

# PERAN KECERDASAN INVESTOR DALAM PENILAIAN PASAR TERHADAP MANAJEMEN LABA

**Ryani Hanna Pertiwi**

*Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti*

**Deni Darmawati**

*Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti*

Email : deni\_darmawati@yahoo.com

## **Abstract**

*This purpose of this study is to investigate the role of investor sophistication in market valuation to earnings management. The sample of the study was the manufacturing companies listed in the Indonesia Stock Exchange. The data was collected using purposive sampling method. The number of the company was 57. The result of this study shows that: (1) earnings management has significantly positive influence to cumulative abnormal return (2) interaction variable between investor sophistication with earnings management has significantly negative influence to cumulative abnormal return, it means that the investor sophistication could reduce the error in market of valuation to analyze financial information.*

*Keywords: Earning Management, Cumulative Abnormal Return, Investor Sophistication*

## PENDAHULUAN

Perkembangan pasar modal Indonesia saat ini sangat pesat terutama setelah pemerintah melakukan berbagai regulasi di bidang keuangan terutama di pasar modal yang salah satunya ialah perusahaan (emiten) yang sahamnya dimiliki oleh publik wajib mengungkapkan informasi penting melalui laporan tahunan diantaranya laporan kepada pemegang saham, bursa efek, serta kepada masyarakat dengan tepat waktu, akurat dan dapat dimengerti serta obyektif (Boediono, 2005). Adanya pasar modal memungkinkan investor melakukan berbagai investasi di perusahaan dengan membeli efek-efek yang ditawarkan dan diperdagangkan di pasar modal, investor yang ingin menanamkan modalnya membutuhkan informasi mengenai kondisi perusahaan tersebut. Laporan keuangan sebagai media yang dapat memberikan informasi yang berguna untuk keputusan investasi dan kredit, sebagai penilai dalam prospek arus kas perusahaan, dan juga memberikan informasi mengenai sumber daya perusahaan dan perubahannya (Kieso *et al.*, 2008).

Laporan keuangan merupakan bentuk informasi yang dapat digunakan oleh investor dalam memutuskan akan berinvestasi pada suatu perusahaan. Laporan keuangan memiliki tujuan yaitu menyajikan informasi secara wajar dan sesuai dengan prinsip-prinsip akuntansi yang berlaku umum, posisi keuangan, hasil operasi, dan perubahan-perubahan lainnya dalam posisi keuangan (Belkoui, 2006). Informasi laba adalah komponen dari laporan keuangan perusahaan yang merupakan salah satu informasi tentang perusahaan yang terdaftar di pasar modal (Aisjah dan Nugraha, 2005). Informasi mengenai laba tersebut sering digunakan sebagai penilaian kinerja perusahaan yang berguna bagi investor, kreditor, dan para pemakai laporan keuangan dalam mengambil keputusan, sehingga manajemen akan berupaya untuk mengelola laba tersebut agar terlihat menarik bagi calon investor dan kreditor (Juniar *et al.*, 2007). Informasi laba yang dikeluarkan oleh perusahaan emiten di pasar modal akan membuat calon investor bereaksi atas informasi tersebut. Reaksi tersebut diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga saham atau dengan menggunakan *abnormal return* (Jogiyanto, 2003: 411).

Perhatian investor lebih menekankan pada informasi laba tanpa memperhatikan proses dari pelaporan informasi laba tersebut, sehingga hal tersebut dapat membuat manajemen sebagai pihak yang bertanggung jawab dalam mengelola laporan keuangan melakukan manajemen laba (*earnings management*) (Beattie, 1994). Adanya kelonggaran di dalam menentukan metode akuntansi yang akan digunakan oleh perusahaan didalam

menghadapi dinamika perkembangan lingkungan bisnis, seringkali disalahgunakan oleh manajemen untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*). Informasi yang disampaikan oleh perusahaan terutama berkaitan dengan informasi laba akan direaksikan oleh investor melalui pergerakan saham. Selanjutnya reaksi pasar ini dapat diukur dengan adanya *abnormal return* yang diterima oleh pelaku pasar (Kurniawati, 2006).

Informasi laba yang dikeluarkan oleh perusahaan yang melakukan *earnings management* akan direaksikan secara berbeda antara investor yang cerdas dan investor yang tidak cerdas. Investor yang cerdas akan lebih mudah dalam mendeteksi adanya manajemen laba dan juga lebih mudah dalam menguraikan informasi mengenai adanya manajemen laba (Balsam *et al.*, 2000). Kecerdasan investor (*investor sophistication*) menjadi penentu hubungan antara laba dengan *return* (Rajgopal *et al.*, 1999). Sehingga kecerdasan investor (*investor sophistication*) dapat digunakan sebagai penghubung antara manajemen laba dengan *abnormal return*. Balsam *et al.* (2000) mengatakan bahwa investor institusional (*institutional investors*) lebih cepat dalam menerima dan menganalisis informasi laba dibandingkan dengan investor individu. Shiller dan Pound (1989) dalam (Rajgopal *et al.*, 1999) juga menemukan bahwa investor institusional menghabiskan lebih banyak waktu didalam menganalisis informasi investasi.

Berdasarkan latar belakang di atas, maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh dari manajemen laba terhadap reaksi pasar (*cummulative abnormal return*) dengan mempertimbangkan kecerdasan investor (*investor sophistication*) sebagai pemoderasi. Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Joni dan Jogiyanto (2008) menyimpulkan bahwa perusahaan yang akan melakukan IPO (*Initial Public Offering*) terbukti melakukan manajemen laba sebelum dan sesudah dilakukannya IPO (*Initial Public Offering*). Manajemen laba yang tinggi menyebabkan return saham yang diprosikan dengan *cummulative abnormal return* rendah ketika mempertimbangkan faktor kecerdasan investor (*investor sophistication*) yang diprosikan dengan kepemilikan institusional. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah penelitian ini menguji hubungan manajemen laba terhadap reaksi pasar (*cummulative abnormal return*) secara umum karena pengumuman laba tidak hanya terjadi pada saat perusahaan akan melakukan IPO saja, penggunaan *cut off* 60% untuk kecerdasan investor, penelitian ini juga mengontrol variabel *size* dan *leverage* karena pasar akan memberikan reaksinya secara berbeda berkaitan dengan ukuran perusahaan dan tingkat hutang perusahaan, serta menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar selama tahun 2009 di Bursa Efek Indonesia.

## LANDASAN TEORITIS

### Manajemen Laba dan Reaksi Pasar

Investor harus mengikuti perkembangan pasar dan informasi karena pada dasarnya keberhasilan dari investasi ialah melakukan keputusan berdasarkan informasi (*making well-informed decision*), baik informasi yang tersedia dipublik maupun informasi pribadi, karena setiap informasi akan mempengaruhi reaksi di lantai bursa (*information effect*) dan berguna untuk mendapatkan portofolio yang mencerminkan preferensi individual investor tersebut dalam memperoleh tingkat pengembalian maksimum dengan kompensasi resiko tertentu (Ardi *et al.*, 2008).

Reaksi pasar merupakan bentuk respon oleh para investor di pasar modal, reaksi tersebut bisa dalam bentuk *overreaction* terhadap suatu informasi atau berita yang dapat menyebabkan pergerakan harga saham

Reaksi pasar berkaitan dengan studi peristiwa (*event study*) yaitu studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Tujuan dari studi peristiwa (*event study*) adalah untuk mengukur hubungan antara suatu peristiwa atau informasi dengan reaksi pasar apakah informasi tersebut dapat mempengaruhi perubahan harga saham atau besarnya volume perdagangan saham (Subekti, 2005). Jika pengumuman mengandung suatu informasi, diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar (Juniar *et al.*, 2007). Suatu pengumuman dapat dikatakan memiliki kandungan informasi jika memberikan *abnormal return* kepada pasar (Muid dan Nanang, 2005).

Reaksi pasar diukur dengan menggunakan *return* atau *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar (Jogiyanto, 2003). *Abnormal return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal merupakan return ekspektasi (return yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian return tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi (Jogiyanto, 2003). *Cumulative abnormal return* merupakan penjumlahan return tidak normal hari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas. *Cumulative Abnormal Returns* menunjukkan besarnya respon pasar terhadap laba akuntansi yang dipublikasikan. Kurniawati (2006) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa pengumuman

*earnings* yang dilakukan oleh perusahaan yang listing di BEI mendapatkan reaksi oleh pasar yang ditunjukkan dengan *abnormal return*.

Penelitian oleh Juniar *et al.* (2007) mengenai reaksi pasar (*cummulative abnormal return*) terhadap salah satu bentuk manajemen laba yaitu perataan laba (*income smoothing*) yang menghasilkan informasi laba yang diprosikan dengan *cummulative abnormal return* untuk perusahaan yang tidak melakukan *income smoothing* adalah lebih besar secara signifikan dibandingkan perusahaan yang melakukan *income smoothing*. Hasil penelitian yang sama dilakukan oleh Aisjah (2005) menunjukkan bahwa reaksi pasar atas pengumuman laba perusahaan yang tidak melakukan *income smoothing* adalah signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti pasar bereaksi lebih kuat untuk pengumuman laba perusahaan yang tidak melakukan perataan laba (*income smoothing*).

Penelitian diatas tidak didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Subekti (2005) yang dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan reaksi pasar terhadap perusahaan yang melakukan perataan laba dan perusahaan bukan perata laba.

### **Kepemilikan Institusional**

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi keuangan seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan *investment banking*. kepemilikan institusional memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui proses monitoring secara efektif sehingga dapat mengurangi manajemen laba. Persentase saham tertentu yang dimiliki oleh institusi dapat mempengaruhi proses penyusunan laporan keuangan yang tidak menutup kemungkinan terdapat akrualisasi sesuai kepentingan pihak manajemen. Tindakan pengawasan yang dilakukan oleh sebuah perusahaan dan pihak investor institusional dapat membatasi perilaku manajer.

Investor yang cerdas seringkali diprosikan dengan kepemilikan instutisional. Investor yang cerdas adalah investor yang memiliki akses secara lebih dalam memperoleh dan memproses informasi (Rajgopal *et al.*, 1999). Shiller dan Pound (1989) dalam (Rajgopal *et al.*, 1999) menemukan bahwa investor institusional menghabiskan lebih banyak waktu didalam melakukan analisis investasi. Sehingga banyak peneliti terdahulu menggunakan investor institusional sebagai proksi atau pengukuran dari kecerdasan investor (*investor sophistication*).

Para investor institusional mempunyai kesempatan, sumber daya dan kemampuan untuk melakukan pengawasan, menertibkan dan mempengaruhi para manajer perusahaan.

Para investor institusional akan menggunakan kekuatan-kekuatan tersebut untuk melakukan pengawasan kepada manajer. Sehingga banyak penelitian menggunakan kepemilikan institusional sebagai mekanisme yang dapat digunakan untuk melakukan monitoring terhadap perilaku manajer (Nuryaman, 2008). Kepemilikan institusional memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui proses monitoring secara efektif sehingga dapat mengurangi manajemen laba (Bangun dan Vincent, 2008).

Rajgopal *et al.* (1999) menemukan hubungan yang negatif signifikan antara manajemen laba dengan kecerdasan investor (kepemilikan institusional). Hal ini berarti bahwa semakin tinggi kecerdasan investor, maka semakin rendah tingkat manajemen laba. Balsam *et al.* (2000) dalam penelitiannya yang menguji reaksi pasar (investor cerdas dan investor tidak cerdas) terhadap manajemen laba di sekitar pelaporan keuangan kuartalan (10-Q) hasilnya menunjukkan bahwa investor yang cerdas (*sophisticated investors*) dengan menggunakan proksi kepemilikan institusional mampu mendeteksi manajemen laba lebih cepat daripada investor yang tidak cerdas (*unsophisticated investors*).

#### **Manajemen Laba, Kepemilikan Institusional dan Reaksi Pasar**

Kepemilikan institusional memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui proses monitoring secara efektif sehingga mengurangi tindakan manajemen melakukan manajemen laba (Gideon, 2005). Rajgopal *et al.* (1999) yang menguji hubungan antara kecerdasan investor menggunakan kepemilikan institusional dengan manajemen laba menggunakan data tahun 1989-1985, dimana hasil penelitian tersebut menunjukkan hubungan yang negatif signifikan antara kepemilikan institusional dengan manajemen laba.

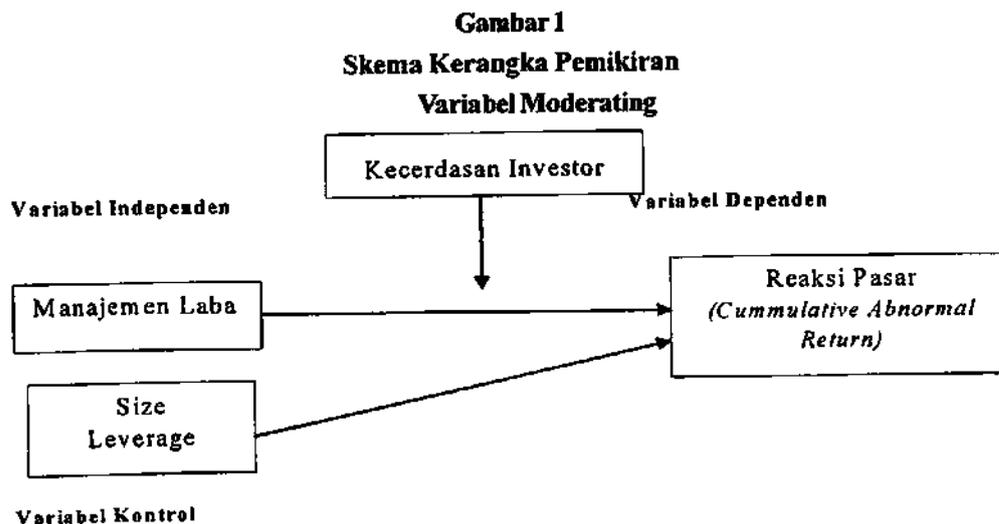
Penelitian lain dilakukan oleh Balsam *et al.* (2000) yang menguji reaksi pasar dengan menggunakan investor cerdas dan investor tidak cerdas terhadap manajemen laba disekitar pelaporan keuangan kuartalan (10-Q), dimana hasilnya menunjukkan bahwa investor yang cerdas (*sophisticated investors*) lebih cepat mendeteksi adanya manajemen laba dibandingkan dengan investor yang tidak cerdas (*unsophisticated investors*). Joni dan Jogiyanto (2008) dalam penelitiannya menguji hubungan antara manajemen laba dengan return saham pada saat perusahaan akan melakukan *IPO* dengan menggunakan kecerdasan investor sebagai pemoderasi, hasilnya menunjukkan hubungan yang negatif antara manajemen laba dengan return saham ketika mempertimbangkan kecerdasan investor.

## RERANGKA PEMIKIRAN

Manajemen laba merupakan suatu bentuk intervensi yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan terhadap pengelolaan laba. Manajemen laba ini dilakukan dengan suatu tujuan yang ingin dicapai oleh perusahaan. Praktek manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan akan direaksikan secara berbeda oleh pasar yang dilihat dari adanya *cummulative abnormal return* yang akan diterima oleh investor. *Cummulative abnormal return* merupakan jumlah return yang tidak normal atau return yang lebih (*excess return*) yang diterima oleh investor atas keputusannya dalam suatu informasi yang terjadi dipasar, dalam penelitian ini berkaitan dengan pengumuman laporan keuangan yang dikeluarkan oleh emiten.

Investor yang cerdas (*investor sophisticated*) adalah pelaku pasar (investor) yang canggih dalam menerima dan mengelola informasi yang ada kemudian dengan cepat mengambil keputusan secara tepat, sehingga dapat menikmati *excess return* yang terjadi. Investor yang cerdas (*sophisticated investors*) diharapkan akan mampu mendeteksi adanya manajemen laba lebih cepat dibandingkan dengan investor yang tidak cerdas (*unsophisticated investors*), karena investor yang cerdas (*sophisticated investors*) memiliki akses yang lebih dalam menjangkau informasi dan memiliki orang-orang yang lebih berpengalaman dalam membantunya menganalisis informasi.

Dari penjelasan di atas, maka dapat dibuat skema kerangka sebagai berikut:



## PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Dari penjelasan yang telah dibahas di atas, maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut:

Ha : Kecerdasan Investor berpengaruh negatif terhadap hubungan manajemen laba dengan *cummulative abnormal return*.

## METODE PENELITIAN

Variabel memberikan gambaran sistematis mengenai objek pengamatan dalam penelitian. Variabel dalam penelitian ini adalah variabel independen, variabel dependen, dan variabel intervening.

### 1. Variabel Bebas (*Independent Variable*)

Variabel Independen dalam penelitian ini adalah manajemen laba. Manajemen laba diukur dengan menggunakan akrual abnormal/akrual diskresioner yang dihasilkan dari model yang dikembangkan oleh Kasznik (1996). Kasznik (1996) mengembangkan model dikembangkan oleh Jones (1991) dan Dechow *et al.* (1995). Akrual abnormal/ akrual diskresioner yang dihasilkan dari model Kasznik (1999) merupakan *residual term* dari model regresi sebagai berikut:

$$TAC = \alpha + \beta_1 \Delta ADJREV + \beta_2 PPE + \beta_3 \Delta CFO + \varepsilon$$

notasi:

TAC = Total akrual

$\Delta ADJREV$  = Perubahan pendapatan yang disesuaikan dengan perubahan piutang dagang

PPE = Aktiva tetap kotor

$\Delta CFO$  = Perubahan arus kas operasi

Semua variabel dideflasikan dengan total aktiva awal periode. Total akrual adalah perbedaan antara laba sebelum item luar biasa dikurangi arus kas operasi. Kasznik (1991) menambahkan perubahan arus kas operasi sebagai variabel eksplanatori karena Dechow (1994) menemukan bahwa perubahan arus kas operasi secara negatif berkorelasi dengan total akrual.

### 2. Variabel Terikat (*Dependent Variable*)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *cummulative abnormal return*. *Abnormal Return* merupakan selisih antara return yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) dengan return yang diharapkan pasar (*expected return*). Tahapan dalam menghitung *abnormal return*:

- a) Menentukan *event window* atau periode dimana reaksi harga terhadap pengumuman nilai perusahaan pada periode bersangkutan. *Event window* yang digunakan adalah 7 hari yaitu, 3 hari sebelum hingga 3 hari setelah pengumuman laporan keuangan. penggunaan *windows* tiga hari sebelum tanggal pengumuman ditujukan untuk mengantisipasi adanya kemungkinan diketahuinya informasi oleh sebagian investor sebelum informasi diumumkan (Sandra dan Kusuma, 2004).
- b) Perhitungan reaksi pasar pada *event window* yang telah ditentukan diatas dihitung dengan cara menghitung *abnormal return*. *Abnormal Return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return ekspektasi. Berikut ini rumus untuk menghitung *abnormal return*. *Abnormal Return* dihitung dengan menggunakan market adjusted model :

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

$AR_{it}$  = *return* kejutan pada saham i pada hari t  
 $R_{it}$  = *return* saham i pada hari t  
 $R_{mt}$  = *return* pasar

*Actual Return* dihitung dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

$R_{it}$  = *return* saham i pada hari t  
 $P_{it}$  = harga penutupan saham i pada hari t  
 $P_{it-1}$  = harga penutupan saham i pada hari t-1

Sedangkan untuk menghitung *return* pasar harian, digunakan indeks harga saham gabungan (IHSG) dengan rumus sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}}$$

$R_{it}$  = *returns* pasar

$IHSG_t$  = indeks harga saham gabungan pada hari t

$IHSG_{t-1}$  = harga saham gabungan pada hari t-1

- c) Setelah diperoleh *abnormal return* setiap saham, kemudian dihitung *cummulative abnormal return* (CAR) selama event window. *Cummulative abnormal return* dihitung dengan rumus:

$$\begin{array}{c} t_2=+3 \\ CAR = ? \text{ Arit} \\ t_1=-3 \end{array}$$

AR = *abnormal return* untuk saham i pada hari t

t1 = awal perioda pengamatan (3 hari sebelum tanggal pengumuman)

t2 = akhir perioda pengamatan (3 hari setelah tanggal pengumuman)

### 3. Variabel Antara (*Moderating Variable*)

Variabel moderating adalah tipe variabel yang memperkuat atau memperlemah hubungan langsung antara variabel independen dengan variabel dependen.

- a) Kecerdasan Investor

Kecerdasan investor diukur dengan kepemilikan institusional, dimana kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan indikator persentase jumlah saham yang dimiliki oleh institusi dari seluruh modal saham yang beredar. Indikator persentase yang digunakan adalah *cut off* 60% atau lebih kepemilikan institusional yang menunjukkan bahwa investor tersebut adalah investor yang cerdas (Joni dan Jogiyanto, 2008). Variabel kepemilikan institusional ini menggunakan dummy, 1 untuk kepemilikan  $\geq$  60% dan 0 untuk kepemilikan  $<$  60%.

#### 4. Variabel Kontrol

##### a. *Leverage*

Leverage merupakan pengukur besarnya aktiva yang dibiayai dengan hutang. Semakin besar *leverage* berarti semakin besar aktiva atau pendanaan perusahaan yang diperoleh dari hutang. Semakin besar hutang maka semakin besar kemungkinan kegagalan perusahaan untuk tidak mampu membayar hutangnya, sehingga berisiko mengalami kebangkrutan. Akibatnya pasar saham akan mereaksi secara negatif yang berupa turunnya volume perdagangan saham dan harga saham yang berdampak terhadap turunnya nilai pemegang saham (Tarjo, 2008). Leverage dalam penelitian ini menggunakan proporsi utang jangka panjang terhadap total aktiva awal (Bowen *et al.*, 2002).

##### b. Ukuran Perusahaan (*Size*)

Ukuran perusahaan adalah besar kecilnya perusahaan. Ukuran perusahaan dapat dinyatakan dalam total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar. Semakin besar total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar maka semakin besar pula ukuran perusahaan tersebut. Semakin banyak penjualan maka semakin banyak perputaran uang (Sudarmadji dan Lana, 2007). Dalam penelitian ini, *size* (ukuran perusahaan) diukur dengan menggunakan log natural dari penjualan. Penggunaan nilai log penjualan dimaksudkan untuk menghindari problem data natural yang tidak berdistribusi normal (Chen, 2005) dalam Nuryaman (2008).

Populasi yang akan digunakan sebagai objek dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2009 kecuali perusahaan keuangan, real estate, property dan telekomunikasi. Sampel yang dipilih berdasarkan teknik *purposive sampling*, yaitu:

- 1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, karena jumlah populasinya lebih banyak dibandingkan jenis perusahaan lainnya, dan datanya lebih mudah didapatkan.
- 2) Perusahaan manufaktur yang telah *go public* dan terdaftar (*listing*) di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009.
- 3) Menerbitkan laporan keuangan selama periode pengamatan penelitian, yaitu tahun 2009.
- 4) Perusahaan yang memiliki data mengenai kepemilikan institusional, tanggal pelaporan keuangan, dan return saham harian.

Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data sekunder karena dikumpulkan dari sumber yang ada dalam kepustakaan. Berbagai sumber data yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu:

- 1 Data untuk menghitung manajemen laba tahun 2009, yang didapatkan dari laporan keuangan tahun 2009 yang ada di Database BEI Perpustakaan Universitas Trisakti, dan Perpustakaan Pusat Referensi Pasar Modal di Bursa Efek Indonesia.
- 2 Data persentase kepemilikan saham oleh institusi diperoleh dari laporan keuangan tahun 2009.
- 3 Tanggal penyampaian laporan keuangan tahun 2009 oleh emiten dari Pusat Monitoring Penyampaian Laporan Keuangan BAPEPAM.
- 4 Data pasar modal, yaitu return harian untuk menghitung *cummulative abnormal return* yang didapat dari <http://finance.yahoo.com>.

Untuk menguji hipotesis dari penelitian akan digunakan studi peristiwa (*event study*) dengan tanggal dipublikasikannya laporan keuangan sebagai tanggal pengumuman informasi. Persamaan regresi yang digunakan untuk menguji hipotesis, yaitu:

$$CAR = \alpha + \beta_1 EM + \beta_2 II + \beta_3 EM * II + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV +$$

Keterangan:

CAR = *Cummulative abnormal return*

EM = *Earnings management* (manajemen laba)

untuk sebuah variabel tunggal atau variabel kombinasi (Hair *et al.*, 1995) dalam penelitian, sehingga jumlah sampel yang akan digunakan dalam penelitian adalah 57 perusahaan.

Statistik deskriptif adalah bagian dari statistik yang mempelajari pengumpulan dan penyajian data sehingga mudah dipahami. Statistik deskriptif berkaitan dengan metode bagaimana mengorganisir, menyimpulkan dan mempresentasikan data ke dalam suatu cara yang informatif. Statistik deskriptif menjelaskan nilai minimum, maksimum, nilai rata-rata dan standar deviasi. Nilai minimum merupakan nilai terendah untuk setiap variabel, sedangkan nilai maksimum merupakan nilai tertinggi untuk setiap variabel dalam penelitian. Nilai mean merupakan nilai rata-rata dari setiap variabel yang diteliti, sedangkan nilai standar deviasi merupakan sebaran data yang digunakan dalam penelitian yang mencerminkan data itu heterogen atau homogen yang sifatnya fluktuatif.

Statistik deskriptif tiap-tiap variabel yang berkaitan dengan pengujian regresi dapat dilihat pada Tabel 2 berikut ini.

**Tabel 2.**  
**Hasil Pengujian Statistik Deskriptif**

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Cumulative abnormal return	57	-12,308	23,069	0,73409	7,084776
Manajemen laba	57	0,00	0,18	0,0484	0,04316
EM*Inst	57	0,00	0,18	0,0392	0,04430
Kepemilikan Institusional	57	0,00	1,00	0,7895	0,41131
Size	57	21,26	30,30	27,4720	1,71163
Leverage	57	0,00	2,20	0,1680	0,34176

**Keterangan:**

EM\*Inst adalah interaksi manajemen laba dengan kepemilikan institusional, Kepemilikan institusional (dummy) *cut off* 60%.

Pada Tabel 2, diketahui bahwa variabel dependen *cumulative abnormal return* memiliki nilai *min* sebesar -12,308 yang dimiliki oleh PT. Schering Plough, nilai *max* 23,069 yang dimiliki oleh PT. Tunas Baru Lampung, dengan nilai rata-rata dan standar deviasi masing-masing sebesar 0,73049 dan 7,084776. Variabel independen manajemen laba memiliki nilai *min* 0,00 yang dimiliki oleh PT. Titan Kimia, memiliki nilai *max* sebesar 0,18 yang

- II** = Proksi kecerdasan investor (dummy kepemilikan instiusional)  
**EM\*II** = Interaksi antara manajemen laba dengan dummy kepemilikan institusional  
**SIZE** = Ukuran perusahaan (log natural penjualan)  
**LEV** = *Leverage*

## ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Berdasarkan kriteria penentuan sampel seperti yang telah ditentukan pada Bab III, maka didapatkan sampel penelitian sebagai berikut:

**Tabel 1.**  
**Sampel Penelitian**

Kriteria-kriteria yang digunakan	Jumlah Perusahaan
1. Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2009.	148
2. Perusahaan yang Delisting dan Pailit selama 2009	( 10 )
3. Perusahaan yang tidak menyampaikan tanggal pelaporan keuangan	( 55 )
4. Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan tahun 2009	(2)
5. Perusahaan yang tidak mempublikasikan data-data yang diperlukan dalam penelitian ini.	(7)
6. Outlier	(17)
<b>Jumlah sampel yang dipakai</b>	<b>57</b>

Sumber: Pengolahan Data

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa dari seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama tahun 2009 yaitu 148 perusahaan, dan berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya hanya terdapat 74 perusahaan, dan terdapat 17 perusahaan yang merupakan outlier yaitu data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk ekstrim baik

untuk sebuah variabel tunggal atau variabel kombinasi (Hair *et al.*, 1995) dalam penelitian, sehingga jumlah sampel yang akan digunakan dalam penelitian adalah 57 perusahaan.

Statistik deskriptif adalah bagian dari statistik yang mempelajari pengumpulan dan penyajian data sehingga mudah dipahami. Statistik deskriptif berkaitan dengan metode bagaimana mengorganisir, menyimpulkan dan mempresentasikan data ke dalam suatu cara yang informatif. Statistik deskriptif menjelaskan nilai minimum, maksimum, nilai rata-rata dan standar deviasi. Nilai minimum merupakan nilai terendah untuk setiap variabel, sedangkan nilai maksimum merupakan nilai tertinggi untuk setiap variabel dalam penelitian. Nilai mean merupakan nilai rata-rata dari setiap variabel yang diteliti, sedangkan nilai standar deviasi merupakan sebaran data yang digunakan dalam penelitian yang mencerminkan data itu heterogen atau homogen yang sifatnya fluktuatif.

Statistik deskriptif tiap-tiap variabel yang berkaitan dengan pengujian regresi dapat dilihat pada Tabel 2 berikut ini.

**Tabel 2.**  
**Hasil Pengujian Statistik Deskriptif**

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Cumulative abnormal return	57	-12,308	23,069	0,73409	7,084776
Manajemen laba	57	0,00	0,18	0,0484	0,04316
EM*Inst	57	0,00	0,18	0,0392	0,04430
Kepemilikan Institusional	57	0,00	1,00	0,7895	0,41131
Size	57	21,26	30,30	27,4720	1,71163
Leverage	57	0,00	2,20	0,1680	0,34176

**Keterangan:**

EM\*Inst adalah interaksi manajemen laba dengan kepemilikan institusional, Kepemilikan institusional (dummy) *cut off* 60%.

Pada Tabel 2, diketahui bahwa variabel dependen *cumulative abnormal return* memiliki nilai *min* sebesar -12,308 yang dimiliki oleh PT. Schering Plough, nilai *max* 23,069 yang dimiliki oleh PT. Tunas Baru Lampung, dengan nilai rata-rata dan standar deviasi masing-masing sebesar 0,73049 dan 7,084776. Variabel independen manajemen laba memiliki nilai *min* 0,00 yang dimiliki oleh PT. Titan Kimia, memiliki nilai *max* sebesar 0,18 yang

dimiliki oleh PT. Tirta Mahakam, memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0484 dan standar deviasi sebesar 0,04316. Variabel interaksi antara manajemen laba dan kepemilikan institusional memiliki nilai *min* 0,00, nilai *max* 0,18, nilai rata-rata sebesar 0,0392 dan standar deviasi sebesar 0,04430. Variabel kepemilikan institusional (dummy) nilai *min* 0 untuk kepemilikan oleh institusi < 60% dan nilai *max* 1,00 untuk kepemilikan institusi e" 60%, memiliki nilai rata-rata sebesar 0,7895 > 0,05 sehingga dapat dikatakan bahwa dari sampel sebanyak 57 perusahaan terdapat lebih banyak investor yang cerdas dibandingkan investor yang tidak cerdas, dan memiliki standar deviasi 0,41131. Variabel kontrol size memiliki nilai *min* sebesar 21,26, nilai *max* sebesar 30,30, nilai rata-rata 27,4720 dengan standar deviasi sebesar 1,71163. Variabel kontrol *leverage* memiliki nilai *min* sebesar 0,00 yang dimiliki oleh , nilai *max* 2,20, nilai rata-rata 0,1680 dengan standar deviasi sebesar 0,34176.

### Hasil Analisis dan Pembahasan

#### 1. *Goodness of fit Model*

Koefisien determinasi mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai adjusted R<sup>2</sup> dari hasil analisis pada tabel 3 adalah sebesar 0,295 artinya bahwa variasi dari variabel independen (manajemen laba, EM\*II, kepemilikan institusional, size, dan leverage) mampu menjelaskan variabel dependen (*cummulative abnormal return*) sebesar 29,5%. Sedangkan sisanya (100%-29,5% = 70,5%) dijelaskan oleh variasi dari variabel independent lain yang tidak dimasukkan dalam model. Hasil regresi dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 3**  
**Hasil Pengujian Koefisien Determinasi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,598(a)	,358	,295	5,998813	1,771

a *Predictors: (Constant), Leverage, EMII, Size (ukuran perusahaan), Kepemilikan institusional (dummy), manajemen laba*

b *Dependent Variable: cumulative abnormal return*

Sumber: Pengolahan Data

2. Uji F (uji serentak)

Uji F (uji serentak) digunakan untuk menguji apakah secara bersama-sama seluruh variabel independent mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Pada tabel 4 dapat dilihat hasil pengujian anova. Dari hasil uji anova diketahui F hitung sebesar 6,657 dengan tingkat signifikansi 0,000 (sig. F stat < 0,05) maka Ho ditolak yang artinya secara bersama-sama seluruh variabel independen (manajemen laba, EM\*II, kepemilikan institusional, *size*, *leverage*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen yaitu *cummulative abnormal return*.

**Tabel 4**  
**Hasil Pengujian FANOVA(b)**

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1110,064	5	222,013	6,657	,000(a)
Residual	1700,803	51	33,349		
Total	2810,867	56			

a Predictors: (Constant), Leverage, EMII, Size (ukuran perusahaan),  
Kepemilikan institusional (dummy), manajemen laba

b Dependent Variable: cumulative abnormal return

3. Uji t

Dari hasil pengujian regresi didapat hasil uji-t adalah sebagai berikut:

**Tabel 5**  
**Hasil Pengujian Parsial (Uji-t)**

MODEL	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Toleranc e	VIF
(Constant)	-38,053	12,957		-2,937	0,005		
Manajemen laba	185,071	44,468	1,127	4,162	0,000	0,162	6,186
EM*Inst	-205,082	48,434	-1,282	-4,234	0,000	0,129	7,732
Kepemilikan institusional	4,739	2,857	0,275	1,659	0,103	0,431	2,319
Size	1,220	,460	0,295	2,655	0,011	0,962	1,040
Leverage	3,529	2,327	0,170	1,517	0,135	0,942	1,062

a Dependent Variable: cumulative abnormal return

Sumber: Pengolahan Data

Pada tabel 5 mengenai hasil uji parsial (uji-t) dapat dilihat bahwa manajemen laba memiliki nilai t 4,162 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel manajemen laba berpengaruh secara positif signifikan terhadap *cummulative abnormal return*. Artinya bahwa pasar kurang cerdas dalam menguraikan informasi dalam laporan keuangan yang dikeluarkan oleh perusahaan (emiten). Hasil ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh dan Joni dan Jogiyanto (2008) yang menemukan bahwa akrual diskresioner (manajemen laba) bernilai positif terhadap return saham. Namun hasil ini tidak sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Balsam *et al.* (2000) yang menemukan bahwa manajemen laba berhubungan negatif dengan *cummulative abnormal return*.

Kecerdasan investor dengan menggunakan kepemilikan institusional sebagai proksi memiliki nilai t 1,659 nilai signifikansi sebesar 0,103. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka kepemilikan institusional sebagai proksi kecerdasan investor tidak berpengaruh langsung terhadap *cummulative abnormal return*.

Untuk variabel kontrol *size* (ukuran perusahaan) memiliki nilai t 2,655 dan nilai signifikansi sebesar 0,011. Dari hasil tersebut maka ukuran perusahaan berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap *cummulative abnormal return*. Hal ini dapat dijelaskan bahwa semakin besar perusahaan maka semakin besar maka semakin besar pula respon yang diberikan oleh pasar, hal ini mungkin terkait dengan kemampuan perusahaan besar dalam mengelola keuangannya sehingga berdampak kepada *going concern* perusahaan tersebut. kesempatan manajer untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*). Hasil penelitian lain mengenai *size* terhadap manajemen laba yang dilakukan oleh Halim *et al.* (2005) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berhubungan positif dengan manajemen laba. Variabel kontrol *leverage* memiliki nilai t 1,517 dan nilai signifikansi 0,135. Dari hasil tersebut maka *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba.

Variabel interaksi antara EM\*II yang memiliki nilai t -4,234 dengan nilai signifikan sebesar 0,000. Hasil pengujian tersebut berarti sesuai dengan hipotesis yang diajukan sebelumnya bahwa kecerdasan investor (*investor sophistication*) berpengaruh negatif terhadap hubungan manajemen laba dengan *cummulative abnormal return*. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Balsam *et al.* (2000), Rajgopal *et al.* (1999) serta Joni dan Jogiyanto (2008) yang menyatakan bahwa manajemen laba berhubungan negatif dengan kecerdasan investor, hal ini berarti semakin tinggi kecerdasan investor maka akan memperkecil kesalahan pasar dalam menganalisis informasi keuangan yang dikeluarkan oleh emiten. Kecerdasan investor (*investor sophistication*) juga

merupakan faktor penentu hubungan antara manajemen laba dengan return. Hal ini sesuai bahwa investor yang cerdas adalah investor yang mampu mendeteksi manajemen laba lebih cepat dibandingkan investor yang tidak cerdas, karena investor yang cerdas memiliki akses yang lebih untuk mendapatkan informasi dan lebih banyak menghabiskan waktu dalam menganalisis informasi keuangan

## KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui peran kecerdasan investor dalam penilaian pasar terhadap manajemen laba. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 57 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2009 yaitu dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Penelitian ini berhasil menemukan bahwa:

1. Manajemen laba mempunyai pengaruh yang positif signifikan terhadap *cummulative abnormal return*. Artinya bahwa pasar kurang cerdas dalam menganalisis informasi keuangan yang dikeluarkan oleh emiten berkaitan dengan manajemen laba.
2. Interaksi antara variabel kecerdasan investor dengan manajemen laba mempunyai pengaruh yang negatif signifikan terhadap *cummulative abnormal return*. Artinya dengan adanya investor yang cerdas mampu mengurangi kesalahan pasar dalam menguraikan dan menganalisis informasi keuangan.
3. Variabel kontrol *size* memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap *cummulative abnormal return*.
4. Variabel kontrol *leverage* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *cummulative abnormal return*.

## KETERBATASAN

Penelitian ini tidak lepas dari keterbatasan, yaitu sebagai berikut:

1. Waktu penelitian yang digunakan hanya satu tahun, yaitu tahun 2009.
2. Terdapat perusahaan yang datanya belum lengkap dalam periode penelitian ini, sehingga membatasi sampel yang lolos kriteria yang telah ditentukan dalam penelitian ini.

## IMPLIKASI

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan implikasi bagi literatur dan penelitian selanjutnya, lingkungan bisnis dan penyusun kebijakan.

Beberapa literatur telah meneliti hubungan manajemen laba dengan reaksi pasar. Diharapkan penelitian ini dapat menambah literatur yang berkaitan dengan masalah tersebut dan juga diharapkan penelitian berikutnya dapat memperbaiki dan mendalami hal yang berkaitan dengan manajemen laba. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan bagi penyusun laporan keuangan, dan pengguna informasi laporan keuangan (investor). Bagi penyusun laporan keuangan diharapkan dapat menggunakan profesionalitas yang tinggi dalam menyusun laporan keuangan sebagai sumber informasi bagi pengambil keputusan.

Dengan meningkatkan kualitas informasi keuangan maka akan meningkatkan kepercayaan investor sehingga hal tersebut tidak harus membuat manajemen melakukan manajemen laba. Bagi investor dan pemakai laporan keuangan lainnya diharapkan dapat menjadi sumber informasi dalam menganalisis dan menguraikan informasi yang dikeluarkan oleh emiten berkaitan dengan keputusan investasi. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan bagi penyusun kebijakan (BAPEPAM, BEI, dan lain-lain) berkaitan dengan penyampaian informasi keuangan. Kebijakan yang berkaitan dengan kebijakan akuntansi juga sangat penting bagi peningkatan informasi dalam laporan keuangan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aisjah, Siti dan Dhita Aditya Nugraha. 2005. Hubungan *Income Smoothing* dengan Reaksi Pasar atas *Event* pengumuman laba perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Aplikasi Manajemen* Vol 3 No.2.
- Ardi, Azhar, Kiryanto, dan Dista Amalia. 2008. Overreaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan-perusahaan di Indonesia (Studi Kasus Pada Bursa Efek Indonesia). *Simposium Nasional Akuntansi XI Pontianak*.
- Balsam, Steven, Eli Bartov, dan Carol Marquardt. 2000. *Accruals Management, Investors Sophistication, and Equity Valuation: Evidence from 10-Q Filings*. <http://papers.ssrn.com>

- Bangun, Nurainun dan Vincent. 2008. Analisis hubungan omponen *Good Corporate Governance* terhadap manajemen laba dengan kinerja keuangan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi/ tahun XII No 3*: 289-302.
- Belkaoui, Ahmed Riahi. 2001. *Teori Akuntansi*. Buku 2 Edisi 4. Jakarta: Salemba Empat.
- Bettie, V., Stephen, B., David, E.s, Brian, J., Stuart, M., Dylan T., dan Turner, M. 1994."Extraordinary Items and Income Smoothing: A Positive Accounting Approach", *Journal of Business Finance and Accounting*.
- Boediono, SB. Gideon. 2005. *Kualitas Laba: Studi Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Dampak Manajemen Laba dengan Menggunakan Analisis Jalur*. Simposium Nasional Akuntansi VIII, Solo.
- Bowen, R.M., S. Rajgopal, dan M. Ventackhalam. 2002. Accounting choice, corporate governance, and firm performance.
- Dechow, P.M., R.G. Sloan, dan A.P. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*. Vol 70. No. 2
- Halim, Julia, Carmel Meiden, Rudolf Lumban Tobing. 2005. Pengaruh Manajemen Laba pada Tingkat Pengungkapan Laporan Keuangan pada Perusahaan Manufaktur yang termasuk pada LQ-45. *Simposium Nasional Akuntansi VIII Solo*.
- Healy, Paul M dan James M Wahlen. 1999. A Review of the Earnings Management and Literature and Its Implications for Standard Seting. *Accounting Horizons*. Vol. 13. No.4.
- Jensen, M.C dan W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. Vol 3. No.4.
- Jogiyanto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. edisi ketiga. Yogyakarta: BPFE.
- Joni dan Jogiyanto. 2008. Hubungan manajemen Laba Sebelum IPO dan Return Saham dengan Kecerdasan investor sebagai Variabel Pemoderasi. *Simposium Nasional Akuntansi, Pontianak*.

- Juniar, Astri, Carmel, Meiden dan Tumpal Janji Raja Sitinjak. 2007. Perbandingan Reaksi Pasar Perusahaan Perata Laba dan Non-Perata Laba pada Perusahaan Manufaktur di BEJ. *Jurnal Akuntabilitas* Vol. 6 No. 2.
- Kaszniak, Ron. 1996. On the Association Between Voluntary Disclosure and Earnings Management. <http://papers.ssrn.com>
- Kieso, E. Donald, Jerry J. Weygandt, dan Terry D. Warfield. *Intermediate Accounting*, twelfth edition-2007 FASB Update, John Wiley & Sons.
- Kurniawati, Indah. 2006. Analisis Pengaruh Pengumuman Earning terhadap Abnormal Return dan Tingkat Likuiditas Saham: Analisis Empiris pada Nonsynchronous Trading. *JAAI* Vol. 10 No. 2.
- Muid, Dul, dan Nanang Catur P. 2005. Pengaruh Manajemen laba terhadap Reaksi Pasar dan Resiko Investasi pada Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Auditing* Vol. 01 No. 2.
- Nuryaman. 2008. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Mekanisme Corporate Governance terhadap Manajemen Laba. Simposium Nasional Akuntansi XI Pontianak.
- Rajgopal, Shivaram, Mohan Venkatachalam, dan James Jiambalvo. 1999. Is Institutional Ownership Associated with Earning Management and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings. <http://papers.ssrn.com>.
- Sandra, Dessy, dan Wijaya Kusuma. 2004. Reaksi Pasar Terhadap Tindakan Perataan Laba Dengan Kualitas Auditor Dan Kepemilikan Manajerial Sebagai Variabel Pemoderasi. Simposium Nasional Akuntansi VII Bali.
- Scott, W.R. 2006. *Earnings Management, Financial Accounting Theory*, fourth edition, Ontario: Prentice Hall Canada Inc. 343-364.
- Subekti, Imam. 2005. Assosiasi antar Praktek Perataan Laba dengan Reaksi Pasar Modal di Indonesia. Simposium Nasional Akuntansi VIII Solo.

Sudarmadji, Ardi Murdoko, dan Lana Sularto. 2007. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Leverage, dan Tipe Kepemilikan Perusahaan terhadap Luas Voluntary Disclosure Laporan Keuangan Tahunan. *Proceeding PESAT Vol.2.*

Tarjo. 2008. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan *Leverage* Terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta *Cost of Equity Capital*. Simposium Nasional Akuntansi XI Pontianak.

Veronica, Sylvia N.P.S, dan Yanivi S Bachtiar. 2003. Hubungan Antara Manajemen Laba Dengan Tingkat Pengungkapan Laporan Keuangan. Makalah Simposium Nasional Akuntansi VI Surabaya.

Wild J. John, K.R. Subramanyam, dan Robert F. Halsey. 2005. *Analisa Laporan Keuangan*. edisi 8. Jakarta: Salemba Empat.