

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia
Volume 5 - Nomor 1, Juni 2008

**MANAJEMEN LABA MELALUI AKRUAL
DAN AKTIVITAS REAL
PADA PENAWARAN PERDANA DAN HUBUNGANNYA
DENGAN KINERJA JANGKA PANJANG
(STUDI EMPIRIS PADA BEJ)**

ANNISAA' RAHMAN
Universitas Andalas
anisadoank@yahoo.com

YANTHI HUTAGAOL
Universitas Kristen Indonesia
y.hutagaol@gmail.com

Abstract

This study investigates 149 Initial Public Offering (IPO) in Jakarta Stock Exchange (JSX) from 1994 up to 2003. In general, this study is aimed to prove whether firms opportunistically manage earnings in the period of IPO. Specifically this study examines the effect of earnings management on firms' long term performance and provides explanation as well as comparison of several measures of earning management and long-term performance. In this study, earnings management is measured by two accrual variables which are discretionary current accruals and discretionary long term accruals and by two variables of discretionary real activities through Cash Flow from Operation (CFO) and Cost of Goods Sold (COGS). In addition, the underperformance phenomenon is measured by market performance (Cumulative Abnormal Return and Buy and Hold Return method) for periods 1 years after IPO, 2 years after IPO and 3 years after IPO's date. The hypothesis testing used in this thesis are t test and multiple regression models. The results show (1) earnings management is conducted through accruals but not through real activities manipulation and (2) earnings management affects stock performance 1 year after IPO. Finally, this research finds that there is no difference in stock performance for IPO issuers with aggressive and conservative earnings management.

Keywords: *Initial Public Offerings, earnings management, accrual, discretionary real activities, long-run underperformance*

PENDAHULUAN

Pada saat penawaran perdana (*Initial Public Offering/IPO*) biasanya terjadi ketidakseimbangan (*asymmetric*) informasi antara investor dengan emiten. Ketidakseimbangan ini sesuai dengan hasil penelitian Rao (1993) yang melaporkan bahwa hampir tidak ada media yang menginformasikan tentang perusahaan-perusahaan sebelum IPO, kecuali untuk perusahaan pemerintah/BUMN. Kelangkaan informasi mengenai perusahaan ini mendorong investor untuk menitikberatkan kepercayaannya kepada prospektus, yang hanya mengandung satu sampai tiga tahun laporan keuangan menjelang IPO saja. Penelitian terdahulu (Teoh et al. 1989; Martani 2004; Suroso 2005) menyatakan minimnya informasi tentang perusahaan sebelum IPO memberikan insentif bagi manajer untuk mengelola laba perusahaan pada saat penawaran saham perdana.

Selain dugaan adanya manajemen laba pada saat IPO, berbagai hasil penelitian terdahulu ditemukan fenomena *underperformance*, yaitu perusahaan mengalami penurunan kinerja jangka panjang setelah IPO (Stoll dan Curley 1970; Ibbotson 1975; Stren dan Bornstein 1985; Ritter 1991; Jain dan Kini 1994).

Penelitian ini juga bermaksud untuk menelaah kembali apakah tindakan manajemen laba pada saat IPO terjadi di pasar Indonesia. Perbedaan penelitian ini dengan yang sebelumnya adalah memasukkan konsep alternatif akrual yang baru-baru ini diperkenalkan Roychowdhury (2006) sebagai manajemen aktivitas riil, selain ukuran manajemen laba yang klasik, untuk melihat kinerja IPO dalam jangka panjang. Menurut Roychowdhury (2006), meskipun terdapat biaya yang terkait dengan manipulasi aktivitas riil, manajemen tidak hanya mengandalkan tindakan pengelolaan akrual dalam mengelola laba. Terdapat 2 alasan manajemen diindikasikan memiliki keinginan yang besar untuk mengelola laba melalui aktivitas riil dibanding akrual, yaitu: (1) pengelolaan akrual lebih sering dijadikan pusat pengamatan/ inspeksi oleh auditor dan regulator daripada keputusan riil tentang harga dan produksi dan (2) hanya menitikberatkan perhatian pada pengelolaan akrual merupakan tindakan beresiko.

Penelitian ini juga memasukkan variabel-variabel pengendali yang tidak dipertimbangkan Teoh et al. (1998) dalam analisa *cross-section* penelitiannya. Dibandingkan dengan penelitian serupa yang menggunakan data Indonesia, penelitian ini juga dilakukan pada periode pengujian yang relatif lebih panjang yaitu dari tahun 1994 sampai dengan 2003.

TINJAUAN LITERATUR

Manajemen Laba

Pada dasarnya manajemen/pengelolaan laba (*earning management*) memiliki banyak definisi. Tidak ada konsesus tentang definisi tunggal mengenai manajemen laba. Namun dalam konteks penelitian ini, manajemen laba lebih didefinisikan kepada bagaimana upaya-upaya manajemen dalam menggunakan pertimbangannya (*judgement*) dalam menyusun laporan keuangan, sehingga dapat menyesatkan *stakeholders* dalam menilai kinerja perusahaan atau dapat mempengaruhi kontrak-kontrak pendapatan yang telah ditetapkan berdasarkan angka-angka laporan keuangan (Healy dan Wahlen 1999).

Banyak teknik-teknik pengelolaan laba yang telah menjadi pusat berbagai penelitian. Copeland dan Wajdak (1969) menggunakan perubahan perlakuan akuntansi dalam mendeteksi pengelolaan laba. Bremser (1975) menggunakan perbandingan EPS dan ROI antar dua kelompok perusahaan. Healy (1985), Jones (1991), Dechow dan Sloan (1991) menggunakan metode akruai non diskresioner. Sweeney (1994) menggunakan pengujian langsung atas penggunaan metode akuntansi tertentu. Eckel (1981) menggunakan indeks Eckel. Bauman et al. (2001) dan Burgstahler (2002) menggunakan model distribusi laba. Schilit (2002) memperkenalkan 30 teknik pengelolaan laba (*shenanigans*). Dan baru-baru ini yang diperkenalkan oleh Roychordhury (2006) adalah deteksi pengelolaan laba melalui manipulasi aktivitas riil.

Akrual

Salah satu teknik pengelolaan laba yang biasa digunakan manajemen adalah akrual. Akrual merupakan selisih antara kas masuk bersih dari hasil operasi perusahaan dengan laba yang dilaporkan dalam laporan laba rugi dan bisa bersifat akrual non diskresioner atau akrual diskresioner. Laporan keuangan disusun berdasarkan proses akrual, sehingga angka-angka laporan keuangan akan mengandung komponen akrual, baik yang diskresioner maupun yang bukan diskresioner.

Telah banyak penelitian yang menggunakan akrual sebagai objek penelitian antara lain Healy (1985), Jones (1991), Defond dan Jambalvo (1994), Dechow et al. (1995), Aharony et al. (1993), Friedland (1994), Teoh et al. (1998), Martani (2004), Saiful (2004), dan Veronica (2005) dalam konteks pengelolaan laba pada penawaran perdana.

Manipulasi Aktivitas Riil

Baru-baru ini Roychowdury (2006) memperkenalkan teknik pengelolaan laba yang disebut dengan manipulasi aktivitas riil, yang didefinisikan sebagai perbedaan praktek operasi yang dilakukan dengan praktek-praktek operasi normal, dimotivasi oleh keinginan manajemen untuk memberikan pemahaman yang salah kepada *stakeholders* agar *stakeholders* percaya bahwa tujuan pelaporan keuangan tertentu telah dicapai sesuai praktek operasi normal perusahaan. Perbedaan yang dilakukan ini tidak memberikan kontribusi terhadap nilai perusahaan, meskipun dengan tindakan ini memungkinkan manajer mencapai tujuan pelaporan. Manipulasi aktivitas riil seperti memberikan diskon harga, penurunan pengeluaran diskresioner yang mungkin merupakan tindakan optimal pada kondisi tertentu. Namun jika hal tersebut dilakukan secara lebih ekstensif dari aktivitas normalnya dengan tujuan untuk mencapai target laba, maka tindakan seperti ini dapat dikategorikan sebagai manipulasi aktivitas riil.

Konsisten dengan definisi Roychowdhury (2006), Graham et al. (2005) menemukan bahwa (a) Eksekutif keuangan memberikan perhatian yang besar terhadap target laba seperti laba nol (*zero earning*), laba periode sebelumnya, dan ramalan analisis; (b) mereka akan melakukan manipulasi aktivitas riil untuk mencapai target ini, meskipun tindakan pengelolaan ini secara potensial mengurangi nilai perusahaan. Tindakan yang dilakukan dalam periode sekarang yang bertujuan untuk meningkatkan laba ini, akan memiliki efek negatif terhadap arus kas pada periode mendatang. Produksi yang melebihi produksi normal (*overproduction*) menghasilkan kelebihan persediaan yang seharusnya dijual pada periode berikutnya, dan mendorong tingginya biaya pemeliharaan persediaan perusahaan.

Dalam mendeteksi manipulasi aktivitas riil yang dilakukan perusahaan, Roychowdhury (2006) menggunakan model Dechow et al. (1998) dan fokus pada 3 metode pengelolaan berikut yaitu:

1. Pengelolaan penjualan, didefinisikan sebagai usaha manajemen untuk meningkatkan penjualan secara temporer dengan menawarkan diskon harga dan memperlunak kredit yang diberikan. Contohnya, peningkatan volume penjualan sebagai hasil dari penawaran diskon harga pada waktu tertentu akan menyebabkan arus kas masuk menjadi besar, namun arus kas masuk per penjualan, diskon bersih dari tambahan penjualan, lebih rendah dari arus kas per normal penjualan atau dengan kata lain terjadi penurunan margin. Cara lain yang dilakukan manajemen untuk meningkatkan volume penjualan adalah dengan menawarkan kredit lunak, seperti menawarkan tingkat bunga kredit yang lebih rendah (*zero-percent financing*) pada akhir tahun fiskal. Hal ini akan meningkatkan laba atau arus kas masuk perusahaan seketika.

2. Mengurangi pengeluaran diskresioner seperti R&D, iklan, dan pemeliharaan yang secara umum merupakan beban pada periode terjadinya pengeluaran tersebut. Dengan demikian perusahaan dapat mengurangi beban yang dilaporkan sehingga akan meningkatkan laba. Contoh pengelolaan yang biasa dilakukan manajemen terkait dengan pengeluaran diskresioner adalah jika pengeluaran atas beban diskresioner dalam bentuk kas, maka pengurangan pengeluaran ini akan memperkecil arus kas keluar dan akan memiliki dampak positif terhadap abnormal *Cash Flow from Operation* (CFO) pada periode sekarang, namun mungkin sebaliknya juga akan menimbulkan resiko rendahnya arus kas dimasa yang akan datang.
3. *Overproduction*, meningkatkan produksi dengan tujuan melaporkan *Cost of Goods Sold* (COGS) yang lebih rendah. Dengan tingginya level produksi, biaya tetap (*fixed cost*) disebarkan pada unit yang besar, sehingga menghasilkan nilai biaya tetap per unit yang lebih rendah. Sepanjang penurunan pada biaya tetap per unit tidak dapat ditutupi oleh peningkatan biaya marginal per unit, total biaya per unit menurun. Hal ini menyebabkan COGS yang dilaporkan lebih rendah, dan perusahaan dapat melaporkan margin operasi yang lebih baik.

Kinerja Jangka Panjang Perusahaan IPO

Telah banyak penelitian yang mendokumentasikan mengenai kinerja pasar jangka panjang perusahaan IPO. Studi Stoll dan Curley (1970), Ibbotson (1975), Stren dan Bornstein (1985), dan Ritter (1991) menemukan bahwa perusahaan yang melakukan IPO dalam jangka panjang memperoleh imbal hasil yang lebih rendah (*underperform*) jika dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan IPO. Bukti ini sepertinya berlaku secara internasional, sebagaimana dinyatakan dalam penelitian Levis (1993) dan Aggarwal et al. (1993), bahwa rendahnya kinerja jangka panjang perusahaan IPO bukanlah fenomena unik yang hanya terjadi di U.S, tapi juga berlaku pada negara-negara lain seperti Inggris, Meksiko, dll. Namun masih terdapat hasil studi yang bertolak belakang dengan penelitian-penelitian di atas yang melaporkan kinerja positif atas perusahaan setelah IPO, seperti penelitian Busher dan Chan (1987) yang menemukan bahwa perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitiannya rata-rata memperoleh *initial return* 6.2%, sedangkan rata-rata tingkat pengembalian selama dua tahun (di luar *initial return*) mencapai 11.2%.

Baru-baru ini, analisis imbal hasil jangka panjang dikaitkan dengan pendekatan metodologi yang digunakan. Hal ini menyebabkan Barber & Lyon (1997), Khotari & Warner (1997), Lyon et al. (1999), Fama (1998), dan Loughran & Ritter (2000)

berpendapat bahwa metode pengukuran kinerja saham yang digunakan juga akan mempengaruhi besarnya (magnitudo) imbal hasil abnormal yang diperoleh dan kekuatan uji statistik.

Manajemen Laba dan Kinerja Jangka Panjang Perusahaan Setelah Penawaran Perdana

Hubungan manajemen laba dengan penurunan kinerja jangka panjang telah diteliti oleh Teoh et al. (1998). Teoh et al. (1998) menemukan bahwa perusahaan yang melaporkan positif akrual pada saat IPO, mengalami kinerja saham yang buruk setelah 3 tahun IPO dan semakin besar (agresif) akrual diskresioner yang dimiliki perusahaan, semakin buruk kinerja saham jangka panjang yang dialami perusahaan. Martani (2004) yang melakukan pengujian atas pasar Indonesia, juga berhasil membuktikan bahwa perusahaan publik melakukan manajemen informasi pada periode sebelum IPO, dan tingkat pertumbuhan penjualan (proksi manajemen informasi) sebelum dan sesudah IPO berkorelasi negatif dengan kinerja saham dalam jangka waktu 1 sampai 5 tahun. Namun penelitian Saiful (2004) yang menggunakan akrual diskresioner sebagai proksi manajemen laba tidak dapat membuktikan bahwa terdapat hubungan antara manajemen laba disekitar IPO dengan rendahnya kinerja imbal hasil saham perusahaan 1 tahun setelah IPO. Begitu juga dengan penelitian Suroso (2005), tidak berhasil membuktikan dampak negatif tindakan oportunistik emiten terhadap kinerja jangka panjang saham paska IPO.

METODE PENELITIAN

Pengembangan Hipotesis Penelitian

Untuk menjadi perusahaan terbuka, salah satu dokumen yang perlu dipersiapkan perusahaan adalah prospektus penawaran yang meliputi antara lain laporan keuangan perusahaan sebelum menjadi perusahaan terbuka. Karena laporan keuangan menjadi sumber informasi yang utama untuk menarik minat investor, maka perusahaan yang akan menjadi perusahaan terbuka diduga cenderung membuat laporan keuangan yang semenarik mungkin untuk memaksimalkan perolehan dana ketika melakukan penawaran perdana. Salah satu cara yang bisa dilakukan perusahaan yaitu melalui praktek manajemen laba, sehingga terlihat bahwa laba perusahaan bukan mencerminkan laba yang sebenarnya.

Berdasarkan fenomena tersebut dan keberagaman temuan penelitian-penelitian terdahulu (Aharony et al. 1993; Friedlan 1994; Neill et al. 1995; Teoh et al. 1998;

Saiful 2004; Martani 2004; dan Suroso 2005), penulis mengembangkan hipotesa berikut:

H₁: Perusahaan melakukan manajemen laba pada saat IPO

Dalam pembahasannya nanti, penelitian ini juga akan menganalisis komponen manajemen laba yang dibagi menjadi akrual diskresioner dan manipulasi aktivitas riil.

Manajemen laba yang dilakukan emiten pada saat IPO diduga menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi kinerja saham jangka panjang. Teoh et al. (1998) menemukan bahwa variabel akrual diskresioner lancar berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kinerja imbal hasil saham 3 tahun setelah IPO. Namun penelitian Saiful (2004)—yang menggunakan akrual diskresioner sebagai proksi manajemen laba—tidak dapat membuktikan bahwa terdapat hubungan antara manajemen laba disekitar penawaran perdana dengan rendahnya kinerja imbal hasil saham perusahaan 1 tahun setelah penawaran perdana. Begitu juga dengan penelitian Suroso (2005) yang tidak berhasil membuktikan dampak negatif tindakan oportunistik emiten terhadap kinerja jangka panjang saham pasca penawaran perdana. Keberagaman hasil penelitian ini mendorong dikembangkannya hipotesis berikut:

H₂: Manajemen laba pada saat IPO mempengaruhi kinerja jangka panjang perusahaan

Model Penelitian

Berdasarkan hasil pengujian untuk hipotesis 1 dengan melakukan uji beda atas nilai akrual diskresioner lancar dan akrual diskresioner jangka panjang, serta nilai manipulasi aktivitas riil melalui CFO dan COGS, selanjutnya dikembangkan model penelitian berikut untuk menguji hipotesis 2:

Model A (untuk model 1 sampai model 3):

$$\begin{aligned} \text{CAR}_t = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{DCA}_i + \alpha_2 \text{NDCA}_i + \alpha_3 \text{DLA}_i + \alpha_4 \text{NDLA}_i + \alpha_5 \text{RAMCFO}_i + \\ & \alpha_6 \text{RAMCOGS}_i + \alpha_7 \text{IR}_i + \alpha_8 \text{OFF}_i + \alpha_9 \text{DNI_TA}_i + \alpha_{10} \text{LOG}(\text{AGE}+1)_i \\ & + \alpha_{11} \text{LOG}(\text{MV}_{it}) + \alpha_{12} \text{D_PBK} + \alpha_{13} \text{D_PAK} + \varepsilon \end{aligned}$$

Dimana:

- t = periode 1 tahun, 2 tahun, 3 tahun setelah IPO
- i = perusahaan i yang melakukan penawaran perdana
- CAR = kinerja pasar diukur dengan *cumulative abnormal return* yang disesuaikan dengan IHSG

DCA	= akrual diskresioner lancar yang disesuaikan dengan industri pada saat IPO
NDCA	= akrual non-diskresioner lancar yang disesuaikan dengan industri saat IPO
DLA	= akrual diskresioner jangka panjang yang disesuaikan dengan industri pada saat IPO
NDLA	= akrual non-diskresioner jangka panjang yang disesuaikan dengan industri pada saat IPO
RAMCFO	= manipulasi aktivitas riil melalui CFO
RAMCOGS	= manipulasi aktivitas riil melalui COGS
IR	= <i>initial return</i> perusahaan i pada saat hari pertama perdagangan saham
OFF	= harga penawaran saham perdana perusahaan i
DNI_TA	= selisih nilai laba bersih pada laporan keuangan t = 1 dengan t = 0 diskalakan dengan total aset
LOG(AGE+1)	= nilai logaritma dari umur perusahaan i pada saat IPO ditambah 1
LOG(MV _{it})	= nilai logaritma <i>market value</i> perusahaan i pada t
D_PBK	= dummy periode perusahaan IPO, 1 untuk sebelum krisis 0 lainnya
D_PAK	= dummy periode perusahaan IPO, 1 untuk setelah krisis 0 lainnya

Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel Terikat (Dependent Variable)

Variabel kinerja jangka panjang perusahaan diukur dengan menggunakan dua ukuran kinerja saham, yaitu: (1) *Cummulative Abnormal Return* (CAR), dan (2) *Buy and Hold Return* (BHR) dengan menggunakan *benchmark Market-Adjusted Return* dan *LQ45-Adjusted Return*. Kinerja operasi perusahaan diproksikan dengan Return on Equity (ROE).

1) *Cummulative Abnormal Return*.

Cummulative Abnormal Return diukur dengan perhitungan sebagai berikut:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t_0}^t [r_{i,t} - m_{i,t}]$$

Dimana, $r_{i,t}$ = imbal hasil saham i pada hari t yang dihitung sebagai berikut:

$$r_{i,t} = \frac{\text{harga penutupan saham i hari } t_0 - \text{harga penutupan saham i hari } t_{-1}}{\text{Harga penutupan saham i hari } t_{-1}}$$

Sedangkan $m_{i,t}$ adalah imbal hasil dari Indeks Harga Saham Gabungan pada hari t yang didapatkan dari perhitungannya sebagai berikut:

$$m_{i,t} = \frac{\text{harga penutupan IHSG hari } t - \text{harga penutupan IHSGi hari } t_{-1}}{\text{Harga penutupan IHSG hari } t_{-1}}$$

2) Buy and Hold Return

$$BH_{i,t} = \sum_{t=1}^T \left[\prod_{t=1}^T (1 + r_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + m_{i,t}) \right]$$

Untuk menghindari hasil bias pengukuran kinerja jangka panjang imbal hasil saham perusahaan karena perbedaan periode (tahun) IPO, maka akan digunakan imbal hasil harian perusahaan selama 1 tahun, 2 tahun, dan 3 tahun yang akan dikategorikan ke dalam imbal hasil bulanan, dimana imbal hasil bulanan terdiri dari 21 imbal hasil harian. *Abnormal return* saham 1 tahun, 2 tahun, dan 3 tahun mulai dihitung dari awal April setelah tahun fiskal perusahaan melakukan IPO (tahun fiskal 0 berakhir) dihitung kedepan sampai dengan 252 hari, 504 hari, dan 756 hari perdagangan.

Variabel Bebas (Independent Variable)

Sesuai dengan penelitian Teoh et al. (1998), penelitian ini menggunakan 4 variabel akrual yaitu, akrual diskresioner lancar (*Discretionary Current Accrual/DCA*), akrual non-diskresioner lancar (*Nondiscretionary Current Accrual/NDCA*), akrual diskresioner jangka panjang (*Discretionary Long Term Accrual/DLA*), dan akrual non-diskresioner jangka panjang (*Nondiscretionary Long Term Accrual/NDLA*). Ukuran akrual yang dipakai adalah modifikasi model Jones (1991) dan total akrual (AC) yang diukur dengan rumus berikut:

$$AC \equiv \text{Laba Bersih} - \text{Arus Kas dari Aktivitas Operasi.}$$

Sedangkan akrual lancar didefinisikan sebagai :

$$CA \equiv \Delta [\text{Piutang Usaha} + \text{Persediaan} + \text{Aset Lancar Lainnya}] - \Delta [\text{Hutang Usaha} + \text{Hutang Pajak} + \text{Kewajiban Lancar Lainnya}]$$

1) Akrual non-diskresioner lancar (NDCA).

Variabel non diskresioner merupakan taksiran akrual (*expected accrual*) dari *cross-sectional* modifikasi model Jones (1991) yang disesuaikan dengan jenis industri dan variabel diskresioner adalah nilai residualnya. Untuk memperoleh nilai NDCA untuk masing-masing sampel dilakukan pengelompokan sampel berdasarkan

2 jenis industri yaitu manufaktur dan non manufaktur. Taksiran akrual diskresioner lancar (*expected current accrual*) perusahaan yang melakukan penawaran perdana diregresi dengan *cross-section* akrual lancar dan dikaitkan dengan perubahan penjualan untuk setiap sampel penelitian dalam 1 kelompok industri. Sehingga, nilai taksiran akrual diskresioner lancar dari perusahaan IPO setelah disesuaikan dengan industri didapat dengan melakukan OLS regresi sebagai berikut:

$$\frac{CA_{j,t}}{TA_{j,t-1}} = \alpha_0 \left(\frac{1}{TA_{j,t-1}} \right) + \alpha_1 \left(\frac{\Delta Sale_{j,t}}{TA_{j,t-1}} \right) + \varepsilon_{j,t}$$

Berdasarkan estimasi diatas, maka dilakukan perhitungan terhadap akrual non-diskresioner lancar tiap sampel dalam masing-masing kelompok industri:

$$NDCA_{i,t} = \alpha_0 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_1 \left(\frac{\Delta Sale_{i,t} - \Delta TR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right)$$

Dimana:

$CA_{i,t}$ = nilai akrual lancar perusahaan i pada tahun t_0 (tahun IPO)

$TA_{i,t-1}$ = nilai total aset perusahaan i 1 tahun sebelum IPO (t-1)

$NDCA_{i,t}$ = nilai estimasi akrual non-diskresioner lancar perusahaan i setelah disesuaikan dengan industri

$\Delta TR_{i,t}$ = nilai perubahan piutang dagang perusahaan i dari tahun t_0 terhadap t_{-1}

2) Akrual diskresioner lancar (DCA)

Akrual diskresioner lancar (DCA) untuk perusahaan i pada tahun t, digambarkan oleh nilai residual persamaan berikut:

$$DCA_{i,t} = \frac{CA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - NDCA_{i,t}$$

3) Akrual diskresioner jangka panjang (NDLA).

Untuk memperoleh nilai akrual diskresioner dan non-diskresioner jangka panjang, maka perlu diestimasi nilai total akrual diskresioner dan non-diskresioner terlebih dahulu. Sama seperti menghitung akrual lancar, kecuali nilai total akrual (AC) digunakan sebagai variabel dependen dan di dalam regresi dimasukkan nilai kotor aktiva tetap (*gross property, plant, dan equipment/PPE*) sebagai sebuah tambahan variabel penjelas. Model OLS untuk menghitung NDLA yang dikembangkan ini merupakan model modifikasi Jones (1991) yang juga digunakan dalam penelitian Teoh et al. (1998).

$$\frac{AC_{j,t}}{TA_{j,t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{TA_{j,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta Sale_{j,t}}{TA_{j,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{j,t}}{TA_{j,t-1}} \right) + \varepsilon_{j,t}$$

Sedangkan total akrual non-diskresioner/ (NDTAC) dihitung sebagai berikut:

$$NDTAC_{i,t} = \beta_0 \left(\frac{1}{TA_{j,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta Sale_{j,t} - \Delta TR_{i,t}}{TA_{j,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{j,t}}{TA_{j,t-1}} \right)$$

Sehingga, akrual non-diskresioner jangka panjang (NDLA) diperoleh dengan menyelisihkan total akrual non-diskresioner (NDTAC) dengan akrual non-diskresioner lancar (NDCA). Sama halnya dengan cara memperoleh nilai akrual non-diskresioner lancar, nilai total akrual non-diskresioner dicari dengan meregresi perubahan penjualan dan aktiva tetap dari tiap-tiap sampel, yang kemudian dikelompokkan ke dalam dua jenis industri, manufaktur dan non manufaktur.

4) Akrual diskresioner jangka panjang (DLA)

Akrual diskresioner jangka panjang (DLA) adalah selisih antara akrual jangka panjang dengan akrual non-diskresioner jangka panjang

5) Manipulasi Aktivitas Riil melalui CFO (RAMCFO)

Manipulasi penjualan dan pengurangan pengeluaran diskresioner merupakan cara-cara yang dilakukan manajemen untuk mengelola laba berdasarkan konsep manipulasi aktivitas riil. Berdasarkan model Dechow et al. (1998), Roychowdhury (2006) memformulakan normal CFO sebagai fungsi linear dari penjualan dan perubahan penjualan dalam suatu periode. Untuk mengestimasi model, Roychowdhury (2006) menggunakan *cross-sectional regression* berikut:

$$CFO_t/TA_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/TA_{t-1}) + \beta_1(S_t/TA_{t-1}) + \beta_2(\Delta S_t/TA_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Dimana TA_t adalah total aset pada akhir periode t , S_t adalah penjualan selama periode t dan $\Delta S_t = S_t - S_{t-1}$. Untuk setiap observasi-tahun, abnormal CFO (RAMCFO) adalah aktual CFO yang diskalakan dengan total aset satu tahun sebelum pengujian dikurangi dengan normal CFO yang dihitung dengan menggunakan koefisien estimasi dari model industri-tahun tersebut. Penelitian ini menggunakan metode yang sama dalam pengukuran RAMCFO.

6) Manipulasi Aktivitas Riil melalui COGS (RAMCOGS)

Produksi diatas level normal operasi perusahaan (*overproduction*) dengan tujuan untuk melaporkan COGS yang lebih rendah merupakan salah satu cara yang dilakukan manajemen untuk mengelola laba melalui manipulasi aktivitas riil. Sama

halnya dengan perhitungan nilai RAMCFO, untuk memperoleh nilai RAMCOGS dilakukan regresi untuk setiap kelompok industri manufaktur dan non manufaktur untuk model normal COGS yang sama dengan model COGS yang dikembangkan oleh Roychowdury (2006) berikut:

$$\text{COGS}_i/\text{TA}_{i-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/\text{TA}_{i-1}) + \beta(S_i/\text{TA}_{i-1}) + \varepsilon_i$$

Nilai koefisien estimasi dari regresi di atas digunakan untuk menghitung nilai normal COGS. Abnormal COGS (RAMCOGS) diperoleh dengan cara mengurangkan nilai aktual CFO yang diskalakan dengan total aset satu tahun sebelum periode pengujian dengan normal CFO:

III.3.3 Variabel Kontrol (Control Variable)

Dalam penelitian ini digunakan 6 variabel kontrol, yaitu: (1) Ukuran perusahaan yang diproksikan dengan nilai logaritma *market value* pada $t = 1, 2$ dan 3 ; (2) *Initial Return* (IR) return 1 hari saat hari pertama perdagangan; (3) Umur perusahaan yang diproksikan sebagai logaritma umur perusahaan pada saat IPO ditambah 1; (4) perubahan laba bersih perusahaan pada saat IPO ($t = 0$) dengan tahun sebelum perusahaan IPO ($t = -1$) yang distandardisasi dengan total aset; (5) harga nominal per lembar penawaran saham perdana dan (6) periode IPO perusahaan yang dioperasionalkan dalam variabel *dummy* periode sebelum krisis dan setelah krisis. Periode masa krisis didefinisikan untuk tahun 1997-1998 dan dijadikan periode referensi.

Populasi dan Sampel Penelitian

Unit analisis dari penelitian ini adalah perusahaan. Populasinya adalah semua perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana (*Initial Public Offerings*) di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1994 sampai dengan tahun 2003. Sampel penelitian dipilih dari populasi dengan menggunakan metode *purposive judgemental sampling* dengan kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan yang melakukan penawaran perdana mulai dari tahun 1994 sampai tahun 2003; (2) perusahaan tidak bergerak dalam industri perbankan, keuangan dan asuransi; (3) terdapat prospektus untuk data laporan keuangan perusahaan setidaknya 1 tahun sebelum penawaran perdana; (4) mempunyai tanggal tutup buku per 31 Desember; (5) tersedia semua data yang diperlukan. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel tersebut di atas diperoleh 149 perusahaan sampel, namun sampel untuk pengujian kinerja jangka panjang perusahaan yang melakukan penawaran perdana ditetapkan hanya sebanyak 148

sampel. Pertimbangannya adalah untuk memperlihatkan kondisi yang sesungguhnya dari data dan karena akan dipergunakan dalam membentuk 4 kelompok sampel berdasarkan level (kuartil) manajemen laba yang dilakukan perusahaan. Satu sampel yang dikeluarkan dari pengujian merupakan sampel yang memiliki data-data yang paling ekstrem.

Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini berupa data laporan keuangan perusahaan yang melakukan penawaran perdana dari tahun 1994 sampai 2003 untuk periode 1 tahun sebelum perusahaan IPO sampai 3 tahun setelah perusahaan IPO dan data prospektus yang diperoleh dari CD Database Laporan Keuangan milik Magister Akuntansi UI. Data pasar seperti data perdagangan saham harian dan nilai IHSG di-*download* dari Metastock langganan PT Asia Kapitalindo Securities. Daftar perusahaan yang melakukan IPO per tahun, tanggal listing, umur perusahaan, harga penawaran perdana, harga penutupan saat IPO, serta informasi lainnya diperoleh dari website Bursa Efek Jakarta, www.jsx.co.id dan dari *database* milik Pojok BEJ Magister Manajemen Universitas Indonesia.

ANALISIS HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dari sebagian besar variabel untuk 149 sampel penelitian dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1
Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Maximum	Minimum	Deviasi Standar
DCA	0.1011	0.0622	0.8111	-0.3499	0.1835
NDCA	0.0354	0.0117	0.8667	-0.1098	0.0983
DLA	0.5730	0.5306	2.3099	-0.0253	0.3850
NDLA	-0.0202	-0.0029	0.1340	-0.6336	0.0776
RAMCFO	-0.0043	0.0074	0.5169	-0.5536	0.1802
RAMCOGS	0.0002	0.0182	0.4027	-0.5828	0.1704
OFF	1713.255	900	9000	100	1786.008
IR	0.3119	0.0682	4.8	-0.2647	0.6212
MV	6.82E+11	2.08E+11	2.80E+13	3.57E+09	2.48E+12

Berdasarkan tabel statistik deskriptif di atas dapat dilihat karakteristik perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia dari tahun 1994 sampai tahun 2003. Keseluruhan sampel penelitian juga memiliki rata-rata *market value* pada saat IPO sebesar 682 milyar dengan nilai maksimum 28 trilyun rupiah dan nilai minimum 3,57 milyar rupiah. Tabel 1 juga menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel menawarkan sahamnya dengan harga Rp 1.713,255 per lembar dengan median Rp 900, dan memperoleh *initial return* sebesar 31,19% dengan median 6,82%.

Nilai rata-rata akrual diskresioner lancar (DCA) seluruh sampel perusahaan adalah sebesar 0,10111 dan nilai nilai akrual diskresioner jangka panjang (DLA) adalah sebesar 0,57304. Dilihat dari nilai rata-rata dua variabel akrual tersebut, dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata perusahaan sampel melakukan posisiif akrual diskresioner yang mengindikasikan adanya manajemen laba. Untuk variabel abnormal CFO (RAMCFO) dan abnormal COGS (RAMCOGS) yang diukur berdasarkan konsep manipulasi aktivitas riil, dapat dilihat bahwa nilai rata-rata seluruh sampel adalah sebesar -0,00432 untuk RAMCFO dan 0,000184 RAMCOGS. Bila dibandingkan dengan nilai rata-rata DCA dan DLA yang diperoleh, diduga sampel penelitian lebih menggunakan variabel akrual dalam mengelola laba dan tidak menggunakan kedua variabel manipulasi aktivitas riil ini dalam melakukan pengelolaan laba. Untuk pembuktian lebih lanjut, dapat dilihat pada analisis hasil pengujian hipotesis 1 (H_1) penelitian.

Pada tabel 2 akan ditampilkan perbedaan manajemen laba yang dilakukan oleh kelompok perusahaan yang dikategorikan berdasarkan karakteristik perusahaan.

Bila perbedaan manajemen dilihat dari pembagian perusahaan ke dalam kelompok perusahaan yang memperoleh *initial return* yang besar (rata-rata IR= 0,6257) dengan kelompok perusahaan dengan *initial return* yang kecil (rata-rata IR= 0,0088) pada saat IPO, dapat kita lihat pada tabel 2 bahwa perusahaan dengan IR kecil cenderung melakukan manajemen laba yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang memperoleh IR besar pada saat IPO. Uji statistik beda atas kedua kelompok perusahaan ini menunjukkan bahwa untuk proksi manajemen laba dengan DCA, rata-rata manajemen laba yang dilakukan oleh kelompok perusahaan dengan IR kecil secara signifikan ($\alpha= 0,05$) lebih besar daripada kelompok sampel dengan IR besar. Sedangkan untuk proksi DLA, tidak terbukti secara statistik ada perbedaan manajemen laba antara sampel dengan IR kecil dan besar.

Perbedaan manajemen laba juga dilihat untuk kelompok perusahaan yang dikategorikan berdasarkan nilai harga penawaran perdana (OFF). Kelompok perusahaan dengan kategori nilai OFF tinggi memiliki rata-rata harga penawaran perdana sebesar Rp 3.017,57 dengan standar deviasi sebesar Rp 1.724,89,

Tabel 2
Perbandingan Manajemen Laba

	IR Besar			IR Kecil			Z
	Mean	Median	Std. Dev.	Mean	Median	Std. Dev.	
DCA	0.0656	0.0395	0.1428	0.1383	0.0812	0.2121	-2.4468***
DLA	0.5361	0.5338	0.3416	0.6026	0.5258	0.4213	-1.0556
	OFF Tinggi			OFF Rendah			Z
	Mean	Median	Std. Dev.	Mean	Median	Std. Dev.	
DCA	0.1318	0.0810	0.2061	0.0707	0.0541	0.1534	2.0472**
DLA	0.5919	0.5315	0.3829	0.5462	0.5255	0.3856	0.7234
	MV Besar			MV Kecil			Z
	Mean	Median	Std. Dev.	Mean	Median	Std. Dev.	
DCA	0.0722	0.0437	0.1626	0.1317	0.0720	0.1995	-1.9910**
DLA	0.5818	0.5013	0.4284	0.5568	0.5501	0.3356	0.3952

Jumlah N setelah data outlier dikeluarkan adalah 148 observasi.

IR = *Initial Return*

OFF = harga penawaran saham perdana perusahaan

MV = Market Value

*** signifikan 1 %

** signifikan 5 %

* signifikan 10 %

sedangkan kelompok perusahaan dengan nilai OFF rendah, rata-rata harga penawaran perdananya adalah Rp 430,68 dan standar deviasi Rp 253,49. Berdasarkan nilai statistik deskriptif, rata-rata manajemen laba yang dilakukan oleh kelompok perusahaan dengan harga penawaran perdana tinggi (*mean* DCA = 0,1318, *mean* DLA= 0,5919) lebih besar daripada kelompok perusahaan dengan harga penawaran perdana rendah (*mean* DCA= 0,0707, *mean* DLA= 0,5462). Bila dilakukan uji beda atas kedua kelompok perusahaan ini, maka yang terbukti signifikan ($\alpha= 0,05$) hanya untuk proksi manajemen laba dengan DCA.

Berdasarkan nilai *market value*, manajemen laba yang dilakukan kelompok perusahaan dengan *market value* kecil (*mean* MV= 104 milyar rupiah) mempunyai tendensi untuk melakukan manajemen laba yang lebih besar pada DCA (*mean* DCA= 0,1317) dan kecil untuk proksi DLA (*mean* DLA = 0,5568). Sedangkan untuk kelompok perusahaan yang memiliki *market value* besar (*mean* MV= 1,26 triliun rupiah), cenderung untuk melakukan manajemen laba yang lebih besar

pada DLA (*mean* DLA= 0,5818) dan kecil untuk DCA (*mean* DCA= 0,0722). Uji beda yang dilakukan atas kedua kelompok perusahaan untuk kedua jenis proksi manajemen laba (DCA dan DLA), hanya menunjukkan bahwa manajemen laba dilakukan melalui DCA yang berbeda secara signifikan ($\alpha= 0,05$). Dengan kata lain, hanya manajemen laba yang dilakukan melalui DCA oleh kelompok perusahaan dengan *market value* kecil (*mean* MV= 104 milyar rupiah) yang terbukti lebih besar daripada kelompok perusahaan dengan MV besar.

Analisis di atas ternyata bisa menjelaskan bahwa karakteristik perusahaan secara signifikan membedakan perlakuan manajemen laba dalam jangka pendek (DCA), tetapi tidak dalam jangka panjang.

Hasil Pengujian Hipotesis 1

Hipotesis 1 (H_1) dalam penelitian ini mengatakan bahwa perusahaan IPO melakukan manajemen laba pada laporan keuangan yang diungkapkan pada prospektus penawaran. Hasil pengujian hipotesis 1 ditampilkan pada tabel 3.

Tabel 3
Uji Signifikansi Manajemen Laba

t	Sig (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference		
			Lower	Upper	
			Test Value = 0		
DCA	6.727	.000	.10111019	.07140762	.13081276
DLA	18.167	.000	.57304240	.51070826	.63537654
RAMCFO	-.293	.770	-.00431866	-.033494	.02485638
RAMCOGS	.013	.990	.00018359	-.027403	.02777068

Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai rata-rata DCA 10,11% dengan standar deviasi 18,35% signifikan secara statistik pada $\alpha= 1\%$. Begitu juga untuk variabel DLA, dengan nilai rata-rata sebesar 57,30% dan standar deviasi 38,5% signifikan secara statistik. Sedangkan untuk variabel manipulasi aktivitas riil melalui CFO dan COGS, secara rata-rata kedua variabel ini tidak signifikan (tidak lebih besar dari nol secara statistik) pada $\alpha= 5\%$. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO dari periode 1994 sampai 2003, terbukti secara statistik melakukan manajemen laba rata-rata melalui variabel akrual diskresioner yaitu variabel akrual diskresioner lancar dan variabel akrual

diskresioner jangka panjang, namun tidak dapat dibuktikan manajemen laba melalui manipulasi aktivitas riil.

Hasil Pengujian Hipotesis 2

Sebelum dilakukan pengujian terhadap hipotesis 2, dilakukan uji beda rata-rata kinerja saham 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun atas kategori perusahaan yang melakukan manajemen laba pada level konservatif dan level agresif. Dalam pengujian ini juga digunakan 2 proksi manajemen laba, yaitu akrual diskresioner lancar (DCA) dan akrual diskresioner jangka panjang (DLA). Tabel 4 memperlihatkan pembagian kuartil tingkat manajemen laba. Berdasarkan nilai DCA dan DLA, kelompok sampel pada kuartil 1 didefinisikan sebagai konservatif, sedangkan sampel pada kuartil 4 didefinisikan sebagai agresif.

Tabel 4
Karakteristik Manajemen Laba Perusahaan Sampel per Kuartil

Kuartil	DCA			DLA		
	Batas antar Kuartil	Mean	Median	Batas antar Quartil	Mean	Median
Q1	DCA < -0.005	-0.0819	-0.0602	DLA < 0.288	0.1256	0.1238
Q2	-0.005 ≤ DCA < 0.0625	0.0293	0.0281	0.288 ≤ DLA < 0.530	0.4243	0.4443
Q3	0.0625 ≤ DCA < 0.175	0.1132	0.1109	0.530 ≤ DLA < 0.775	0.6471	0.6398
Q4	DCA ≥ 0.175	0.3472	0.3008	DLA ≥ 0.775	1.0804	1.0085

Uji beda atas kedua kelompok sampel konservatif dan agresif terlihat pada tabel 5. Analisis menunjukkan bahwa secara statistik nilai rata-rata kinerja kedua kelompok sampel tidak berbeda untuk semua jangka waktu dan semua ukuran kinerja. Dengan kata lain dapat dinyatakan bahwa kinerja saham perusahaan tidak dipengaruhi oleh derajat manajemen laba yang dilakukan.

Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan penelitian Teoh et al. (1998) yang menemukan adanya perbedaan kinerja pasar 3 tahun setelah IPO dengan tingkat manajemen laba (konservatif atau agresif) yang dilakukan manajemen. Perusahaan dengan akrual diskresioner yang lebih besar akan mengalami kinerja imbal hasil saham yang lebih buruk dalam jangka panjang, begitupun sebaliknya. Ketidakkonsistenan hasil pengujian ini dengan penelitian Teoh et al. (1998) diduga karena penelitian ini dilakukan di pasar yang berbeda dengan penelitian Teoh et al. (1998).

Tabel 5
Ringkasan Kinerja Jangka Panjang per Kelompok Konservatif dan Agresif
Manajemen Laba

Variabel	Mean DCA			Mean DLA		
	Konservatif	Agresif	t value	Konservatif	Agresif	t value
CAR1	-0.3552	-0.1066	-1.173	-0.0599	-0.2812	0.969
CAR2	0.1489	0.0075	-1.14	0.0796	0.2766	0.675
CAR3	0.3867	0.1362	-0.552	0.1806	0.4332	0.4
BHR1	-0.2279	-0.0926	-0.449	0.2178	-0.3131	1.331
BHR2	-0.45	-0.1094	-0.994	0.0859	-0.2433	0.393
BHR3	-0.4266	-0.4486	0.274	1.1029	-0.165	0.699
ROE1	0.4054	0.2298	0.5165	0.3093	0.1443	0.4928
ROE2	0.1213	-0.0421	1.1733	0.0244	-0.0578	0.6301
ROF3	0.1149	-0.0049	0.6011	-0.0572	0.0605	-0.5902

Hasil pengujian hipotesis 2 terhadap 148 sampel penelitian dapat dilihat pada tabel 6 dan tabel 7.

Kinerja Pasar Dihitung Berdasarkan Metode CAR

Hasil uji statistik atas kinerja pasar jangka panjang yang dihitung berdasarkan metode *cummulative abnormal return adjusted IHSG* untuk masa 1 tahun, 2 tahun, dan 3 tahun setelah IPO dapat dilihat pada tabel 6.

Dari tabel 6 dapat kita lihat bahwa untuk model pengujian kinerja saham yang diukur dengan metode CAR untuk 1 tahun setelah IPO, menunjukkan nilai yang signifikan untuk model secara keseluruhan (Prob F stat= 0,0000 pada $\alpha=0,01$) dengan nilai R^2 sebesar 32,91%, atau dengan kata lain semua variabel yang dimasukkan dalam model (4 variabel akruaI dan 5 variabel kontrol) dapat menjelaskan variasi kinerja saham selama 1 tahun yang dihitung dengan menggunakan metode *cummulative abnormal return* sebesar 32,91%. Dari nilai uji statistik masing-masing variabel (Prob t stat) diketahui bahwa terdapat 2 variabel akruaI (DCA, DLA) dan 5 variabel kontrol (IR, OFF, LogMV1, D_PBK, dan D_PAK) yang signifikan secara statistik. Tanda koefisien dari masing-masing variabel yang mempengaruhi kinerja imbal hasil saham 1 tahun setelah IPO konsisten dengan hipotesis yang dibangun. Hal ini mengimplikasikan bahwa pengaruh dari masing-masing variabel yang signifikan terhadap kinerja saham 1 tahun yang diperoleh dari hasil pengujian empiris sesuai dengan teori yang berlaku, yaitu semakin tinggi akruaI diskresioner, semakin rendah *return* imbal hasil saham.

Tabel 6
Hasil Regresi Kinerja Pasar dengan Metode CAR

Variabel	Hipo	Koef	t-Stat	Prob.
PANEL A : Model CAR 1 Tahun				
C		-1.0314	-1.0070	0.3157
DCA	+/-	0.5369	1.7235	0.0871*
NDCA	+	-0.5056	-0.4656	0.6423
DLA	+/-	-0.3791	-2.3442	0.0205**
NDLA	+	-0.6701	-0.4756	0.6351
IR	-	-0.3810	-3.6529	0.0004***
OFF	-	-0.0001	-3.0921	0.0024***
LOG(MV1)	+	0.1947	2.1493	0.0334**
D_PBK		-0.6627	-3.2271	0.0016***
D_PAK		-0.7917	-4.2644	0.0000***
R ²			0.3291	
Prob(F-stat)			0.0000***	
PANEL B : Model CAR 2 Tahun				
C		2.6510	1.2675	0.2071
DCA	+/-	-0.0698	-0.1107	0.9121
NDCA	+	2.4099	1.0963	0.2749
DLA	+	-0.1008	-0.3081	0.7585
NDLA	+	5.5096	1.9355	0.0550*
IR	-	-0.0940	-0.4472	0.6555
OFF	-	-0.0002	-2.5059	0.0134**
LOG(MV1)	+	-0.0873	-0.4744	0.6360
D_PBK		-0.6454	-1.5404	0.1258
D_PAK		-1.0595	-2.8112	0.0057***
R ²			0.1739	
Prob(F-stat)			0.0049***	

Lanjutan Tabel 6 Hasil Regresi Kinerja Pasar dengan Metode CAR

Variabel	Hipo	Koef	t-Stat	Prob.
PANEL C : Model CAR 3 Tahun				
C		0.0660	0.0266	0.9788
DCA	+/-	-0.0266	-0.0329	0.9738
NDCA	+	1.8631	0.6707	0.5035
DLA	+/-	-0.1174	-0.2806	0.7794
NDLA	+	4.9131	1.3679	0.1736
IR	-	0.1339	0.5051	0.6143
OFF	-	-0.0005	-4.2982	0.0000***
LOG(MV1)	+	0.0726	0.3285	0.7430
D_PBK		1.2319	2.5910	0.0106**
D_PAK		0.9634	2.0289	0.0444**
R ²			0.1772	
Prob(F-stat)			0.0040***	

Variabel Dependen:

Cummulative Abnormal Return (CAR) 1 tahun (Panel A), 2 tahun (Panel B), 3 tahun (Panel C) setelah perusahaan IPO yang di-adjust dengan IHSG.

Variabel Independen:

Discretionary Current Accrual (DCA), *Non Discretionary Current Accrual* (NDCA), *Discretionary Long Term Accrual* (DLA), *Non Discretionary Long Term Accrual* (NDLA), *Initial Return* (IR), Harga penawaran perdana (OFF), logaritma *market value* perusahaan setelah IPO (LOG(MV)), *Dummy* Periode Sebelum Krisis (D_PBK), dan *Dummy* Periode Setelah Krisis (D_PAK).

Jumlah N setelah data outlier dikeluarkan adalah 148 perusahaan.

*** signifikan 1 %

** signifikan 5%

* signifikan 10%

Namun menurut Subramanyam (1996) apabila pasar dapat membedakan akrual diskresioner yang bersifat oportunistik dan efisien, maka akrual diskresioner yang oportunistik akan berhubungan negatif dengan imbal hasil saham, dan akrual diskresioner yang efisien akan berhubungan positif dengan imbal hasil saham (Veronica 2005). Dengan kata lain, variabel DCA yang berpengaruh positif terhadap imbal hasil saham pada hasil penelitian ini dinilai akrual yang efisien

oleh pasar, sehingga semakin tinggi nilai DCA, semakin tinggi imbal hasil saham. Namun variabel manajemen laba DLA yang berpengaruh negatif terhadap imbal hasil saham dinilai merupakan akrual diskresioner yang oportunistik oleh pasar, sehingga semakin besar nilai DLA ini, semakin rendah imbal hasil saham perusahaan. Begitupun untuk variabel IR dan OFF, yang berdasarkan teori semakin tinggi nilai IR atau OFF (*investor overreaction*), semakin rendah kinerja jangka panjang saham perusahaan. Untuk variabel LOGMV1 juga sesuai teori, bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan searah dengan kinerja saham, yaitu semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar kinerja saham perusahaan, dan sebaliknya.

Signifikansi variabel DCA (Prob= 0,0871) dan DLA (Prob= 0,0205) mengindikasikan bahwa tindakan manajemen laba pada saat IPO berdampak pada kinerja saham perusahaan pada jangka waktu 1 tahun. Berbeda dengan DCA, koefisien DLA bertanda negatif yang dapat diartikan bahwa pengelolaan laba yang diprosikan dengan DCA dinilai positif oleh pasar, sedangkan pengelolaan laba yang diprosikan dengan DLA dinilai negatif oleh pasar. Hubungan DCA positif diduga karena dalam jangka pendek (1 tahun), belum terjadi penurunan kinerja. Hasil ini sesuai dengan penelitian Veronica (2005) yang menemukan bahwa akrual diskresioner dinilai positif oleh pasar.

Untuk kinerja saham selama 2 tahun (Panel B), hasil pengujian regresi atas model secara keseluruhan menunjukkan nilai yang signifikan, dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,01$ (Prob F stat= 0,0049). Nilai R^2 untuk model CAR 2 tahun ini adalah 17,39 %. Namun bila dibandingkan dengan hasil pengujian model CAR 1 tahun, dapat dilihat bahwa terjadi penurunan kemampuan variabel-variabel independen dan variabel kontrol yang dimasukkan ke dalam model dalam menjelaskan kinerja jangka panjang saham, dari 32,91 % pada CAR 1 tahun menjadi 17,39 % pada CAR 2 tahun. Hal ini mengindikasikan bahwa setelah 1 tahun, kemampuan informasi akuntansi untuk menjelaskan kinerja saham menurun.

Untuk model kinerja saham 2 tahun, variabel-variabel yang mempengaruhi secara individu (signifikan secara individu) adalah variabel NDLA, OFF dan Dummy periode IPO setelah krisis (D_PAK). Dari variabel-variabel yang signifikan secara individu pada model CAR 2 tahun dan CAR 1 tahun, dapat kita lihat bahwa telah terjadi pergeseran paradigma pasar. Ternyata kinerja saham selama 2 tahun di BEJ lebih terpengaruh positif oleh variabel NDLA, sedangkan variabel DCA dan DLA yang semula terbukti berpengaruh terhadap kinerja saham perusahaan selama 1 tahun, tidak terbukti signifikan secara statistik/tidak dipertimbangkan pasar. Dalam masa 2 tahun, berdasarkan uji statistik, variabel *initial return* dan *market value* perusahaan juga tidak dipertimbangkan lagi oleh pasar.

Koefisien NDLA yang bertanda positif ini konsisten dengan teori yang ada, yaitu NDLA merupakan proksi dari *unmanipulated earnings*, sehingga NDLA dinilai positif oleh pasar. Koefisien NDLA sebesar 5,5096 dapat diartikan bahwa setiap peningkatan 1% nilai NDLA akan meningkatkan kinerja pasar 2 tahun sebesar 5,51%. Hal ini menunjukkan apresiasi pasar yang cukup besar terhadap NDLA.

Model CAR 3 tahun (Panel C) juga menunjukkan nilai yang signifikan secara statistik untuk pengujian keseluruhan model (Prob F stat= 0,0040 pada $\alpha= 0,01$). Berbeda dengan hasil pengujian secara individu atas variabel-variabel yang mempengaruhi CAR 1 tahun dan CAR 2 tahun, pada model CAR 3 tahun tidak terdapat satupun variabel informasi akuntansi (akrual) yang signifikan secara statistik. Variabel yang signifikan secara individu hanya variabel kontrol harga penawaran saham perdana (OFF) dan Dummy periode IPO perusahaan (D_PBK dan D_PAK).

Walaupun model signifikan secara keseluruhan, namun kemampuan variabel-variabel akrual (informasi akuntansi) dan variabel kontrol dalam model untuk menjelaskan kinerja jangka panjang saham berkurang dibandingkan model CAR 1 tahun, terlihat dengan nilai R^2 yang diperoleh hanya sebesar 17,72%, kekuatan model pun berkurang yaitu hanya sebesar Prob F stat= 0,0040.

Dari hasil pengujian ketiga model CAR di atas, dapat disimpulkan bahwa variabel manajemen laba hanya berpengaruh terhadap kinerja pasar jangka pendek (1 tahun). Untuk jangka waktu 2 tahun, variabel akrual non-diskresioner jangka panjanglah yang menjadi untuk periode 3 tahun, tidak satupun variabel akrual (informasi akuntansi) yang signifikan secara statistik mempengaruhi kinerja saham jangka panjang perusahaan. Hal ini dapat dijelaskan karena pada jangka waktu yang lebih panjang, semakin banyak informasi yang lebih relevan tersedia bagi investor untuk mengambil keputusan, sehingga informasi dari laporan keuangan pada saat IPO menjadi kurang relevan. Penjelasan lainnya adalah pengaruh akrual diskresioner lebih cepat ditangkap pasar karena sifat dari akrual diskresioner sebagai komponen laba yang memungkinkan manajer untuk mencerminkan informasi privat mereka, menunjukkan tindakan oportunistik perusahaan dan juga dapat mencerminkan nilai ekonomi perusahaan (Subramanyam 1996). Karena itu, pengaruh akrual diskresioner inilah yang terlebih dahulu dipertimbangkan pasar dibanding pengaruh perubahan dalam akrual non-diskresioner yang menurut Horisson (1977) lebih disebabkan karena faktor diluar kendali manajemen. Karena pengaruh akrual (informasi keuangan) ini telah terakumulasi pada periode jangka pendek, maka dalam jangka panjang pengaruh variabel-variabel ini telah digantikan oleh variabel-variabel lain yang belum dipertimbangkan dalam model penelitian, seperti pengaruh optimisme investor pada awal perdagangan oleh Suroso (2005).

Kinerja Pasar Dihitung Berdasarkan Metode BHR

Sebagai analisis sensitivitas, model 4 diuji dengan menggunakan *buy and hold return* (BHR) sebagai ukuran kinerja saham di pasar. Hasil pengujian hipotesis 2 untuk model penelitian BHR dapat dilihat pada tabel 7.

Koefisien DLA yang negatif sesuai dengan yang diharapkan. Variabel OFF yang signifikan negatif menunjukkan bahwa harga penawaran mempengaruhi kinerja saham secara terbalik. Hal ini sesuai dengan hasil pengujian Jain & Kini (1994) dan Martani (2004). Begitu juga periode IPO yang mempengaruhi kinerja saham secara signifikan sesuai dengan temuan Veronica (2005).

Untuk model BHR 2 dan 3 tahun, secara keseluruhan kekuatan model dan kemampuan variabel informasi akuntansi yang dimasukkan ke dalam model secara bersama-sama dalam menjelaskan variasi kinerja return saham semakin berkurang dengan semakin panjangnya periode evaluasi kinerja saham. Hal ini terlihat dari nilai R^2 yang menurun dibandingkan model BHR 1 tahun. Jumlah variabel yang signifikan secara individu juga berkurang (2 variabel signifikan, OFF dan D_PAK pada tahun 2, dan 1 variabel OFF pada tahun 1).

Hasil pengujian ini berbeda dengan temuan Teoh et al. (1998) yang menunjukkan bahwa variabel akrual, DCA berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja imbal hasil saham yang dihitung dengan metode *buy and hold return* untuk jangka waktu 3 tahun setelah IPO. Perbedaan hasil ini diduga karena perbedaan karakteristik pasar dan perbedaan informasi yang ada di pasar Indonesia dengan pasar U.S. yang merupakan objek penelitian Teoh et al. (1998).

Dari hasil pengujian kinerja saham metode CAR dan BHR ini, disimpulkan bahwa kinerja saham yang dihitung dengan metode CAR lebih dapat menangkap pengaruh dari variabel-variabel bebas dan variabel kontrol yang dimasukkan ke dalam model dibandingkan dengan metode BHR. Hal ini diduga karena perbedaan dari pola perdagangan atas kedua metode perhitungan kinerja saham jangka panjang ini.

Hasil Pengujian Hipotesis 3

Pengujian terhadap hipotesis 3 dioperasionalisasikan dengan uji beda rata-rata kinerja saham 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun, atas kategori perusahaan yang melakukan manajemen laba pada level konservatif dan level agresif. Dalam pengujian ini, juga digunakan 2 proksi manajemen laba yaitu *discretionary curret accrual* (DCA) dan *discretionary long term accrual* (DLA). Tabel 8 memperlihatkan pembagian kuartil tingkat manajemen laba. Berdasarkan nilai DCA dan DLA, kelompok sampel pada kuartil 1 didefinisikan sebagai konservatif, sedangkan sampel pada kuartil 4 didefinisikan sebagai agresif.

Tabel 7
Hasil Regresi Kinerja Pasar dengan Metode BHR

Variabel	Hipo	Koef	t-Stat	Prob.
PANEL D : Model BHR 1 Tahun				
C		-0.6091	-0.2987	0.7657
DCA	+/-	0.6389	1.0298	0.3049
NDCA	+	0.3559	0.1646	0.8695
DLA	-	-0.7062	-2.1931	0.0300**
NDLA	+	0.1707	0.0609	0.9516
IR	-	-0.3207	-1.5442	0.1249
OFF	-	-0.0002	-1.6789	0.0955*
DNI_TA	-	-0.2847	-0.2487	0.804
LOG(AGE+1)	+	-0.4479	-1.0348	0.3026
LOG(MV1)	+	0.2169	1.2022	0.2314
D_PBK		-0.8526	-2.0851	0.0389**
D_PAK		-0.8384	-2.2679	0.0249**
R2			0.1536	
Prob(F-stat)			0.0155**	
Variabel	Hipo	Koef	t-Stat	Prob.
PANEL E : Model BHR 2 Tahun				
C		3.468	0.8027	0.4236
DCA	+/-	0.0101	0.0077	0.9939
NDCA	+	2.5734	0.5667	0.5718
DLA	-	-0.331	-0.49	0.6249
NDLA	+	5.7547	0.9786	0.3295
IR	-	-0.4987	-1.148	0.253
OFF	-	-0.0003	-1.719	0.0879*
DNI_TA	-	0.8567	0.3575	0.7213
LOG(AGE+1)	+	-0.0266	-0.0292	0.9767
LOG(MV1)	+	-0.1082	-0.2847	0.7763
D_PBK		-1.1142	-1.2873	0.2002
D_PAK		-1.7591	-2.2595	0.0254**
R2			0.0935	
Prob(F-stat)			0.2451	
Variabel	Hipo	Koef	t-Stat	Prob.
PANEL F : Model BHR 3 Tahun				
C		7.1269	0.5779	0.5643
DCA	+/-	-0.4578	-0.1148	0.9088

NDCA	+	10.6931	0.7787	0.4375
DLA	-	-0.8387	-0.4054	0.6858
NDLA	+	21.3359	1.2017	0.2316
IR	-	-0.9559	-0.7293	0.4671
OFF	-	-0.0011	-1.7987	0.0743*
DNI_TA	-	1.9594	0.2699	0.7877
LOG(AGE+1)	+	-1.8062	-0.6575	0.512
LOG(MV1)	+	-0.2143	-0.1962	0.8448
D_PBK		1.974	0.7628	0.4469
D_PAK		-0.5426	-0.2312	0.8175
R2			0.0474	
Prob(F-stat)			0.8138	

Variabel dependen:

Cummulative Abnormal Return (CAR) 1 tahun (Panel A), 2 tahun (Panel B), 3 tahun (Panel C) setelah perusahaan IPO yang di-adjust dengan IHSG.

Variabel Independen:

Discretionary Current Accrual (DCA), Non Discretionary Current Accrual (NDCA), Discretionary Long Term Accrual (DLA), Non Discretionary Long Term Accrual (NDLA), Initial Return (IR), Harga penawaran perdana (OFF), logaritma *market value* perusahaan setelah IPO (LOG(MV)), Dummy Periode Sebelum Krisis (D_PBK), dan Dummy Periode Setelah Krisis (D_PAK).

Jumlah N setelah data outlier dikeluarkan adalah 148 perusahaan.

*** signifikan 10%

** signifikan 5%

* signifikan 10%

Tabel 8
Karakteristik Manajemen Laba Perusahaan Sampel per Kuartil

Kuartil	DCA			DLA		
	Batas antar Kuartil	Mean	Median	Batas antar Kuartil	Mean	Median
Q1	DCA < -0.005	-0.0819	-0.0602	DLA < 0.288	0.1256	0.1238
Q2	-0.005 ≤ DCA < 0.0625	0.0293	0.0281	0.288 ≤ DLA < 0.530	0.4243	0.4443
Q3	0.0625 ≤ DCA < 0.175	0.1132	0.1109	0.530 ≤ DLA < 0.775	0.6471	0.6398
Q4	DCA ≥ 0.175	0.3472	0.3008	DLA ≥ 0.775	1.0804	1.0085

Uji beda atas kedua kelompok sampel konservatif dan agresif terlihat pada tabel 9. Analisis menunjukkan bahwa secara statistik nilai rata-rata kinerja kedua kelompok sampel tidak berbeda untuk semua jangka waktu dan semua ukuran kinerja. Dengan kata lain dapat dinyatakan bahwa kinerja saham perusahaan tidak dipengaruhi derajat manajemen laba yang dilakukan.

Tabel 9
Ringkasan Kinerja Jangka Panjang per Kelompok Konservatif dan Agresif
Manajemen Laba

Variabel	Mean DCA			Mean DLA		
	Konservatif	Agresif	t value	Konservatif	Agresif	t value
CAR1	-0.3552	-0.1066	-1.173	-0.0599	-0.2812	0.969
CAR2	0.1489	0.0075	-1.14	0.0796	0.2766	0.675
CAR3	0.3867	0.1362	-0.552	0.1806	0.4332	0.4
BHR1	-0.2279	-0.0926	-0.449	0.2178	-0.3131	1.331
BHR2	-0.45	-0.1094	-0.994	0.0859	-0.2433	0.393
BHR3	-0.4266	-0.4486	0.274	1.1029	-0.165	0.699
ROE1	0.4054	0.2298	0.5165	0.3093	0.1443	0.4928
ROE2	0.1213	-0.0421	1.1733	0.0244	-0.0578	0.6301
ROE3	0.1149	-0.0049	0.6011	-0.0572	0.0605	-0.5902

Hasil pengujian hipotesis 3 ini tidak sesuai dengan penelitian Teoh et al. (1998) yang menemukan adanya perbedaan kinerja pasar 3 tahun setelah IPO dengan tingkat manajemen laba (konservatif atau agresif) yang dilakukan manajemen. Perusahaan dengan *discretionary accrual* lebih besar akan mengalami kinerja (*return*) saham yang lebih buruk dalam jangka panjang, begitu juga sebaliknya. Ketidakkonsistenan hasil pengujian ini dengan penelitian Teoh et al. (1998), diduga karena penelitian ini dilakukan di pasar yang berbeda dengan penelitian Teoh et al. (1998).

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis praktek manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan IPO di Indonesia. Secara khusus, penelitian ini ingin menganalisis manajemen laba dengan metode *real activities manipulation*. Selain itu, penelitian ini ingin membuktikan secara empiris adanya dampak manajemen laba yang dilakukan pada saat IPO dengan fenomena penurunan kinerja saham jangka panjang.

Dari hasil penelitian di atas dapat dideteksi motivasi manajemen laba pada saat perusahaan melakukan IPO dengan menggunakan ukuran manajemen laba yang klasik, akrual diskresioner namun tidak dengan manipulasi aktivitas riil. Manajemen laba melalui akrual terbukti mempengaruhi kinerja pasar dalam jangka pendek. Kemampuan manajemen laba memprediksi kinerja saham dalam jangka waktu yang lebih panjang menjadi menurun. Penelitian ini juga tidak menemukan

perbedaan kinerja saham pada setiap jangka waktu yang disebabkan oleh praktek manajemen laba yang konservatif dan agresif.

Berdasarkan hasil penelitian ini, diharapkan investor—sebagai pihak yang akan menggunakan informasi prospektus dan laporan keuangan dalam mengambil keputusan investasi pada saat IPO—akan berhati-hati memahami laporan keuangan yang disampaikan emiten, karena terbukti terdapat motivasi dan pilihan emiten untuk melakukan manajemen laba pada saat IPO. Bagi regulator sebagai pihak pengawas dan pembuat kebijakan, hasil penelitian ini harusnya dapat menjadi dasar dan pertimbangan dalam menyusun kebijakan dan aturan mengenai *go public* yang dapat menjamin kepercayaan dan kekayaan investor/ masyarakat.

Penelitian yang dilakukan mungkin tidak luput dari keterbatasan-keterbatasan yang ada, seperti keterbatasan data yang hanya menggunakan data pasar sampai tahun 2006. Oleh karena itu pengembangan penelitian di masa datang diharapkan menggunakan jumlah data yang lebih besar, periode penelitian yang lebih panjang serta sistem data yang dapat menjamin keakuratan data yang diolah. Apalagi dengan penggabungan BES dengan BEJ menjadi satu bursa efek tunggal yaitu Bursa Efek Indonesia yang terhitung aktif mulai tanggal 1 Desember 2007, diharapkan ketersediaan data pasar lebih mudah diperoleh karena sumber dan penyebaran informasi bagi masyarakat tersentral hanya pada satu bursa efek dengan infrastruktur, sistem, dan *database* yang lebih terintegrasi.

Selain itu ada baiknya bagi penelitian selanjutnya untuk mengembangkan penelitian mengenai manajemen laba melalui manipulasi aktivitas riil yang merupakan konsep yang baru berkembang, seperti dengan menguji variabel manipulasi aktivitas riil lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J., C. Lin, and M. Loeb. "Initial Public Offerings, Accounting Choice, and Earning Management." *Contemporary Accounting Research*, Fall (1993): 61-83
- Alvarez, Susana, Victor M. Gonzalez. *Long-Run Performance of Initial Public Offerings (IPOs) in The Spanish Capital Market*. University of Oviedo
- Assih, Prihat, Hastuti Ambar Woro, dan Parawiyati. "Pengaruh Manajemen Laba pada Nilai dan Kinerja Perusahaan." *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* vol.2 no.2 (2005).
- Copeland, R.M and J.F. Wojdak. "Income Manipulation and the Purchase-Pooling Choice." *Journal of Accounting Research* (Autumn) 1969 : 188-195

- Dechow P.M, Sloan, and A. Sweeney,. "Detecting Earnings Management". *The Accounting Review* 70 no. 2 (1995): 193-225
- DeFond, M.L. and J. Jiambalvo. "Debt Covenant Violations and Manipulation of Accruals." *Journal of Accounting and Economics* 17 (1994): 145-176
- Friedland, J.M. "Accounting Choice of Issuers of Initial Public Offerings". *Accounting Research* 11, no.1 (1994):1-31.
- Gujarati, Damodar N. *Basic Econometrics* 4th edition. McGraw Hill, 2003.
- Healy, Paul M. and James M. Wahlen. *A Review of Earnings Management Literature and Implication for Standard Setting*, 1999.
- Ibbotson, Roger G. "Price Performance of Common Stock New Issues." *Journal of Financial Economics* 2 (1975): 235-272.
- Jain, Bharat A and Omesh Kini. 1994, "The Post Issue Operating Performance of Initial Public Offering Firms." *Journal of Finance* vol. XLIX, no.5, (1994).
- Jones, J.J. "Earnings Management during Import Relief Investigations". *Journal of Accounting Research* (1991): 193 – 228.
- Martani, Dwi. "Pengaruh Manajemen Informasi dan Determinan Lain terhadap Harga Saham, Initial Return dan Kinerja Saham Jangka Panjang Study Empiris Perusahaan Go Publik di BEJ." Disertasi S3 Pascasarjana Ilmu Manajemen UI, 2004.
- Rao, Gita.R. "The Relation between Stock Returns and Earning: A Study of Newly-Public Firms." Working Paper, Kidder Peabody and Co, New York, 1993
- Ritter. Jay, 1991, "*The Long run Performance of Initial Public Offerings*", *The Journal of Finance*, vol. 46, no.1: 3-28
- Roosenboom, Peter, Tjalling Van der Goot, and Gerard Merten. "Earnings Management and Initial Public Offerings: Evidence from the Netherlands." *The Journal of Accounting* 38 (2003): 243-266.
- Roychordhury, Sugata. "Earnings Management through Real Activities Manipulation", *Journal of Accounting and Economics* 42 (2006).
- Saiful."Hubungan Manajemen Laba (Earnings Management) dengan Kinerja Operasi dan Return Saham di Sekitar IPO." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* vol. 7, no.3 (2004).
- Schilit, Howard. *Financial Shenanigan:How to Detect Accounting Games & Fraud in Financial Report* 2nd edition, McGraw Hill, 2002.
- Sensi, Ludovicus W. "Memahami Lebih Jauh Aspek Earnings Management, Financial Shenanigans, dan Rekayasa Keuangan." *EBAR*, vol II, no.1.
- S*olowy, Herve and Gaetan Breton. *Accounts Manipulation: A Literature Review and Proposed Conceptual Framework* 8th draft, 2003.

- Suroso. "Hubungan Kinerja Jangka Panjang Saham Pasca-IPO dengan Optimisme dan Divergensi Opini Investor serta Tindakan Oportunis Emiten." Disertasi S3 Pascasarjana Ilmu Manajemen UI, 2005.
- Teoh S., I. Welch, and Wong T. "Earning Management and the Long Run Market Performance of Initial Public Offering." *The Journal of Financial* vol. LIII, no.6 (1998)
- Veronica, Siylvia dan N.P Siregar. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management) dan Kekeliruan Penilaian Pasar." Disertasi S3 Pascasarjana Ilmu Manajemen UI, 2005.
- "Panduan Go Publik". Bursa Efek Jakarta. www.jsx.co.id.