimbangkan sisi lainnya contohnya siapa pemilik perusahaan atau bagaimana proses manajemennya, atau mungkin akrual yang dipengaruhi oleh unsur fundamental ekonomi lebih dipercaya oleh pasar dibandingkan dengan akrual yang bersifat diskresioner.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

Dalam bab ini, peneliti akan memberikan beberapa kesimpulan atas hasil dari keseluruhan penelitian ini. Penarikan kesimpulan ini bertujuan untuk memudahkan pembaca untuk memahami isi dari penelitian secara keseluruhan. Simpulan yang baik harus disertai dengan saran-saran yang diharapkan dapat membangun dan menunjang terciptanya penelitian-penelitian yang lebih baik di masa yang akan datang.

5.1 Kesimpulan

1. Terdapat perbedaan yang signifikan pada level $\alpha = 10\%$ antara kualitas akrual (AQ) pada saat tiga tahun sebelum IPO dengan kualitas akrual pada saat tiga tahun sesudah IPO, dimana secara detail adalah:
 - a) Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara akrual diskresioner tiga tahun sebelum IPO dengan tiga tahun sesudah IPO
 - b) Terdapat perbedaan yang signifikan antara akrual *innate* tiga tahun sebelum IPO dengan tiga tahun sesudah IPO, dengan nilai perbandingan rata-rata lebih besar pada saat tiga tahun sebelum IPO

Disimpulkan bahwa, secara rata-rata kualitas akrual perusahaan yang IPO di Indonesia lebih dipengaruhi oleh unsur model bisnis dan lingkungan perusahaan (*innate*) dibandingkan dengan unsur diskresi manajemen (diskresioner)

2. Secara keseluruhan, kualitas akrual tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *abnormal return* jangka panjang dari saham perusahaan, dimana secara detail adalah:

- a) AkruaI diskresioner tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *cummulative abnormal return* jangka panjang dari saham perusahaan.
- b) AkruaI *innate* berpengaruh secara positif signifikan terhadap *cummulative abnormal return* jangka panjang dari saham perusahaan, hal ini berarti akruaI yang dipengaruhi oleh model bisnis dan lingkungan operasi perusahaan memberi dampak informasi pasar yang positif kepada para investor, sehingga para investor bisa memprediksi *return* di masa depan.

Disimpulkan bahwa, akruaI *innate* perusahaan yang IPO di Indonesia memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *cummulative abnormal return* tiga tahun setelah IPO, walaupun masih banyak faktor lainnya yang mempengaruhi *return* saham perusahaan yang IPO di Indonesia.

3. Secara rata-rata, *cummulative abnormal return* dari saham perusahaan yang IPO di Indonesia lebih dapat dijelaskan oleh akruaI *innate* dibandingkan oleh akruaI diskresioner.

5.2 Implikasi

Berdasarkan dari kesimpulan, dapat dipastikan bahwa terdapat perbedaan kualitas akruaI tiga bulan sebelum dan tiga bulan sesudah IPO. Perbedaan ini lebih cenderung dipengaruhi oleh akruaI *innate* dibandingkan dengan akruaI diskresioner. Berarti para analis dan calon investor, dalam melakukan sebuah keputusan dalam berinvestasi terhadap saham perusahaan yang IPO, perlu melakukan analisa atas faktor-faktor akruaI *innate*, yaitu: ukuran perusahaan, standar deviasi dari arus kas operasi, standar deviasi dari penjualan, siklus operasi, dan insiden laba negatif, agar para analis dan investor bisa memprediksi kira-kira berapa *return* yang akan didapat jika saham tersebut diinvestasikan dalam jangka waktu yang panjang.

5.3 Keterbatasan Penelitian dan Saran

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yaitu:

1. Dari data laporan keuangan dan prospektus perusahaan yang IPO yang peneliti peroleh, beberapa saldo yang terkait dengan variabel penelitian, ada yang tidak tersaji secara lengkap, sehingga terjadi pengurangan sampel penelitian hingga tidak memenuhi jumlah variabel terbanyak dalam salah satu model penelitian ini (*rule of thumb*)
2. Karena peneliti menganalisa kualitas akrual tiga tahun sebelum IPO, maka peneliti memperpendek periode penelitiannya menjadi tiga tahun, dari yang seharusnya berdasarkan penelitian sebelumnya, yaitu selama 10 tahun. Hal ini dikarenakan beberapa prospektus hanya mencantumkan laporan keuangan paling lama tiga tahun sebelum IPO. Pendeknya periode penelitian akan mempengaruhi signifikansi dan kemampuan variabel independen dalam menjelaskan hubungannya dengan variabel dependen.
3. Karena pendeknya periode penelitian, yaitu tiga tahun sebelum IPO dan tiga tahun sesudah IPO, membuat peneliti sulit menggunakan metode regresi panel untuk menguji regresi dari model kualitas akrual, yang dimana menurut peneliti lebih tepat untuk digunakan. Sehingga dalam penelitian ini, peneliti menggunakan *cross-section*.
4. Untuk melihat perbedaan kekuatan penjelas dari *innate* dan akrual diskresioner, hanya dilihat pada angka *adjusted R-squared* tanpa pengujian statistik yang valid.

Bagi penelitian selanjutnya, peneliti memberikan beberapa saran, yaitu:

1. Agar memenuhi kriteria *rule of thumb*, jika ingin meneliti terhadap perusahaan yang IPO, sebaiknya jumlah sampel penelitian di perbanyak lagi hingga sesuai dengan jumlah variabel pada model penelitian, mungkin bisa dengan memperpanjang periode penelitian hingga dibawah tahun 2000, mengingat pula banyak informasi dalam laporan prospektus perusahaan yang IPO tidak sepenuhnya lengkap.
2. Pada penelitian berikutnya, sebaiknya menggunakan metode penelitian yang berbeda, seperti menggunakan metode *time-series* atau panel, agar analisis dari penelitian ini lebih bervariasi lagi, dan bisa membuka pandangan baru mengenai penelitian tentang kualitas akrual.
3. Karena meneliti tiga tahun sebelum IPO agak berisiko dalam ketersediaan data yang memadai, maka peneliti menyarankan untuk melakukan penelitian yang mengambil periodenya berbeda dengan penelitian ini, seperti satu tahun sebelum IPO atau mungkin meneliti terhadap aktifitas perusahaan selain dari IPO, misalkan aktifitas akuisisi, *merger*, dan lainnya.
4. Perlunya melakukan pengujian statistik yang lainnya dalam menganalisa perbedaan kekuatan penjelasan pada variabel independen, karena dengan hanya melihat nilai *adjusted R-squared* terlalu subyektif dalam menarik sebuah kesimpulan.

Investor, kreditor, dan manajemen perusahaan sebaiknya perlu memberikan perhatian lebih terhadap tingkat akrual suatu perusahaan, mengingat semakin tingginya akrual perusahaan akan berdampak pada *return* saham perusahaan, terutama dalam laporan keuangan perlu adanya perhatian pada faktot

innate seperti: ukuran perusahaan, standar deviasi arus kas operasi, standar deviasi penjualan, panjang siklus operasi perusahaan dan insiden laba negatif. Sehingga kedepannya dapat lebih meminimalisir dalam memprediksi *return* saham perusahaan.

DAFTAR REFERENSI

Assih, P., A. W. Hastuti, & Parawiyati. 2005. *Pengaruh Manajemen Laba pada Nilai dan Kinerja Perusahaan*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia, Vol. 2 No. 2, pp. 125-144

Allen, F., Faulhaber, G. R. 1989. *Signaling by Underpricing in the IPO Market*. Journal of Financial Economics 23, 303-323

Bernstein, L. 1993. *Financial Statement Analysis 5th ed*. Homewood: Irwin

Brav, A., Geczy, C., & Gompers, Paul A. 2000. *Is the Abnormal Return Following Equity Issuances Anomalous?*. Journal of Financial Economics 56, 209-249.

Biddle, Gary C., Hilary, G., & Verdi, Rodrigo S. 2009. *How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?*. Journal of Accounting and Economics 48.2-3, pp. 112-131.

Cahyanto, YA Didik., 2003. *Earnings Management pada Perusahaan Sebelum dan Setelah IPO: Penelaahan Kemungkinan Dilakukannya Window Dressing dan Rekayasa Terhadap Earning*. Tesis, Pascasarjana Program Studi Magister Akuntansi Universitas Indonesia.

Clarkson, P. M., et al. 1992. *The Voluntary Inclusion of Earnings Forecasts in IPO Prospectuses*. Contemporary Accounting Research, 8: 601-616.

Corwin, S. A., & Schultz, P., 2005. *The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition*. The Journal of Finance, 443-486.

Dechow, Patricia M., Sloan, Richard G., & Sweeney, Amy P. 1995. *Detecting Earnings Management*. The Accounting Review, Vol. 70, No. 2, pp. 193-225.

Dechow, Patricia M., & Dichev, Ilia D., 2002. *The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors*.

- Fama, Eugene F. 1970. *Multiperiod Consumption-Investment Decisions*. The American Economic Review, Volume 60, Issue 1, 163-174
- Fama, Eugene F., French, Kenneth R. 1992. *The Cross-Section of Expected Stock Returns*. The Journal of Finance. Vol XLVII, No. 2.
- Fama, Eugene F. French, Kenneth R. 1995. *Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns*. The Journal of Finance, Vol L, No. 1.
- Francis, J., La Fond, R., & Olsson, P., 2005. *The Market Pricing of Accrual Quality*. Journal of Accounting and Economics, 295-327.
- Friedlan, John M. 1994. *Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings*. Contemporary Accounting Research, Vol. 11, pp. 1-31.
- Jones, Charles P. 2007. *Investment: Principles and Concepts 10th ed*. New York: Wiley.
- Gujarati, D. N. 2003. *Basic Econometrics*. Singapore: McGraw-Hill.
- Gumanti, Tatang Ary. 2000. *Earning Management : Suatu Telaah Pustaka*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol. 2 No. 2, pp. 104-115.
- Hanafi, M. 1998. *Efisiensi Emisi Saham Baru di Bursa Efek Jakarta (1984 – 1994)*. Jurnal Kelola.
- Hermawan, Doni. 2000. *Fenomena Underpricing Pada Penawaran Umum Saham Baru (Studi Empiris pada Bursa Efek Jakarta)*. Karya Akhir Program Pasca Sarjana, Program Magister Manajemen Universitas Indonesia.
- Hughes, P. J. 1986. *Signalling by Direct Disclosure Under Asymmetric Information*. Journal of Accounting and Economics, 8:119-142.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2009. *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Kahneman, D., & Tversky, A. 1979. *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*. Econometrica 47, 263-291.

Kent, P., Routledge, J., & Stewart, J., 2008. *Innate and Discretionary Accrual Quality and Corporate Governance*. Business Paper, Bond University School of Business.

Kusumaningtyas, Tuning Indraswani. 2002. *Besaran Initial Abnormal Return dan Perilaku Saham Perdana pada Emisi Saham Perdana Periode 1998 – 2000*. Karya Akhir Program Pasca Sarjana, Program Magister Manajemen Universitas Indonesia.

Kusumawardhani, Niken A. S. 2009. *Fenomena Manajemen Laba Menjelang IPO dan Kaitannya Dengan Nilai Perusahaan Perdana Serta Kinerja Perusahaan Pasca-IPO: Studi Empiris Pada Perusahaan yang IPO di Indonesia Tahun 2000-2003*. Skripsi Program Sarjana, Program Akuntansi Universitas Indonesia.

Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R.E., 2005. *Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital*. Wharton Financial Institutions Center Working Paper Series #06-20.

Lev, B., & Nissim, D. 2005. *The Persistence of Accrual Anomaly*.

Loughran, Tim, & Ritter, Jay R. 2002. *Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on The Table in IPOs?*. Review of Financial Studies 15, 413-443.

McNichols, M., 2002. *Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors*. The Accounting Review 77 (Supplement), 61-69.

Mukti, Aloysius Harry. 2012. *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Akruial dan Dampaknya Terhadap Pengungkapan Sukarela*. Tesis Program Pasca-Sarjana, Program Akuntansi Universitas Indonesia.

Pincus, M., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. 2007. *The Accrual Anomaly: International Evidence*. The Accounting Review, Vol. 82, No. 1, pp. 169-203

Rao, Gita R. 1993. *The Relation Between Stock Returns and Earnings: A Study of Newly-Public Firms*. Working Paper, Kinder Peabody and Co., New York.

Ratmono, D., Cahyonowati. 2005. *Anomali Pasar Berbasis Earnings dan Persistensoi Abnormal AkruaI*.

Ritter, J., & Welch, I., 2002. *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*. The Journal of Finance, 1795-1828.

Restraningtyas, Anindhia. 2007. *Analysis of Accrual, Cash Flow, Net Income, Dividend and Price to Book Value Toward Companies Abnormal Return in Manufacturing Sector of Bursa Efek Jakarta (2003-2005)*. Skripsi Program Sarjana, Program Akuntansi Universitas Indonesia.

Scott, William R. 2009. *Financial Accounting Theory*. 5th ed. Ontario: Pearson Education Canada, Inc.

Sloan, Richard G. 1996. *Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?*. The Accounting Review, Vol. 71, No. 3, pp. 289-315

Soares, N., & Stark, A. W. 2009. *The Accrual Anomaly – Can Implementable Portfolio Strategies be Developed That Are Profitable Net of Transaction Cost in the UK?*. Accounting and Business Research, 321-345.

Stein, J. 1992. *Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing*. Journal of Financial Economics, Vol. 32, pp. 3-21

Stoll, Hane R., & Curley, Anthony J. 1970. *Small Business and the New Issues Market for Equities*. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 5, No. 3, pp. 309-322.

Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J., 1998. *Earnings Management and Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings*. The Journal of Finance, 1934-1974.

Toha, Elbert Ludica. 2011. *Anomali AkruaI di Indonesia (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*. Skripsi Program Sarjana, Program Akuntansi Universitas Indonesia.

Wu, Ginger Jin, Zhang, Lu, Zhang, & X. Frank. 2007. *Understanding the Accrual Anomaly*. NBER Working Paper Series No. 13525.

Zhang, X. Frank. 2007. *Accruals, Investment, and the Accrual Anomaly*. *The Accounting Review* Vol. 82, No. 5, pp. 1333 – 1363.

Zingales, Luigi. 1995. *Insider Ownership and the Decision to go Public*. *The Review of Economic Studies* 62, 425-448

LAMPIRAN 1**Daftar Perusahaan yang Dijadikan Sampel Penelitian****IPO TAHUN 2000**

No	Nama Perusahaan	Kode Saham	Sektor
1	Dharma Samudera Fishing Industries Tbk	DSFI	Pertanian
2	Asiaplast Industries Tbk	APLI	Industri Dasar dan Kimia
3	Fortune Mate Indonesia Tbk	FMII	Properti
4	Rimo Catur Lestari Tbk	RIMO	Perdagangan dan Jasa
5	Gowa Makassar Tourism Development Tbk	GMTD	Properti

IPO TAHUN 2001

No	Nama Perusahaan	Kode Saham	Sektor
1	Tempo Inti Media Tbk	TMPO	Perdagangan dan Jasa
2	Indofarma Tbk	INAF	Industri Barang Konsumsi
3	Indoexchange Dot Com (sekarang Tanah Laut Tbk)	INDX	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
4	Wahana Phonix Mandiri Tbk	WAPO	Perdagangan dan Jasa
5	Kimia Farma Tbk	KAEF	Industri Barang Konsumsi
6	Arwana Citramulia Tbk	ARNA	Industri Dasar dan Kimia
7	Lamicitra Nusantara Tbk	LAMI	Properti
8	Betonjaya Manunggal Tbk	BTON	Industri Dasar dan Kimia
9	Akbar Indo Makmur Stimec Tbk	AIMS	Perdagangan dan Jasa
10	Panorama Sentrawisata Tbk	PANR	Perdagangan dan Jasa
11	Pyridam Farma Tbk	PYFA	Industri Barang Konsumsi
12	Central Proteinaprima Tbk	CENT	Perdagangan dan Jasa

IPO TAHUN 2002

No	Nama Perusahaan	Kode Saham	Sektor
1	Fortune Indonesia Tbk	FORU	Perdagangan dan Jasa
2	Jasuindo Tiga Perkasa Tbk	JTPE	Perdagangan dan Jasa
3	Anugrah Tambak Perkasindo (sekarang ATPK Resources Tbk)	ATPK	Pertambangan
4	Sugi Samapersada (sekarang Sugih Energy Tbk)	SUGI	Perdagangan dan Jasa

IPO TAHUN 2003

No	Nama Perusahaan	Kode Saham	Sektor
1	Pelayaran Tempuran Emas Tbk	TMAS	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
2	Perusahaan Gas Negara Tbk	PGAS	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi

LAMPIRAN 1 (LANJUTAN)

IPO TAHUN 2004

No	Nama Perusahaan	Kode Saham	Sektor
1	Adhi Karya (persero) Tbk	ADHI	Properti
2	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	PJAA	Perdagangan dan Jasa
3	Mitra Adiperkasa Tbk	MAPI	Perdagangan dan Jasa

IPO TAHUN 2005

No	Nama Perusahaan	Kode Saham	Sektor
1	Multistrada Arah Sarana Tbk	MASA	Aneka Industri
2	Excelcomindo Pratama (sekarang XL Axiata Tbk)	EXCL	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi

IPO TAHUN 2006

No	Nama Perusahaan	Kode Saham	Sektor
1	Bakrie Telecom Tbk	BTEL	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
2	Malindo Feedmill Tbk	MAIN	Industri Dasar dan Kimia
3	Total Bangun Persada Tbk	TOTL	Properti
4	Indonesia Air Transport Tbk	IATA	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
5	Central Proteinaprima Tbk	CPRO	Pertanian
6	Mobile-8 Telecom (sekarang Smartfren Telecom Tbk)	FREN	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi

IPO TAHUN 2007

No	Nama Perusahaan	Kode Saham	Sektor
1	BISI International Tbk	BISI	Pertanian
2	Panorama Transportasi Tbk	WEHA	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
3	Bukit Darmo Property Tbk	BKDP	Properti
4	Sampoerna Agro Tbk Tbk	SGRO	Pertanian
5	Media Nusantara Citra Tbk	MNCN	Perdagangan dan Jasa
6	Perdana Karya Perkasa Tbk	PKPK	Pertambangan
7	Laguna Cipta Griya Tbk	LCGP	Properti
8	Perdana Gapuraprima Tbk	GPRA	Properti
9	Wijaya Karya (Persero) Tbk	WIKA	Properti
10	Ace Hardware Indonesia Tbk	ACES	Perdagangan dan Jasa
11	Sat Nusapersada Tbk	PTSN	Aneka Industri
12	Jaya Konstruksi Manggala Pratama Tbk	JKON	Properti
13	Catur Sentosa Adiprana Tbk	CSAP	Perdagangan dan Jasa
14	Alam Sutera Realty Tbk	ASRI	Properti
15	Duta Graha Indah Tbk	DGIK	Properti
16	Cowell Development Tbk	COWL	Properti

Universitas Indonesia

LAMPIRAN 2

Output Uji Multikolinearitas Model (3)

Hasil Uji Multikolinearitas pada Model (3) Sebelum IPO

	AQ	SIZE	SD_CFO	SD_SALES	OPERCYCLE	NEGEARN
AQ	1,00000	-0,10549	0,21230	-0,23839	0,10926	0,02396
SIZE	-0,10549	1,00000	-0,30323	0,09109	0,10656	0,03400
SD_CFO	0,21230	-0,30323	1,00000	-0,22391	-0,00465	0,04069
SD_SALES	-0,23839	0,09109	-0,22391	1,00000	-0,08609	-0,02122
OPERCYCLE	0,10926	0,10656	-0,00465	-0,08609	1,00000	-0,12763
NEGEARN	0,02396	0,03400	0,04069	-0,02122	-0,12763	1,00000

Hasil Uji Multikolinearitas pada Model (3) Setelah IPO

	AQ	SIZE	SD_CFO	SD_SALES	OPERCYCLE	NEGEARN
AQ	1,000000	0,087944	0,064825	-0,222615	-0,094327	-0,087950
SIZE	0,087944	1,000000	-0,093709	0,288793	-0,077311	-0,296299
SD_CFO	0,064825	-0,093709	1,000000	-0,158907	0,020089	-0,050319
SD_SALES	-0,222615	0,288793	-0,158907	1,000000	-0,027771	0,041605
OPERCYCLE	-0,094327	-0,077311	0,020089	-0,027771	1,000000	0,159817
NEGEARN	-0,087950	-0,296299	-0,050319	0,041605	0,159817	1,000000

LAMPIRAN 3

Output Uji Regresi Model (3)

Hasil Uji Regresi Model (3) Sebelum IPO

$AQ_t = \beta_0 + \beta_1 \text{SIZE}_t + \beta_2 \sigma(\text{CFO})_t + \beta_3 \sigma(\text{SALES})_t + \beta_4 \text{OPERCYCLE}_t + \beta_5 \text{NEGEARN}_t + \varepsilon_t$					
Variabel Dependen : AQ					
Variable	Prediksi	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	Tidak Ada	0,170345	0,274325	0,620959	0,537830
SIZE	-	-0,008139	0,022959	-0,354510	0,724650
STD_CFO	+	0,268496	0,270631	0,992110	0,326569
STD_SALES	+	-0,059956	0,046708	-1,283630	0,205990
OP_CYCLE	+	0,017956	0,025490	0,704450	0,484864
NEG_EARN	+	0,014698	0,074286	0,197860	0,844066
R-squared		0,095308	Durbin-Watson stat		1,906364
Adjusted R-squared		-0,007498	Prob(F-statistic)		0,472673
N		50			

Hasil Uji Regresi Model (3) Setelah IPO

$AQ_t = \beta_0 + \beta_1 \text{SIZE}_t + \beta_2 \sigma(\text{CFO})_t + \beta_3 \sigma(\text{SALES})_t + \beta_4 \text{OPERCYCLE}_t + \beta_5 \text{NEGEARN}_t + \varepsilon_t$					
Variabel Dependen : AQ					
Variable	Prediksi	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	Tidak Ada	-0,019355	0,154854	-0,124989	0,901101
SIZE	-	0,012444	0,012685	0,981041	0,331936
STD_CFO	+	0,042812	0,162401	0,263618	0,793305
STD_SALES	+	-0,131525	0,076593	-1,717202	0,092974
OP_CYCLE	+	-0,009825	0,016335	-0,601484	0,550604
NEG_EARN	+	-0,001954	0,020688	-0,094473	0,925162
R-squared		0,084519	Durbin-Watson stat		1,997996
Adjusted R-squared		-0,019513	Prob(F-statistic)		0,547227
N		50			

LAMPIRAN 4

Output Uji Autokorelasi Model (3)

Sebelum IPO

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0,033095	Probability	0,967472
Obs*R-squared	0,078673	Probability	0,961427

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 06/25/12 Time: 19:08

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,020038	0,291282	0,068791	0,945482
SIZE	-0,001626	0,024318	-0,066862	0,947009
SD_CFO	-0,004002	0,277481	-0,014422	0,988562
SD_SALES	-0,001419	0,050057	-0,028339	0,977526
OPERCYCLE	-0,000166	0,026268	-0,006333	0,994977
NEGEARN	-0,001220	0,077619	-0,015719	0,987533
RESID(-1)	0,037457	0,164847	0,227225	0,821351
RESID(-2)	-0,019622	0,165993	-0,118207	0,906467
R-squared	0,001573	Mean dependent var		0,000004
Adjusted R-squared	-0,164831	S.D. dependent var		0,096435
S.E. of regression	0,104079	Akaike info criterion		-1,541679
Sum squared resid	0,454966	Schwarz criterion		-1,235755
Log likelihood	46,541966	F-statistic		0,009456
Durbin-Watson stat	1,973364	Prob(F-statistic)		0,999999

LAMPIRAN 4 (LANJUTAN)

Output Uji Autokorelasi Model (3)

Setelah IPO

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.004904	Prob. F(2,42)	0.9951
Obs*R-squared	0.011674	Prob. Chi-Square(2)	0.9942

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 07/13/12 Time: 10:13

Sample: 1 50

Included observations: 50

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000759	0.160230	-0.004735	0.9962
SIZE	4.71E-05	0.013072	0.003600	0.9971
SD_CFO	0.006540	0.191923	0.034075	0.9730
SD_SALES	0.001729	0.080689	0.021427	0.9830
OPERCYCLE	-0.000220	0.016864	-0.013029	0.9897
NEGEARN	0.000149	0.021627	0.006912	0.9945
RESID(-1)	-0.016319	0.167607	-0.097366	0.9229
RESID(-2)	0.004841	0.177681	0.027247	0.9784
R-squared	0.000233	Mean dependent var		1.64E-17
Adjusted R-squared	-0.166394	S.D. dependent var		0.058108
S.E. of regression	0.062756	Akaike info criterion		-2.553468
Sum squared resid	0.165411	Schwarz criterion		-2.247544
Log likelihood	71.83670	Hannan-Quinn criter.		-2.436970
F-statistic	0.001401	Durbin-Watson stat		1.968126
Prob(F-statistic)	1.000000			

LAMPIRAN 5

Output Uji Heteroskedastisitas Model (3)

Sebelum IPO

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0,473722	Probability	0,883529
Obs*R-squared	4,816046	Probability	0,850040

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 06/25/12 Time: 19:15

Sample: 1 50

Included observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1,728838	1,359702	-1,271483	0,210901
SIZE	0,300795	0,233179	1,289972	0,204469
SIZE^2	-0,012827	0,010002	-1,282366	0,207096
SD_CFO	0,074428	0,216295	0,344105	0,732570
SD_CFO^2	-0,446726	0,786325	-0,568118	0,573130
SD_SALES	-0,033124	0,035247	-0,939783	0,352970
SD_SALES^2	0,014516	0,026602	0,545684	0,588314
OPERCYCLE	-0,018888	0,032987	-0,572605	0,570117
OPERCYCLE^2	0,005110	0,007273	0,702621	0,486361
NEGEARN	0,007902	0,023759	0,332584	0,741185
R-squared	0,096321	Mean dependent var		0,009114
Adjusted R-squared	-0,107007	S,D, dependent var		0,027228
S.E. of regression	0,028647	Akaike info criterion		-4,090649
Sum squared resid	0,032827	Schwarz criterion		-3,708244
Log likelihood	112,266224	F-statistic		0,473722
Durbin-Watson stat	1,973265	Prob(F-statistic)		0,883529

LAMPIRAN 5 (LANJUTAN)

Output Uji Heteroskedastisitas Model (3)

Setelah IPO

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.528408	Prob. F(5,44)	0.7535
Obs*R-squared	2.832253	Prob. Chi-Square(5)	0.7258
Scaled explained SS	2.299592	Prob. Chi-Square(5)	0.8063

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 07/13/12 Time: 10:17

Sample: 1 50

Included observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001107	0.006456	0.171450	0.8647
SIZE^2	1.31E-05	4.35E-05	0.301405	0.7645
SD_CFO^2	-0.015476	0.066166	-0.233892	0.8162
SD_SALES^2	-0.017943	0.012541	-1.430692	0.1596
OPERCYCLE^2	0.000169	0.000274	0.616437	0.5408
NEGEARN^2	0.000766	0.001684	0.454886	0.6514
R-squared	0.056645	Mean dependent var		0.003309
Adjusted R-squared	-0.050554	S.D. dependent var		0.004840
S.E. of regression	0.004961	Akaike info criterion		-7.662186
Sum squared resid	0.001083	Schwarz criterion		-7.432743
Log likelihood	197.5546	Hannan-Quinn criter.		-7.574812
F-statistic	0.528408	Durbin-Watson stat		1.687616
Prob(F-statistic)	0.753498			

LAMPIRAN 6

Output Uji Regresi Model (7) Setelah *Treatment*

Dependent Variable: CAR

Method: Least Squares

Date: 07/09/12 Time: 02:17

Sample (adjusted): 2 50

Included observations: 49 after adjustments

Convergence achieved after 8 iterations

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0,6780	0,3968	-1,7086	0,0946
INNAQ	8,6610	4,1359	2,0941	0,0420
DNI	3,5092	1,5449	2,2715	0,0281
BMR	-0,2836	0,1668	-1,7005	0,0961
AR(1)	0,2930	0,1532	1,9123	0,0624
R-squared	0,317163	Mean dependent var	0,183326	
Adjusted R-squared	0,255087	S.D. dependent var	0,511606	
S.E. of regression	0,441559	Akaike info criterion	1,299441	
Sum squared resid	8,578872	Schwarz criterion	1,492484	
Log likelihood	26,836301	Hannan-Quinn criter.	1,372681	
F-statistic	5,109263	Durbin-Watson stat	1,948967	
Prob(F-statistic)	0,001807			
Inverted AR Roots	.29			

LAMPIRAN 7

Output Uji Regresi Model (8) Setelah *Treatment*

Dependent Variable: CAR

Method: Least Squares

Date: 07/09/12 Time: 02:23

Sample (adjusted): 2 50

Included observations: 49 after adjustments

Convergence achieved after 6 iterations

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,1083	0,0890	1,2165	0,2303
DISCAQ	-1,5547	1,2176	-1,2769	0,2084
DNI	3,9568	1,6451	2,4052	0,0204
BMR	-0,5390	0,2078	-2,5939	0,0128
AR(1)	0,2311	0,1263	1,8300	0,0740
R-squared	0,262121	Mean dependent var	0,183326	
Adjusted R-squared	0,195042	S.D. dependent var	0,511606	
S.E. of regression	0,459011	Akaike info criterion	1,376964	
Sum squared resid	9,270391	Schwarz criterion	1,570007	
Log likelihood	-28,7356	Hannan-Quinn criter.	1,450204	
F-statistic	3,907603	Durbin-Watson stat	1,982257	
Prob(F-statistic)	0,008434			
Inverted AR Roots	.23			

LAMPIRAN 8**Output Uji Multikolinearitas Model (6), (7), dan (8)****Model (6)**

	BMR	AQ	DNI
BMR	1,00000	-0,34491	-0,07562
AQ	-0,34491	1,00000	0,18577
DNI	-0,07562	0,18577	1,00000

Model (7)

	BMR	INNAQ	DNI
BMR	1,00000	-0,30895	-0,07562
DNI	-0,07562	-0,00843	1,00000
INNAQ	-0,30895	1,00000	-0,00843

Model (8)

	BMR	DISCAQ	DNI
BMR	1,00000	-0,26463	-0,07562
DISCAQ	-0,26463	1,00000	0,19662
DNI	-0,07562	0,19662	1,00000