



***EARNINGS MANAGEMENT MELALUI ACCRUAL DAN REAL
ACTIVITIES MANIPULATION PADA INITIAL PUBLIC
OFFERINGS DAN KINERJA JANGKA PANJANG
(STUDI EMPIRIS PADA BURSA EFEK JAKARTA)***

TESIS

**DIAJUKAN SEBAGAI SALAH SATU SYARAT UNTUK
MEMPEROLEH GELAR MAGISTER DALAM ILMU
AKUNTANSI**

ANNISAA' RAHMAN

6605030019

**PROGRAM STUDI ILMU AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS INDONESIA
JAKARTA 2007**



***EARNINGS MANAGEMENT MELALUI ACCRUAL DAN REAL
ACTIVITIES MANIPULATION PADA INITIAL PUBLIC
OFFERINGS DAN KINERJA JANGKA PANJANG
(STUDI EMPIRIS PADA BURSA EFEK JAKARTA)***

ANNISAA' RAHMAN

6605030019

PROGRAM STUDI ILMU AKUNTANSI

FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS INDONESIA

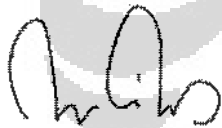
JAKARTA 2007

**PERPUSTAKAAN
UNIVERSITAS INDONESIA**

LEMBAR PERSETUJUAN KARYA AKHIR

Nama Mahasiswa : Annisaa' Rahman
Nomer Mahasiswa : 6605030019
Program Studi : Ilmu Akuntansi
Judul Karya Akhir : *Earnings Management Melalui Accrual dan Real Activities Manipulation pada Initial Public Offerings dan Kinerja Jangka Panjang (Studi Empiris Pada Bursa Efek Jakarta)*

Jakarta, 30 Juli 2007



Dr. Ferdinand T. Siagian
Ketua Program Studi



Yanthi Hutagaol, Ph.D
Pembimbing Tesis

LEMBAR PENGESAHAN KARYA AKHIR

Nama Mahasiswa : Annisaa' Rahman
Nomer Mahasiswa : 6605030019
Program Studi : Ilmu Akuntansi
Judul Karya Akhir : *Earnings Management Melalui Accrual dan Real Activities Manipulation pada Initial Public Offerings dan Kinerja Jangka Panjang (Studi Empiris Pada Bursa Efek Jakarta)*

Telah diuji dan dinyatakan lulus di depan tim penguji pada hari Kamis, tanggal 26 Juli 2007.



Dr. Ferdinand T. Siagian
Ketua Tim Penguji



Dr. Lindawati Gani
Anggota Tim Penguji



Yanthi Hutagaol, Ph.D
Anggota Tim Penguji

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan pada Bursa Efek Jakarta atas 149 perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* dari periode 1994 sampai dengan 2003. Secara umum penelitian ini bertujuan untuk membuktikan adanya tindakan oportunistik perusahaan pada saat melakukan IPO, menguji pengaruh manajemen laba terhadap kinerja jangka panjang perusahaan, membuktikan adanya fenomena penurunan kinerja jangka panjang (*underperformance*) perusahaan setelah IPO serta untuk memberikan gambaran dan perbandingan mengenai berbagai metode perhitungan manajemen laba dan kinerja jangka panjang perusahaan IPO tersebut.

Manajemen laba pada penelitian ini akan diproksikan oleh 2 variabel akrual yaitu *discretionary current accrual* (DCA) dan *discretionary long term accrual* (DLA) serta oleh 2 variabel *real activities manipulation* yaitu *real activities manipulation* melalui CFO dan COGS. Sedangkan fenomena penurunan kinerja jangka panjang akan diukur berdasarkan ukuran kinerja pasar (metode *cumulative abnormal return* dan *buy and hold return*) dan kinerja operasi untuk periode 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO. Metodologi yang digunakan dalam melakukan penelitian ini adalah dengan melakukan uji beda dan regresi berganda.

Penelitian ini menemukan bahwa (1) terjadi manajemen laba pada saat perusahaan melakukan IPO dengan menggunakan proksi akrual diskretioner namun tidak untuk proksi *real activities manipulation* (2) variabel manajemen laba (DCA dan DLA) hanya dapat mempengaruhi kinerja pasar dalam jangka waktu 1 tahun dan (3) adanya fenomena *underperformance* atas perusahaan publik dalam pasar Indonesia. Sedangkan hipotesa bahwa DCA merupakan variabel yang paling superior mempengaruhi penurunan kinerja jangka panjang dan bahwa kinerja jangka panjang perusahaan yang melakukan manajemen laba secara agresif pada saat IPO lebih buruk daripada perusahaan yang melakukan manajemen laba secara konservatif, tidak didukung oleh penelitian ini.

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

ABSTRACT

This study investigates 149 Initial Public Offering (IPO) made by companies listed in Jakarta Stock Exchange (JSX) from 1994 up to 2003. In general, this study is aimed to prove whether firms opportunistically manipulate earnings in the period of IPO. Specifically this study examine the effect of earnings management on firms long term performance, to investigate whether company experience a phenomena of post IPO underperformance, and provide explanation and comparison of several methods of earning management and long-term performance measurement.

In this study, earnings management proxies by two accruals variable which are discretionary current accruals and discretionary long term accruals and another two variable of real activities manipulation; real activities manipulation through CFO and COGS. In addition, the underperformance phenomenon is measured by market performance (Cumulative Abnormal Return and Buy and Hold method) and operation performance for periods 1 years after IPO, 2 years after IPO and 3 years after IPO's date. The methodologies used in this thesis are t test and multiple regression models.

This study results (1) earnings management finds through accruals but not through real activities manipulation (2) earnings management effect stock performance 1 year after IPO and (3) underperformance phenomena toward public companies in Indonesia. Otherwise, this research does not support discretionary current accrual as the superior variable that caused the decrease of after market performance. Finally, this research suggests IPO issuers with aggressive earnings management does not poor stock return than conservative earnings management.

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

KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmananirrahim

Puji syukur penulis ucapkan kehadiran Allah SWT, atas segala rahmat dan karunia serta atas kekuatan yang telah dilimpahkan-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Dan Salawat beriring salam tak lupa dikirimkan buat Nabi Muhammad SAW yang menjadi tauladan bai semua umatnya.

Tesis ini berjudul “ *Earning Management Melalui Accrual dan Real Activities Manipulation dan Kinerja Jangka Panjang (Studi Empiris Pada Bursa Efek Jakarta)*” yang diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar magister dalam ilmu akuntansi. Penulis menyadari, selaku hamba Allah SWT yang tidak luput dari kekurangan tesis ini mungkin masih jauh dari kesempurnaan, baik dalam penyajian materi maupun dalam pembahasan serta teknik penulisan. Namun tetap penulis berharap tulisan ini dapat memberi manfaat bagi para pembaca.

Banyak pihak yang telah membantu, memberi dukungan kepada penulis dalam hal penyelesaian S2 atau tesis penulis ini, sehingga tak pantas jikalau penulis tidak mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang penulis hormati sebagai berikut:

1. Bapak Ferdinand T. Siagian, selaku Ketua Program Pascasarjana Ilmu Akuntansi dan dosen penguji.
2. Ibuk Yanthi Hutagaol P.hd, selaku dosen pembimbing saya yang telah bersedia meluangkan banyak waktunya diantara berbagai kesibukannya dalam memberikan bimbingan sehingga tesis ini dapat diselesaikan tepat waktu. Alhamdulillah di bawah bimbingan ibuk saya merasa begitu banyak sekali memperoleh ilmu dan pengetahuan, serta kemudahan-kemudahan.
3. Ibuk Dr. Lindawati Gani, selaku dosen penguji sidang tesis.
4. Seluruh dosen-dosen Pasca Sarjana Ilmu Akuntansi Universitas Indonesia
5. Citibank berkerjasama dengan Fakultas Ekonomi Universitas Andalas yang telah memberikan bantuan dana pendidikan berupa beasiswa penuh S2.
6. Bapak Syahril Ali Msi, Ak dan Bapak Riwayadi MBA, Ak, selaku Ketua Jurusan dan Sekretaris Jurusan Akuntansi Universitas Andalas, Ibuk Yurniwati, Ibuk Ed, Ak, Ibuk Asniati, Fauzan, Suhernita serta dosen-dosen lainnya yang tidak dapat saya sebutkan namanya satu per satu, terima kasih atas segala dukungannya.

Secara khusus penulis juga ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya serta doa kepada orang-orang yang bertempat khusus dihati penulis:

1. Teristimewa buat keluarga ku tercinta dan yang sangat mencintai ku.
Ayah (Alm) tercinta, yang harus ku iklaskan kepergiannya disaat aku melaksanakan studi ini. Ibu tercinta, yang dengan berat hati harus ku tinggalkan demi menyelesaikan studi ini. Da al tercinta, yang menjadi kakak tempat ku mengadu dan adek ku ii terciata, yang harus menggantikan tanggung jawab ku untuk menjaga dan menemani ibu disaat aku harus menyelesaikan studi ini. Tiada yang lain yang ku harapkan di dunia ini, selain untuk dapat membuat bangga dan membahagiakan keluarga.
2. Abang tersayang, atas kesabaran mu mendengarkan semua keluh kesah icha, atas bantuan nyari data, dan atas semuanya. Semoga Allah SWT memudahkan jalan kita berdua untuk bisa selalu bersama dalam ridho-Nya.
3. Buat Ibu, Papa, Uni Aim, Uda dan keluarga Payakumbuh yang telah turut mendoakan icha.
4. Buat "my best friend" cici yang tidak bisa ku hadiri hari pernikabannya, karena penyelesaian tesis ini, begitu juga buat Rika, Pepi, dan Desi.
5. Buat teman-teman S2 PIA UI yang telah 2 tahun bersama dalam berbagai mata kuliah, diskusi jurnal, cerita, gosip, traktiran resto to resto, jalan2, shopping mall to mall, foto2 (dari penjelasan ini, tau donk berapa cuma porsi belajarnya, he3x..): Mbak poppy teman kenalan 1st dan sampai akhir perjuangan tesis, Mbak Wilma cepat kelarin tesisnya ya mbak, Mbak Made dan Mbak Isti kapan kita ngekos lg ya mbak, Mbak Salis semangat terus sampai lulus sidang ya mbak, Mbak Elok kapan ke padang lg mbak, Lulus inget pesan m'isti lus, hbs ini pikirin nikah dl, Fani semoga cepat ambil S3 ya, Mbak Eri met lulus juga ya mbak, Mbak Susi, Mbak Nurul, Mbak Neneng, Paul, Mas Satria, apa kemana seh kok nggak muncul2 di kampus.
6. Buat teman-teman S3, teman sekaligus pembimbing kuliah, tesis, diskusi, tapi kadang2 pembimbing gosip, jalan2 + foto2 qt juga: Mbak Nung dan Mbak Liani atas waktu dan segala bimbingan tesis non-formalnya, Mbak Yeyek dan Mbak Lizzy soul of PIA, Pak Benny, Pak Wing, Pak Sensi, Pak Arya dan Pak Irwanto, Top 5 Mr in PIA, Mbak Ana dan Mbak Erwin, buat semuanya

semoga sukses kuliah, prelim dan disertasinya. Tetap kabar2i diriku ya dengan semua info lovely PIA.

7. Buat semua teman-teman PIA lainnya, mbak sus dan mbak mega makasi *support*-nya waktu aku sidang, irwan dan pak her, cepat2 kelarin tesisnya juga ya, dan buat teman-teman PIA lain yang tidak dapat disebutkan namanya satu per satu, namun dapat dikenang pertemanan kita dalam hati ini.
8. Juga buat mbak ai, mbak dona, mbak eka, mas imung, mas ikhwan, mas eri yang telah membantu dalam semua urusan-urusan per PIA-an. serta tak lupa juga buat Pak Su, Mas Mansur, dll.



DAFTAR ISI

Abstrak	i
Abstract	ii
Kata Pengantar	iii
Daftar Isi	vi
Daftar Tabel	viii
Daftar Gambar	viii
Daftar Lampiran	viii
I. Pendahuluan	1
I.1. Latar Belakang Penelitian	1
I.2 Masalah Penelitian	5
I.3. Tujuan Penelitian	5
I.4. Manfaat Penelitian	6
I.5 Sistematika Penulisan	7
II. Tinjauan Literatur	8
II.1 <i>Go Publik</i>	8
II.1.1 Manfaat dan Konsekuensi <i>Go Publik</i>	8
II.1.2 Proses <i>Go Publik</i>	13
II.1.3 Fenomena IPO Sabam	16
II.2 <i>Earnings Management</i>	18
II.2.1 Pengertian <i>Earnings Management</i>	18
II.2.2 Motivasi dan Pola <i>Earnings Management</i>	19
II.2.3 Teknik <i>Earnings Management</i>	23
II.2.3.1 <i>Accrual</i>	24
II.2.3.2 <i>Real Activities Manipulation</i>	26
II.3 Kinerja Jangka Panjang Perusahaan IPO	30
II.3.1 Kinerja Pasar	30
II.3.2 Kinerja Operasi Perusahaan	36
II.4 Penelitian Terdahulu Mengenai <i>EM</i> pada IPO	36
II.5 Pengembangan Hipotesis	39

III. Metodologi Penelitian	53
III.1 Model Penelitian	53
III.2 Operasionalisasi Variabel Penelitian	54
III.2.1 Variabel Terikat	54
III.2.2 Variabel Bebas	57
III.2.3 Variabel Kendali	62
III.3 Populasi dan Sampel	64
III.4 Pengumpulan Data	66
III.5 Metode Analisis dan Pengujian Empiris	67
III.5.1 Uji Asumsi Klasik Penelitian	67
III.5.2 Pengujian Empiris	69
III.5.3 Analisis Sensitivitas	70
IV. Analisis Hasil Penelitian	71
IV.1. Statistik Deskriptif	71
IV.2. Hasil Uji Asumsi Klasik	76
IV.3. Hasil Pengujian Hipotesis	77
IV.3.1 Hasil Pengujian Hipotesis 1	77
IV.3.2 Hasil Pengujian Hipotesis 2	78
IV.3.2.1 Kinerja Pasar Dihitung Berdasarkan Metode CAR	78
IV.3.2.2 Kinerja Pasar Dihitung Berdasarkan Metode BHR	84
IV.3.2.3 Analisis Tambahan Terkait Hasil Regresi Utama Hipotesis 2	88
III.3.3 Hasil Pengujian Hipotesis 3	93
III.3.4 Hasil Pengujian Hipotesis 4	94
III.3.5 Hasil Pengujian Hipotesis 5	95
V. Kesimpulan dan Saran	101
V.1 Kesimpulan Penelitian	101
V.2 Keterbatasan dan Saran Penelitian	103
Daftar Pustaka	104
Lampiran	107

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Prosedur Pemilihan Sampel Penelitian	65
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif	71
Tabel 4.2 Perbandingan Manajemen Laba	73
Tabel 4.3 Output <i>One- Sampel Test</i> Hipotesis 1	77
Tabel 4.4 Hasil Regresi Kinerja Pasar dengan Metode CAR	78
Tabel 4.5 Hasil Regresi Kinerja Pasar dengan Metode BHR	87
Tabel 4.6 Statistik Deskriptif Kinerja Perusahaan	94
Tabel 4.7 Karakteristik Manajemen Laba Perusahaan Sampel per Quartil	96
Tabel 4.8 Statistik Deskriptif Kinerja Jangka Panjang Kelompok Sampel Konservatif DCA dan Agresif DCA	97
Tabel 4.9 Statistik Deskriptif Kinerja Jangka Panjang Kelompok Sampel Konservatif DLA dan Agresif DLA	98
Tabel 4.10 Ringkasan Kinerja Jangka Panjang Kelompok Konservatif dan Agresif Manajemen Laba	99

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1 : Bagan Arus Prosedur Emisi	16
Gambar 2: Diagram Kerangka Pemikiran Penelitian	52

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A: Data Sampel Penelitian	
Lampiran B: Output Regresi Perhitungan <i>Accrual</i> dan <i>Real Activities Manipulation</i>	
Lampiran C: Output Regresi Hipotesis 2	
Lampiran D: Analisa Tambahan Hipotesis 2	
Lampiran E: Hasil Uji Hipotesis 4	
Lampiran F: Hasil Uji Beda Hipotesis 5	
Lampiran G: Analisis Sensitivitas	

BAB I

PENDAHULUAN

I.1 Latar Belakang Penelitian

Pada saat penawaran publik perdana (*Initial Public Offering/ IPO*) biasanya terjadi ketidakseimbangan (*asymetri*) informasi antara investor dengan emiten. Hal 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. Berdasarkan informasi prospektus atau angka – angka laporan keuangan inilah investor akan membuat keputusan untuk membeli atau tidak saham IPO. Kelangkaan informasi yang dimiliki investor, ketersediaan informasi yang hanya bersumber dari prospektus dan laporan keuangan yang penuh dengan diskresi manajemen, serta penggunaan data laporan keuangan dalam proses penentuan harga pasar oleh investor inilah yang memberikan dorongan dan kesempatan bagi manajer untuk mengelola laba pada saat penawaran saham perdana (IPO).

Berbagai defenisi manajemen laba telah banyak dijabarkan oleh peneli-peneliti terdahulu, seperti Scott (1997) yang menyatakan bahwa manajemen laba terjadi karena manajemen diberi fleksibilitas dalam memilih kebijakan akuntansi dari berbagai kebijakan sehingga wajar manajemen akan memilih kebijakan yang akan meningkatkan nilai perusahaannya. Namun dalam konteks penelitian ini, manajemen laba lebih didefinisikan kepada bagaimana upaya-upaya manajemen dalam

menggunakan pertimbangannya (*judgment*) 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, seperti yang didefinisikan Healy dan Wahlen (1999).

Praktek manajemen laba disekitar IPO telah diteliti oleh Aharony et.al (1993), Friedland (1994), Neil et.al (1995), Teoh et.al (1998), Gumanti (2001), Roosenboom et.al (2003), dan Assih (2005). Aharony (1993) dan Friedland (1994) secara konsisten menemukan bahwa perusahaan yang melakukan IPO secara rata-rata menggunakan *discretionary accrual* untuk meningkatkan laba pada periode sebelum IPO. Neil et.al (1995) dengan mengklasifikasikan metode akuntansi menjadi konservatif dan agresif, menemukan hubungan antara besarnya *proceeds* penggunaan kebijakan akuntansi yang liberal pada saat IPO. Roosenboom et.al (2003) dengan menggunakan 64 sampel perusahaan meneliti manajemen laba dalam konteks IPO pada negara Belanda dan menemukan bahwa manajer melakukan manajemen laba pada tahun pertama sebagai perusahaan publik namun tidak pada tahun-tahun sebelum IPO.

Selain dugaan adanya manajemen laba pada saat IPO, dari berbagai hasil penelitian terdahulu ditemukan bahwa terjadi fenomena *underperformance*, perusahaan mengalami penurunan kinerja jangka panjang setelah IPO. Dalam jangka panjang (3 tahun) setelah IPO, perusahaan akan memperoleh *negative abnormal return*, dan bila dibandingkan dengan saham-saham non-IPO dari perusahaan yang *size* dan industrinya sama, saham IPO menunjukkan kinerja yang lebih rendah (Ritter, 1991). Jain dan Kini (1994) juga menemukan kinerja operasi perusahaan menurun secara signifikan setelah melakukan IPO.

Dampak kedepan dari proses IPO yang memberi celah bagi manajemen untuk melakukan manajemen laba dan kemungkinan penurunan kinerja jangka panjang

perusahaan setelah IPO menarik untuk diteliti. Teoh et.al (1998) menemukan bahwa perusahaan yang melaporkan positif akrual pada saat IPO mengalami kinerja saham yang buruk setelah 3 tahun IPO. Semakin besar (agresif) akrual diskretioner 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 *discretionary accrual* sebagai proksi manajemen laba tidak dapat membuktikan bahwa terdapat hubungan antara manajemen laba disekitar IPO dengan rendahnya kinerja *return* 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 pasca-IPO

Tergerak dari keberagaman temuan fenomena manajemen laba dalam konteks IPO pada pasar Indonesia dan ketertarikan terhadap penelitian Teoh et.al (1998) yang meneliti manajemen laba disekitar IPO dengan menggunakan 4 proksi akrual (*discretionary current accrual*, *non discretionary current accrual*, *discretionary long term accrual* dan *non discretionary long term accrual*) serta menemukan bahwa *discretionary current accrual* adalah proksi manajemen laba yang paling superior yang mempengaruhi penurunan kinerja saham jangka panjang perusahaan IPO, maka dalam penelitian ini juga akan dibuktikan kembali adanya tindakan manajemen laba pada saat IPO pada pasar Indonesia dengan menggunakan 4 proksi akrual yang dikembangkan Teoh et.al (1998) dan diperluas dengan memasukkan konsep alternatif akrual yang baru-baru ini diperkenalkan Roychowdury (2006) sebagai *real activities*

manipulation, serta menghubungkan kedua variabel manajemen laba ini dengan dengan kinerja saham jangka panjang.

Roychowdhury (2006) mendefinisikan *real activities manipulation* 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. Menurut Roychowdhury (2006), meskipun terdapat biaya yang terkait dengan manipulasi *real activities*, eksekutif tidak akan hanya mengandalkan tindakan manipulasi akrual dalam *me-manage earning*. Dan menurut hasil survey Bruns & Merchant, 1990 dan Graham et.al, 2005 (dalam Roychowdhury, 2006) setidaknya ada 2 alasan manajemen diindikasikan memiliki keinginan yang besar untuk memanipulasi *earning* melalui *real activities* dibanding akrual yaitu karena: (1) manipulasi akrual lebih sering dijadikan pusat pengamatan/ inspeksi oleh auditor dan regulator daripada keputusan ril tentang *pricing* dan produksi dan (2) hanya menitikberatkan perhatian pada manipulasi akrual merupakan tindakan beresiko.

Dengan tidak hanya menggunakan 4 jenis akrual seperti yang digunakan dalam penelitian Teoh et.al (1998), namun juga dengan menambahkan 2 proksi manajemen laba melalui *real activities manipulation* yang dikembangkan Roychowdhury (2006), maka diharapkan hasil yang lebih akurat sehingga kedua jenis variabel manajemen laba ini dapat memprediksi variasi *cross-section* yang lebih besar atas kinerja jangka panjang *return* saham dibandingkan penelitian Teoh et.al (1998) sendiri maupun penelitian-penelitian terdahulu di pasar Indonesia.

Pada penelitian ini juga dipertimbangkan variabel kontrol harga penawaran saham perdana (OFF) yang tidak dipertimbangkan Teoh et.al (1998) dalam analisa *cross section* penelitiannya. Selain itu, penelitian ini juga dilakukan pada periode pengujian yang relatif panjang dibandingkan dengan penelitian-penelitian terdahulu yang terdapat di pasar Indonesia yaitu dari tahun 1994 sampai dengan 2003.

I.2 Masalah Penelitian

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dijabarkan diatas, maka secara rinci permasalahan pada penelitian ini adalah:

1. Apakah perusahaan melakukan manajemen laba melalui akrual dan *real activities manipulation* pada saat *Initial Public Offering*.
2. Apakah tindakan manajemen laba yang dilakukan perusahaan pada saat IPO mempunyai asosiasi dengan kinerja jangka panjang perusahaan.
3. Apakah terjadi penurunan kinerja jangka panjang perusahaan setelah IPO.
4. Apakah terjadi perbedaan kinerja saham jangka panjang antara perusahaan yang melakukan manajemen laba pada level agresif (besar) dengan level konservatif (kecil) pada saat IPO.

I.3 Tujuan Penelitian

Secara umum penelitian ini bertujuan untuk membuktikan adanya tindakan oportunistik perusahaan pada saat melakukan IPO dan menguji pengaruh manajemen laba terhadap kinerja jangka panjang perusahaan.. Lebih rincinya, penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menguji secara empiris adanya tindakan manajemen laba pada saat perusahaan melakukan IPO.
2. Membuktikan pengaruh manajemen laba pada saat IPO dengan kinerja jangka panjang perusahaan.

3. Menguji variabel mana dari 4 proksi manajemen laba yang digunakan dalam penelitian, yang paling mempengaruhi dugaan penurunan kinerja jangka panjang perusahaan.
4. Membuktikan terjadinya fenomena *underperformance* pada pasar Indonesia
5. Membuktikan bahwa perbedaan level manajemen laba yang dilakukan pada saat IPO akan mengakibatkan perbedaan penurunan kinerja saham perusahaan dalam jangka panjang.
6. memberikan gambaran serta perbandingan mengenai berbagai metode perhitungan fenomena manajemen laba dan kinerja jangka panjang perusahaan IPO

I.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat teoritis berupa tambahan literatur mengenai manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan khususnya untuk peristiwa pengeluaran saham perdana (*Initial Public Offering*).

Selain itu, manfaat praktis dari penelitian ini adalah memberikan bukti empiris dan pemahaman bagi investor bahwa terdapatnya motivasi dan pilihan oleh emiten untuk melakukan manajemen laba pada saat IPO, yang diharapkan dengan bukti dan pemahaman ini, investor tidak terlalu menyandarkan analisisnya dan optimismenya atas laporan *earning* yang tinggi agar tidak menuai kekecewaan dikemudian hari.

Bagi regulator (pengawas pasar modal), diharapkan hasil penelitian ini dapat menjadi dasar dan pertimbangan dalam menyusun kebijakan dan aturan mengenai *go public*.

1.5 Sistematika Penulisan

BAB I. Pendahuluan. Membahas latar belakang penelitian, masalah penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian serta sistematika penulisan.

BAB II. Tinjauan Literatur. Membahas kerangka teoritis yang melandasi penelitian dan penelitian-penelitian terdahulu.

BAB III. Metode Penelitian. Membahas mengenai kerangka pemikiran dan pengembangan hipotesis, model penelitian, operasionalisasi variabel penelitian, populasi dan sampel penelitian, rancangan pengumpulan data, serta metode analisis dan pengujian empiris.

BAB IV. Analisis Hasil Penelitian. Menganalisa mengenai hasil pengujian empiris yang ditemukan.

BAB V. Kesimpulan dan Saran. Membahas kesimpulan yang diperoleh dari penelitian serta saran untuk berbagai pihak yang terkait dengan isi penelitian dan saran penelitian lanjutan.

BAB II

TINJAUAN LITERATUR

II.1. *Go Public*

Berdasarkan buku Panduan *Go Public* (2007) yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Jakarta, *go public* merupakan suatu proses dimana perusahaan menawarkan sahamnya kepada masyarakat dan mencatatkannya di Bursa. Keputusan untuk *go public* merupakan suatu keputusan bisnis perusahaan yang banyak sekali manfaatnya, namun sebaliknya juga mempunyai beberapa konsekuensi yang harus dipertimbangkan oleh perusahaan.

II.1.1 Manfaat dan Konsekuensi *Go Public*

Dengan menjadi perusahaan publik, manfaat yang dapat diperoleh perusahaan diantaranya (Jsx, 2007):

1) Memperoleh Sumber Pendanaan Baru.

Dana untuk pengembangan, baik untuk penambahan modal kerja maupun untuk ekspansi usaha, adalah faktor yang sering menjadi kendala perusahaan. Dengan menjadi perusahaan publik, kendala pendanaan tersebut akan lebih mudah diselesaikan, yaitu dengan:

- a) Perolehan dana melalui hasil penjualan saham publik. Dengan cara ini, perusahaan dapat memperoleh dana dalam jumlah yang besar dan diterima sekaligus dengan *cost of fund* yang relatif lebih kecil dibandingkan perolehan dana melalui perbankan. Selain itu di masa mendatang, dengan telah menjadi perusahaan publik, perusahaan juga dapat melakukan *secondary offering*, tanpa batas.

- b) Mempermudah akses kepada perbankan. Dengan menjadi perusahaan publik yang sahamnya diperdagangkan di Bursa, kalangan perbankan akan dapat lebih mengenal dan percaya kepada perusahaan. Hal ini tidak berlebihan mengingat setiap perbankan dapat mengetahui kondisi keuangan perusahaan melalui berbagai keterbukaan informasi yang diumumkan perusahaan melalui Bursa. Dengan demikian, tidak hanya proses pemberian pinjaman baru akan lebih mudah dibandingkan pemberian pinjaman kepada perusahaan privat, namun tingkat bunga yang dikenakan juga mungkin akan lebih rendah mengingat *credit risk* perusahaan terbuka relatif lebih kecil dibandingkan *credit risk* pada perusahaan tertutup.
- c) Mempermudah akses perusahaan masuk ke pasar uang melalui penerbitan surat hutang, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Umumnya pembeli surat hutang tentunya akan lebih menyukai jika perusahaan yang menerbitkan surat hutang tersebut sudah menjadi perusahaan publik. Dengan menjadi perusahaan publik, citra dan nama perusahaan dengan status Tbk (Terbuka) akan lebih dikenal di komunitas keuangan. Kondisi demikian umumnya tidak hanya akan sangat membantu mempermudah penerbitan surat hutang, tapi juga memungkinkan perusahaan untuk menerbitkan surat hutang dengan tingkat bunga yang lebih bersaing karena tingkat kepercayaan pasar terhadap *bond issuer* yang sudah *go public* lebih tinggi dibandingkan *bond issuer* yang belum *go public*.

2) Memberikan *Competitive Advantage* untuk Pengembangan Usaha.

Dengan menjadi perusahaan publik, banyak *competitive advantage* untuk pengembangan usaha di masa yang akan datang yang dapat diperoleh perusahaan, antara lain:

- a) Melalui penjualan saham kepada publik perusahaan berkesempatan untuk mengajak para *partner* kerjanya seperti pemasok (*supplier*) dan pembeli (*buyer*) untuk turut menjadi pemegang saham perusahaan. Dengan demikian, hubungan yang akan terjadi tidak hanya sebatas hubungan bisnis tetapi berkembang menjadi hubungan yang lebih tinggi tingkat kualitas dan loyalitasnya. Hal tersebut disebabkan karena mereka sebagai salah satu pemegang saham akan memberikan komitmen yang lebih tinggi untuk turut serta membantu pengembangan perusahaan di masa depan;
 - b) Dengan menjadi perusahaan publik, perusahaan dituntut oleh banyak pihak untuk dapat selalu meningkatkan kualitas kerja operasionalnya, seperti dalam hal pelayanan kepada pelanggan ataupun kepada para *stakeholders* lainnya, sistem pelaporan, dan aspek pengawasan. Dengan demikian akan tercipta suatu kondisi yang senantiasa memacu perusahaan dan seluruh karyawannya untuk dapat selalu memberikan hasil yang terbaik kepada para *stakeholders*nya. Bila kondisi ini tercapai, maka perusahaan dari waktu ke waktu akan menjadi lebih baik dalam menyajikan produknya sehingga akan membuka peluang untuk pengembangan operasi selanjutnya.
- 3) Melakukan merger atau akuisisi perusahaan lain dengan pembiayaan melalui penerbitan saham baru.

Pengembangan usaha melalui merger atau akuisisi merupakan salah satu cara yang cukup banyak diminati untuk mempercepat pengembangan skala usaha perusahaan. Saham perusahaan publik yang diperdagangkan di bursa memiliki nilai pasar tertentu. Dengan demikian, bagi perusahaan publik yang sahamnya diperdagangkan di bursa, pembiayaan untuk merger atau akuisisi dapat lebih

mudah dilakukan melalui penerbitan saham baru sebagai alat pembiayaan merger atau akuisisi tersebut.

4) Peningkatan Kemampuan *Going Concern*

Kemampuan *going concern* bagi perusahaan adalah kemampuan untuk tetap dapat bertahan dalam kondisi apapun termasuk dalam kondisi yang dapat mengakibatkan bangkrutnya perusahaan, seperti terjadinya kegagalan pembayaran hutang kepada pihak ketiga, perpecahan di antara para pemegang saham pendiri, atau bahkan karena adanya perubahan dinamika pasar yang dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk tetap dapat bertahan di bidang usahanya. Dengan menjadi perusahaan publik, kemampuan perusahaan untuk dapat mempertahankan kelangsungan hidupnya akan jauh lebih baik dibandingkan dengan perusahaan tertutup seperti pada beberapa contoh berikut:

- a) Bagi perusahaan-perusahaan yang dimiliki oleh keluarga, karena suatu pengembangan tertentu sering terjadi perbedaan cara pandang di antara pendiri yang dapat menimbulkan perpecahan di antara mereka. Dengan menjadi perusahaan publik, hal tersebut dapat diselesaikan tanpa mengakibatkan perusahaan harus dilikuidasi terlebih dahulu. Hal tersebut menjadi mudah karena dengan menjadi perusahaan yang sahamnya diperdagangkan di Bursa, setiap saat pihak pendiri dapat menjual seluruh atau sebagian porsi kepemilikannya kepada pihak lain melalui Bursa. Selain itu, basis harga penawarannya juga dapat dengan mudah diperoleh karena harga pasar saham setiap saat dapat diperoleh di Bursa.
- b) Dengan menjadi perusahaan publik, berbagai kendala dan permasalahan yang dihadapi perusahaan untuk bertahan dan berkembang tidak lagi semata-mata hanya menjadi persoalan pendiri perusahaan tetapi juga menjadi permasalahan

banyak pihak yang menjadi pemegang saham perusahaan. Banyak pihak akan turut memikirkan solusi-solusi terbaik agar perusahaan dapat terus berkembang.

- c) Dalam hal terjadi kegagalan pembayaran hutang kepada pihak ketiga sehingga diperlukan suatu restrukturisasi tertentu, dengan menjadi perusahaan publik, maka proses restrukturisasi dapat menjadi mudah. Hal tersebut dimungkinkan karena dengan menjadi perusahaan terbuka yang sahamnya diperdagangkan di Bursa, akan tersedia jalan keluar bagi kreditur yaitu melalui konversi hutang menjadi saham, dimana saham tersebut selanjutnya dapat dijual kepada publik melalui mekanisme perdagangan saham di Bursa.

5) Meningkatkan Citra Perusahaan

Dengan *go public* suatu perusahaan akan selalu mendapat perhatian media dan komunitas keuangan. Hal ini berarti bahwa perusahaan tersebut mendapat publikasi secara cuma-cuma, sehingga dapat meningkatkan citranya. Peningkatan citra tersebut tentunya akan memberikan dampak positif bagi pengembangan usaha dimasa depan. Hal ini sangat dirasakan oleh banyak perusahaan yang berskala kecil menengah karena dengan menjadi perusahaan publik yang sahamnya diperdagangkan di Bursa, citra mereka menjadi setara dengan banyak perusahaan besar yang telah memiliki skala bisnis yang besar dan pengalaman historis yang lama.

6) Meningkatkan Nilai Perusahaan.

Dengan menjadi perusahaan publik yang sahamnya diperdagangkan di Bursa, setiap saat dapat diperoleh valuasi terhadap nilai perusahaan. Setiap peningkatan kinerja operasional dan kinerja keuangan umumnya akan mempunyai dampak

terhadap harga saham di Bursa, yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan.

Adapun sebaliknya, perusahaan yang melakukan *go public* akan mengalami konsekuensi sebagai berikut (Jsx,2007):

1) Berbagi Kepemilikan.

Hal ini dapat diartikan bahwa prosentase kepemilikan akan berkurang. Banyak perusahaan yang hendak *go public* merasa enggan karena khawatir akan kehilangan kontrol/kendali perusahaan. Sebenarnya hal ini tidak perlu dikhawatirkan karena jumlah minimum saham yang dipersyaratkan untuk dijual kepada publik melalui proses Penawaran Umum (*Initial Public Offering/IPO*) tidak akan mengurangi kemampuan pemegang saham pendiri untuk tetap dapat mempertahankan kendali perusahaan.

2) Mematuhi Peraturan Pasar Modal yang Berlaku.

Dengan menjadi perusahaan publik, perusahaan diwajibkan untuk mematuhi peraturan yang berlaku. Kewajiban tersebut dapat berupa keterbukaan informasi yang harus dipublikasi kepada publik, dengan cara penyampaian laporan terkait dengan laporan keuangan tahunan perusahaan, laporan penggunaan dana hasil IPO, laporan tengah tahunan, laporan RUPS, laporan pemenuhan prosedur suatu transaksi, *corporate action*, dll. Sehingga ada kalanya kewajiban-kewajiban ini memberatkan bagi perusahaan publik tersebut.

II.1.2 Proses Go Publik

Secara umum, bagi perusahaan yang ingin go publik disyaratkan merupakan perusahaan dalam badan hukum Perseroan Terbatas (PT) yang telah beroperasi sekurang-kurangnya 12 bulan, memiliki Aktiva Bersih Berwujud sekurang-kurangnya Rp 5.000.000.000,- (lima miliar rupiah) dengan laporan keuangan auditan tahun buku

terakhir memperoleh opini Wajar Tanpa Pengecualian dari akuntan publik yang terdaftar di Babepam, menjual sekurang-kurangnya 50.000.000 (lima puluh juta) saham atau 35 (tiga puluh lima) persen dari jumlah saham yang diterbitkan (mana yang lebih kecil) dan jumlah pemegang saham publik sekurang-kurangnya 500 (lima ratus) pihak.

Selain persyaratan umum tersebut, dalam rangka penawaran umum, calon emiten harus mempersiapkan hal-hal sebagai berikut:

1. Persetujuan pemegang saham pendiri melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS)
2. Menunjuk Penjamin Emisi untuk membantu penyiapan semua dokumen yang diperlukan, termasuk upaya pemasaran agar penawaran umum tersebut sukses. Dengan koordinasi dengan penjamin emisi, perusahaan menyiapkan dokumen yang diperlukan seperti:
 - a. Laporan keuangan yang diaudit oleh akuntan publik yang terdaftar di Bapepam-LK;
 - b. Anggaran dasar berikut amandemennya yang disiapkan notaris dan disahkan oleh instansi yang berwenang;
 - c. Legal Audit dari konsultan hukum yang terdaftar di Bapepam-LK;
 - d. Laporan penilai independen, jika ada;
 - e. Prospektus Penawaran Umum; dan
 - f. Beberapa dokumen lain sebagaimana yang diatur dalam ketentuan yang berlaku.

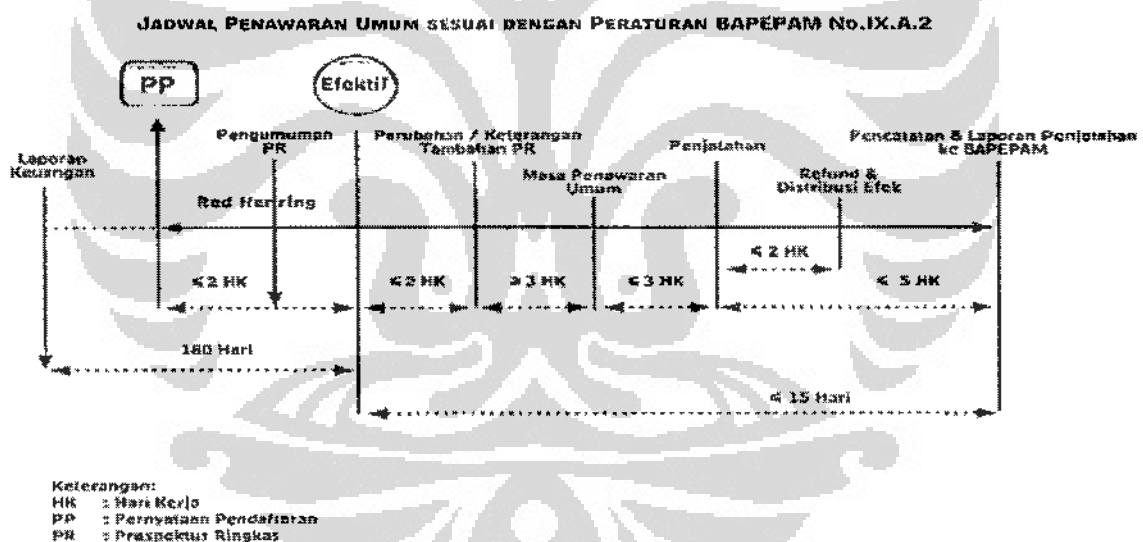
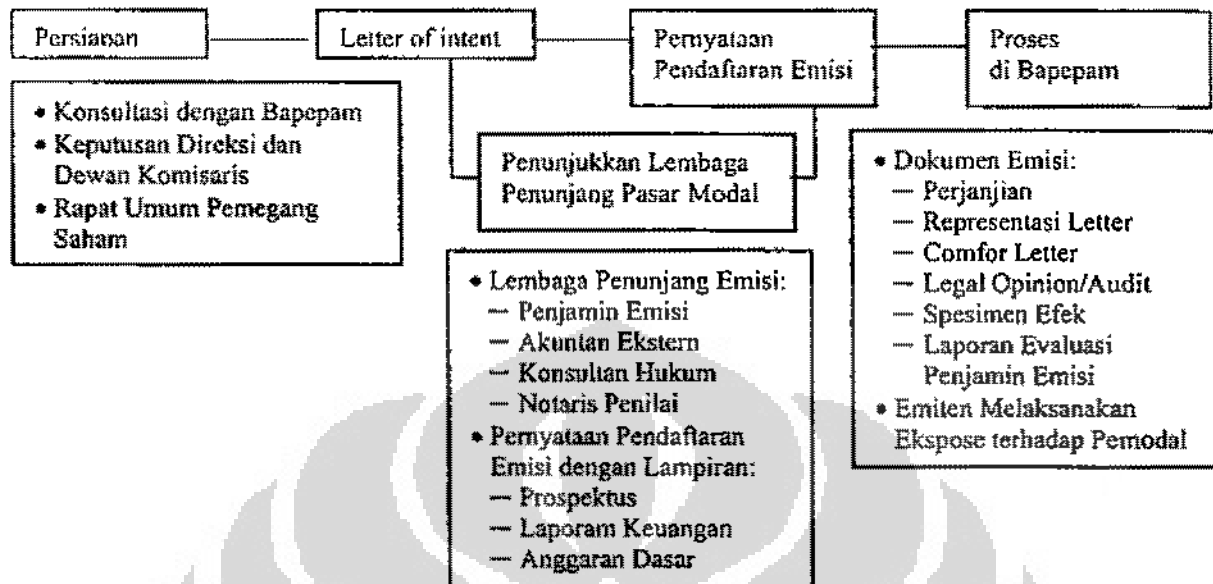
Dengan melengkapi semua persyaratan umum dan dokumen-dokumen yang disyaratkan, untuk menjadi perusahaan publik yang sahamnya dicatatkan dan diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) perusahaan perlu mendapat persetujuan

dari BEJ dengan mengajukan permohonan pencatatan kepada BEJ dengan melampirkan dokumen-dokumen yang diperlukan. Sepanjang dokumen-dokumen dan informasi yang disampaikan telah mencukupi dan lengkap, BEJ hanya memerlukan waktu 10 hari bursa untuk memberikan persetujuan pencatatan. Jika memenuhi syarat, BEJ memberikan surat persetujuan prinsip pencatatan yang dikenal dengan istilah Perjanjian Pendahuluan Pencatatan Efek.

Setelah mendapatkan Perjanjian Pendahuluan dari BEJ, calon perusahaan terbuka tersebut mengajukan pernyataan pendaftaran kepada Badan Pengawas Pasar Modal-Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) untuk melakukan Penawaran Umum.

Apabila pernyataan pendaftaran calon emiten telah dinyatakan efektif oleh Bapepam-LK, maka calon emiten tersebut dapat melakukan proses Penawaran Umum. Pada umumnya, keseluruhan proses Penawaran Umum hanya memerlukan waktu kurang lebih 10 hari kerja, tergantung berapa lama masa penawaran kepada publik yang ditentukan oleh calon perusahaan terbuka dan penjamin emisi. Setelah masa penawaran umum tersebut berakhir, maka perusahaan resmi menjadi perusahaan terbuka yang sahamnya dicatatkan dan diperdagangkan di Bursa. Dibawah ini dilampirkan bagan arus prosedur emisi.

Gambar 1: Bagan Arus Prosedur Emisi



II.1.3 Fenomena IPO Saham

Berbagai penelitian sering menemukan 3 fenomena pada dan saat perusahaan

IPO, yaitu:

(1). Fenomena *Underpricing (Short run)*

Bila diukur antara harga penawaran dengan harga pasar penutupan hari pertama perdagangan saham, secara rata-rata, harga penawaran lebih rendah

sebesar 15% daripada harga penutupan pasar (Megginson, 1997). Fenomena ini pertama kali ditemukan oleh Ibbotson (1975), dan sejumlah studi mencatat bahwa saham IPO memberikan *abnormal return* positif yang tinggi dalam periode jangka pendek sesudah IPO (Tinic, 1998). Kesenjangan antara harga penawaran perdana dengan harga transaksi pada awal perdagangan di pasar sekunder menyebabkan saham-saham IPO *underpricing* (Chen, Huang dan Wu, 1999).

(2). Fenomena “*hot issue market*”

Jumlah dan nilai *unseasoned equity issues* menunjukkan variasi yang fenomenal dari tahun ke tahun atau atas industri tertentu. Selama “*hot issue market*” total nilai IPO dapat melebihi \$ 20 billion per tahun, sedangkan pada saat *cold market*, volume penawaran dapat jatuh sampai hampir pada *trivial level* (Megginson, 1997). Menurut Sembel (1996), siklus pasar *hot-cold* pada umumnya merupakan implikasi tidak langsung dari pembuktian *return* awal saham yang positif.

(3). Fenomena *Long-run Underperformance*.

Dalam jangka panjang (3 tahun) setelah IPO, perusahaan akan memperoleh *negative abnormal return*. Dan bila dibandingkan dengan saham-saham non-IPO dari perusahaan yang *size* dan industrinya sama, saham IPO menunjukkan kinerja yang lebih rendah (Ritter, 1991). Kinerja operasi perusahaan menurun secara signifikan setelah melakukan IPO (Jain dan Kini, 1994). Fenomena ini sepertinya disebabkan karena secara sistematis investor membayar terlalu tinggi (*overreactive*) atas penawaran saham perdana.

Dalam periode tahun 1970 sampai dengan tahun 1990, investasi pada saham-saham IPO maupun *seasonal equity offering* (SEO) memperoleh keuntungan

investasi yang rendah (Loughran dan Ritter, 1995). Bila kinerja perusahaan *go public* diukur dengan menggunakan *return on asset*, tampak bahwa dari tahun ke tahun perusahaan IPO menunjukkan kinerja yang lebih rendah daripada sebelum *go public* (Mikkelson, Partch dan Shah, 1996). Dan dari berbagai hasil penelitian, Chahine (2002) mencatat bahwa saham-saham IPO memberikan keuntungan negatif dalam jangka 1 tahun sampai 5 tahun sesudah diperdagangkan di pasar sekunder.

II.2. Earning Management

II.2.1 Pengertian *Earning Management*

Istilah *earning management* atau manajemen laba mungkin merupakan istilah yang sudah biasa didengar oleh para pemerhati manajemen dan akuntansi, baik praktisi maupun akademisi. Terdapat beberapa istilah yang sering digunakan oleh para praktisi dan kalangan bisnis tentang *earning management* antara lain *creative accounting practices, income smoothing, income manipulation, agresive accounting, financial numbers game* dan istilah terakhir yang banyak digunakan di kalangan pasar modal di Amerika (US SEC) adalah *financial shenanigans*, yaitu *earning management* yang kadarnya mulai dari tingkatan sopan dan tidak berbahaya (*benign*) sampai dengan tingkatan kotor (penipuan) dan membahayakan publik (*fraudulent financial statement* (dalam Sensi, 2007).

Pada dasarnya *earning management* memiliki banyak definisi. Tidak ada konsesus tentang definisi tunggal mengenai *earning management*.

Menurut Scott (2000): *Earnings management is the choice by a manager of accounting policies so as to achieve some specific objectives.*

Karena manajemen dapat memilih kebijakan akuntansi dari berbagai pilihan kebijakan maka wajar jika manajemen akan memilih kebijakan akuntansi untuk

memaksimalkan *utility*-nya dan atau untuk memaksimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*).

Menurut penelitian Healy dan Wahlen (1999), *Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transaction to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.*

Earnings management terjadi pada saat manajer menggunakan pertimbangannya dalam menyusun laporan keuangan baik untuk tujuan menyesatkan beberapa *stakeholders* atas kinerja ekonomi perusahaan maupun untuk mempengaruhi pendapatan kontraktual yang nilainya bergantung pada angka-angka akuntansi yang dilaporkan.

II.2.2 Motivasi dan Pola *Earnings Management*

Penelitian mengenai *earnings management* umumnya menfokuskan pada deteksi ada tidaknya *earning management* dan kapan *earnings management* terjadi. Secara umum berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jones (1991), Defond & Jiambalvo (1994), Scott (1997), Healy & Wahlen (1999), Beatty et.al (2002), menunjukkan bahwa tindakan manajemen untuk melakukan *earnings management* didorong oleh motivasi berikut:

a. *Bonus Scheme Motivations (Bonus Hypothesis)*

Kompensasi atau bonus yang didasarkan pada besarnya laba dilaporkan akan memotivasi manajemen mengatur laba secara oportunistik untuk memaksimalkan bonus mereka. Manajemen akan memilih prosedur akuntansi yang dapat melaporkan laba yang lebih tinggi (*income increasing*) guna memaksimalkan imbalan bonus yang akan diterimanya (dalam Scott, 1997)

b. *Debt Covenant Hypothesis.*

Kontrak jangka panjang (*long term lending contracts*) biasanya memiliki kewajiban-kewajiban (*covenant*) dalam rangka memproteksi kreditor dari tindakan manajemen yang bertentangan dari kepentingan kreditor, seperti pembagian deviden yang berlebihan, pinjaman tambahan atau membiarkan nilai modal kerja atau nilai ekuitas *shareholder* di bawah level tertentu. Pelanggaran terhadap kontrak kewajiban (*covenant*) ini akan menimbulkan biaya yang besar bagi perusahaan, sehingga akan memotivasi manajemen untuk menghindari pelanggaran tersebut. Sweeney (1994) menemukan bahwa manajer perusahaan yang cenderung *default* akan cenderung memilih metode akuntansi baru yang dapat menaikkan laba sehingga rasio *debt to equity* dan *interest coverage* berada pada frekuensi yang ditentukan sehingga dapat mengurangi kemungkinan perusahaan melanggar kontrak. DeFond & Jiambalvo (1994) juga menemukan bukti bahwa perusahaan menggunakan *discretionary accruals* untuk meningkatkan laba yang dilaporkan dalam rangka menghindari pelanggaran kontrak hutang.

c. *Political atau Size Hypothesis*

Perusahaan besar dan bergerak di bidang industri strategis cenderung menurunkan laba khususnya pada periode kemakmuran untuk mengurangi visibilitasnya sehingga tidak menjadi objek regulasi politisi dan pemerintah (Scott, 1997). Jones (1991) menemukan bahwa secara signifikan sampel penelitiannya melakukan *income-decreasing accrual* selama tahun investigasi ITC dibandingkan tahun-tahun diluar investigasi.

d. Motivasi pajak (*Taxation*)

Dengan mengurangi laba yang dilaporkan, maka perusahaan dapat meminimalkan pajak yang harus dibayarkan kepada pemerintah. Hal ini biasanya terjadi pada periode inflasi, dimana penggunaan LIFO akan menghasilkan laba yang dilaporkan lebih rendah dan pajak yang dibayarkan menjadi lebih rendah (dalam Scott,1997)

e. Pergantian *Chief Executive Officer (CEO)*

CEO yang akan habis masa jabatannya atau pensiun akan memaksimalkan laba untuk meningkatkan bonusnya. Murphy and Zimmerman (1993) menemukan bahwa manajemen menggunakan variabel yang potensial digunakan untuk manajemen laba yaitu dengan mengurangi biaya R&D, *advertising* dan *capital expenditures* untuk meningkatkan laba tahun berjalan. Demikian pula halnya dengan CEO yang kinerjanya kurang baik, akan cenderung menggunakan akrual untuk memaksimalkan laba tahun berjalan sehingga dapat mencegah atau membatalkan pergantian jabatannya (dalam Scott,1997).

f. Penawaran saham perdana (IPO)

Penggunaan secara luas informasi akuntansi oleh investor dan analisis keuangan untuk membantu menilai saham dapat menciptakan intensif bagi manajemen untuk memanipulasi laba dalam usaha untuk mempengaruhi harga saham. Untuk mempengaruhi keputusan calon investor, maka manajer berusaha menaikkan laba yang dilaporkan sehingga memberi sinyal yang baik bagi investor (dalam Scott,1997)

Terdapat beberapa bentuk populer manajemen laba yang sering dilakukan manajemen yaitu (Scott, 1997):

- a. *taking a bath*, dilakukan ketika kinerja perusahaan sangat rendah dan tidak bisa ditingkatkan lagi. Manajer akan menggeser biaya masa depan menjadi biaya sekarang, sehingga probabilitas laba dimasa depan lebih tinggi. Strategi ini biasanya juga dilakukan oleh manajer yang tidak mampu mencapai batas bawah rencana bonusnya untuk memaksimalkan bonusnya dimasa depan.
- b. *income increasing/ maximization*, biasanya dilakukan manajer untuk motivasi bonus, kontrak hutang jangka panjang, pergantian CEO dan IPO.
- c. *income decreasing/ minimization*, dilakukan oleh perusahaan yang profitabilitasnya tinggi supaya tidak mendapat perhatian secara politis, regulasi dan menghindari pembayaran pajak yang semakin besar.
- d. *income smoothing*, manajer menaikkan atau menurunkan laba untuk mengurangi fluktuasi laba yang dilaporkan sehingga perusahaan terlihat stabil dan tidak beresiko tinggi.
- e. Cadangan, "*Cookie Jar*", manajemen secara bebas membentuk cadangan di masa "*booming*" yang kemudian digunakan untuk meratakan laba di masa "sulit". Dimasa *booming* tersebut cadangan justru cenderung diperbesar sehingga dapat digunakan pada saat perusahaan mengalami kerugian ataupun penurunan laba, agar kinerja perusahaan tidak terlihat jelek (Levitt, dalam Samsi 2007).
- f. *Abuse of Materiality*, penyesuaian tanpa didukung dengan dokumen lengkap sering diabaikan oleh auditor karena jumlahnya tidak material. Walaupun jumlahnya tidak material, namun penyesuaian ini akan membantu perusahaan

misalnya dalam meningkatkan laba perusahaan atau sebaliknya menurunkan laba perusahaan (dalam Sensi, 2007)

- g. *Revenue Recognition*, perusahaan mengakui pendapatan secara prematur. Penjualan periode dimasa datang diakui sebagai penjualan pada periode berjalan dan atau menggeser biaya penjualan periode berjalan ke periode mendatang untuk menghasilkan laba yang dilaporkan pada tahun berjalan yang lebih tinggi dan melakukan hal sebaliknya jika ingin menurunkan laba yang akan dilaporkan (dalam Sensi, 2007)

II.2.3 Teknik *Earning Management*

Banyak teknik-teknik *earning management* yang telah menjadi pusat berbagai penelitian. Dalam penelitian Stolowy dan Breton (2003) diringkaskan berbagai metode/ teknik yang digunakan peneliti-peneliti dalam mendeteksi *earning management*. Copeland dan Wojdak (1969) menggunakan perubahan *accounting treatment* dalam mendeteksi *earning management*, Bremser (1975) menggunakan perbandingan EPS dan ROI antar dua kelompok perusahaan, Healy (1985), Jones (1991), Dechow dan Sloan (1991) menggunakan metode *non discretionary accrual*, Sweeney (1994) menggunakan pengujian langsung atas penggunaan metode akuntansi tertentu, (Eckel, 1981) menggunakan indeks Eckel, Bauman et.al (2001), Burgstahler (2002) menggunakan model distribusi laba, 30 teknik *earning management (shenanigans)* yang diperkenalkan Schilit (2002) serta yang baru-baru ini yang diperkenalkan oleh Roychordhury (2006) diteksi *earning management* melalui *real activities manipulation*.

II.2.3.1. *Accrual*

Akrual merupakan selisih antara kas masuk bersih dari hasil operasi perusahaan dengan laba yang dilaporkan dalam laporan laba rugi. Transaksi akrual bisa berwujud transaksi yang bersifat *non discretionary accruals* dan *discretionary accruals*. *Non discretionary accruals* adalah penyesuaian akuntansi terhadap *cash flow* perusahaan sesuai dengan yang ditetapkan (*mandatory*) oleh *accounting standard setting bodies*, seperti penyusutan aktiva tetap dengan cara sistematis atau penilaian persediaan dengan metode *lower of cost or market*. *Discretionary accruals* adalah penyesuaian akuntansi terhadap *cash flow* sesuai dengan pilihan/ keinginan manajemen dari suatu *opportunity set of procedures* yang didefinisikan *accounting standard setting bodies*. Sebagai contoh manajer dapat memilih metode depresiasi aset yang diinginkan, penentuan *timing* dan *amount* dari *write offs*, serta mempercepat atau menunda pengiriman *inventory* pada akhir periode laporan keuangan.

Dari uraian diatas, terlihat bahwa *discretionary accruals* memang diperbolehkan dalam standar akuntansi, namun peluang ini dimanfaatkan oleh manajer dalam proses penyusunan laporan keuangan untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya. Laporan keuangan disusun berdasarkan proses akrual, sehingga angka-angka laporan keuangan akan mengandung komponen akrual baik yang *discretionary* maupun yang tidak (*non discretionary*). Manajemen laba akan sangat mempengaruhi kualitas laba dan laporan keuangan yang dilaporkan oleh manajemen. Oleh karena itu, diperlukan pengawasan atau monitoring dari pihak lain untuk membatasi sifat oportunistik manajemen sehingga laba dan laporan keuangan yang dihasilkan manajemen dapat mencerminkan nilai perusahaan yang sesungguhnya (Sensi, 2007).

Healy (1985) dengan menggunakan model *non discretionary accrual* (nilai rata-rata total akrual setiap periode estimasi) untuk menguji efek dari rencana bonus atas pemilihan metode akuntansi perusahaan, menemukan bahwa jika profit perusahaan terlalu rendah, maka manajer akan melakukan *big bath earning management*.

Jones(1991) menggunakan 23 sampel perusahaan dan metode *non discretionary accrual* dimana *accrual* dinormalisasi dengan total asset tahun sebelumnya untuk menguji *earning management* pada saat investigasi International Trade Commission. Jones (1991) menemukan bahwa manajer melakukan *income decreasing accounting choice* selama investigasi. Defond dan Jiambalvo (1994) dengan menggunakan 2 ukuran akrual yaitu *total accrual* dan *working capital accrual* menguji adanya EM pada saat terdapatnya kemungkinan kegagalan pemenuhan kontrak hutang (*debt covenant*) perusahaan. Mereka menemukan bahwa terdapat EM pada tahun sebelum kegagalan pemenuhan kontrak hutang diketahui secara publik.

Penelitian lain yang menguji adanya *earnings management* dalam konteks IPO dengan menggunakan teknik akrual adalah penelitian Aharony et.al (1993), Friedlan (1994) dan Teoh et.al (1998). Penelitian Aharony et.al (1993) dan Friedlan (1994) sama-sama menggunakan model akrual yang dikembangkan DeAngelo untuk menguji ada tidaknya EM, sedangkan Teoh et.al (1998) menggunakan 4 tipe akrual diskretioner yaitu *non discretionary current accrual*, *discretionary current accrual*, *non discretionary long term accrual* serta *discretionary long term accrual*. Penelitian Aharony et.al (1993) tidak menemukan adanya manipulasi melalui akrual pada periode IPO, namun sebaliknya Friedlan (1994) menemukan adanya prosedur *income increasing* walaupun hanya pada tahun sebelum IPO dan Teoh et.al (1998) menemukan bukti positif adanya manajemen laba pada saat IPO.

Untuk melihat model akrual terbaik, maka Dechow et.al (1995) berinisiatif untuk menguji mengenai validitas model-model deteksi EM dari berbagai model EM yang ada yaitu model original Jones, model modifikasi Jones, model Healy, model DeAngelo dan model industri. Dechow et.al (1995) menemukan bahwa model modifikasi Jones adalah model deteksi EM terbaik walaupun sedikit agak sulit.

Pada tahun 1996, Dechow et.al kembali meneliti mengenai penggunaan model *accruals* dalam mendeteksi adanya praktek *earning management*. Dengan menggunakan alternatif model *accrual* modifikasi dari Jones Model, hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa model yang mereka gunakan merupakan model yang baik untuk melihat praktek perataan laba. Dechow et.al (1996) menunjukkan eksekutif perusahaan dan praktisi bisnis melakukan manajemen laba untuk menarik dana eksternal dengan biaya murah dan sesuai dengan syarat yang menguntungkan perusahaan. Jalan yang dilakukan adalah dengan menaikkan laba sedemikian rupa sehingga investor akan memberikan penilaian bahwa perusahaan memiliki reputasi dan kredibilitas yang baik.

II.2.3.2 Real Activities manipulation

Roychowdhury (2006) mendefinisikan *real activities manipulation* 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. Metode *real activities manipulation* adalah seperti memberikan diskon harga dan penurunan pengeluaran *discretionary*, yang mungkin merupakan tindakan optimal pada kondisi

ekonomi tertentu. Namun jika manajer melakukan aktivitas ini secara lebih ekstensif daripada aktivitas normal berdasarkan situasi ekonominya, dengan tujuan untuk mencapai (*beating*) target laba, maka tindakan seperti ini masuk dalam kategori *real activities manipulation*.

Konsisten dengan definisi Roychowdhury (2006), Graham et.al (2005) menemukan bahwa (a) Eksekutif keuangan memberikan perhatian yang besar terhadap target laba seperti *zero earnings*, laba periode sebelumnya, dan ramalan analis, dan (b) mereka akan memanipulasi *real activities* untuk mencapai target ini, meskipun tindakan manipulasi ini secara potensial mengurangi nilai perusahaan. Tindakan yang dilakukan dalam periode sekarang yang bertujuan untuk meningkatkan *earning* ini, akan memiliki efek negatif terhadap *cash flow* pada periode mendatang. Produksi yang melebihi produksi normal (*overproduction*) menghasilkan kelebihan persediaan yang seharusnya dijual pada periode berikutnya, dan mendorong tingginya *holding cost* persediaan perusahaan.

Menurut Roychowdhury (2006), meskipun terdapat biaya yang terkait dengan manipulasi *real activities*, eksekutif tidak akan hanya mengandalkan tindakan manipulasi akrual dalam *me-manage earning*. Meskipun tindakan manipulasi *real activities* secara potensial mendorong tingginya biaya jangka panjang perusahaan, terdapat alasan untuk mempercayai bahwa manajer berharap dapat mentoleransi semakin besarnya *private costs*, setidaknya dalam jangka pendek pada saat melakukan manipulasi akrual. Dalam survey yang dilakukan Bruns dan Merchant (1990) dan Graham et.al (2005), eksekutif keuangan diindikasikan memiliki keinginan yang besar untuk memanipulasi *earning* melalui *real activities* daripada akrual. Setidaknya terdapat 2 alasan yaitu:

- (1) Manipulasi akrual lebih sering dijadikan pusat penelitian/ inspeksi oleh auditor dan regulator daripada keputusan real tentang *pricing* dan produksi.
- (2) Hanya menitikberatkan perhatian pada manipulasi akrual merupakan tindakan beresiko.

Dalam mendeteksi tindakan *real activities manipulation* yang dilakukan perusahaan untuk menghindari kerugian, Roychowdhury (2006) menggunakan pola pada CFO, beban *discretionary*, dan biaya produksi. CFO menggambarkan aliran kas dari operasi yang dilaporkan dalam laporan arus kas. Beban diskretioner didefinisikan sebagai penjumlahan dari (a) beban *advertising*, (b) beban riset dan pengembangan (R&D), (c) beban penjualan, administrasi dan umum. Biaya produksi didefinisikan sebagai penjumlahan dari COGS dan perubahan persediaan selama 1 periode. Definisi ini diambil agar dapat mencakup perusahaan non-manufaktur.

Roychowdhury (2006) menggunakan model Dechow.et.al (1998) untuk menurunkan level normal dari CFO, *discretionary expenses* dan *production costs* untuk setiap perusahaan-tahun. Deviasi dari level normal disebut dengan abnormal CFO, abnormal *production cost*, dan abnormal *discretionary expenses*. Roychowdhury (2006) fokus pada 3 metode manipulasi berikut dan efeknya terhadap level abnormal dari variabel- variabel:

1. Manipulasi penjualan

Roychowdhury (2006) mendefinisikan manipulasi penjualan sebagai usaha manajemen untuk meningkatkan penjualan secara temporer dengan menawarkan diskon harga dan memperlunak kredit yang diberikan. Sebagai contoh 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 (*margin decline*). Cara lain yang dilakukan manajemen untuk meningkatkan (*boost*) 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 *earning* atau arus kas masuk perusahaan seketika.

2. Mengurangi pengeluaran *discretionary*

Pengeluaran *discretionary* seperti R&D, *advertising*, dan pemeliharaan secara umum merupakan beban pada periode terjadinya pengeluaran tersebut. Dengan demikian perusahaan dapat mengurangi beban yang dilaporkan sehingga akan meningkatkan laba. Hal ini seperti sering dilakukan manajer pada saat pengeluaran *discretionary* tidak dapat menciptakan pendapatan dan laba dengan segera. Dalam penelitiannya ini, Roychowdhury (2006) mendefinisikan pengeluaran *discretionary* sebagai penjumlahan dari beban R&D, *advertising* serta beban penjualan, administrasi dan umum (SG&A). Roychowdhury (2006) mempertimbangkan SG&A sebagai beban *discretionary* karena beban ini sering mencakup pengeluaran *discretionary* seperti beban pelatihan karyawan, pemeliharaan, perjalanan, dll. Contoh manipulasi yang biasa dilakukan manajemen terkait dengan pengeluaran *discretionary* adalah jika pengeluaran atas beban *discretionary* dalam bentuk kas, maka pengurangan pengeluaran ini akan memperkecil arus kas keluar dan akan memiliki dampak positif terhadap abnormal CFO pada periode sekarang, yang mungkin akan menimbulkan resiko rendahnya *cash flow* dimasa yang akan datang.

3. *Overproduction*, meningkatkan produksi dengan tujuan untuk melaporkan COGS yang lebih rendah. Dengan tingginya level produksi, *fixed overhead cost* disebar pada unit yang besar, sehingga menghasilkan nilai *fixed cost per unit* yang lebih rendah. Sepanjang penurunan pada *fixed cost per unit* tidak dapat ditutupi oleh peningkatan marginal cost per unit, total cost per unit menurun. Hal ini menyebabkan COGS yang dilaporkan lebih rendah, dan perusahaan dapat melaporkan margin operasi yang lebih baik. Namun sebaliknya, perusahaan akan menanggung *production dan holding cost* atas kelebihan produksi yang tidak dapat di *recover* pada periode yang sama dengan penjualan. Akibatnya, CFO pada periode tersebut akan lebih rendah dari normal CFO pada level penjualannya.

II.3 Kinerja Jangka Panjang Perusahaan IPO

II.3.1 Kinerja Pasar

Telah banyak penelitian yang mendokumentasikan mengenai kinerja pasar jangka panjang perusahaan IPO. Studi *Stoll dan Curley (1970)* terhadap 205 IPO perusahaan kecil menemukan bahwa dalam jangka pendek saham perusahaan sampelnya menunjukkan apresiasi harga yang luar biasa, namun dalam jangka panjang investor pada perusahaan kecil tersebut tidak memperoleh tingkat pengembalian yang memadai. *Ibbotson (1975)* dengan menggunakan satu penawaran tiap bulannya untuk periode sepuluh tahun dari 1960-1969, dengan menghitung *excess return* dari perusahaan IPO yang memberikan harga penawaran minimum \$ 3 per lembar saham, menegaskan adanya efisiensi pada pasar setelah IPO namun menemukan bukti bahwa pada umumnya terdapat kinerja positif perusahaan IPO pada tahun pertama, negatif pada tiga tahun berikutnya (sekitar 1% setiap bulannya), dan positif kembali pada tahun ke lima. Studi *Stren dan Bornstein (1985)* melaporkan

hasil penelitian untuk periode Januari 1975 sampai dengan Juni 1985, dan menemukan bahwa perusahaan yang melakukan IPO mengalami "*underperform*" dalam jangka panjang dengan menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO mengalami penurunan *return* saham sampai 22% dibandingkan *Standard & Poor's 500 Index*.

Ritter (1991) juga menemukan bahwa perusahaan yang melakukan IPO, dalam jangka panjang (pada 3 tahun pertama perdagangan saham) memperoleh *return* yang lebih rendah jika dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan IPO. Bukti yang ditemukan Ritter (1991) sepertinya berlaku secara internasional. Hal ini dinyatakan dalam penelitian Levis (1993) dan Aggarwal et.al (1993), bahwa rendahnya kinerja jangka panjang perusahaan IPO bukanlah fenomena unik yang hanya terjadi di US, tapi juga berlaku pada negara-negara lain seperti Inggris, Meksiko, dll.

Namun didapati juga hasil studi yang bertolak belakang dengan penelitian-penelitian diatas, yang melaporkan kinerja positif atas perusahaan setelah IPO. *Busher* dan *Chan* (1987) melakukan studi terhadap kinerja selama dua tahun atas 1.078 perusahaan yang *go publik* di *NASDAQ/ National Market System* untuk periode 1981 sampai 1985. Studi ini menemukan bahwa perusahaan rata-rata memperoleh *initial return* 6.2% dan rata-rata tingkat pengembalian selama dua tahun (diluar *initial return*) mencapai 11.2%.

Baru-baru ini, analisis *return* jangka panjang dikaitkan dengan pendekatan metodologikal yang digunakan. Sehingga, Barber & Lyon (1997), Khotari & Warner (1997), Lyon et.al (1999), Fama (1998) dan Loughran & Ritter (2000) berpendapat bahwa metode pengukuran kinerja saham yang digunakan akan mempengaruhi besarnya (magnitudo) *abnormal return* yang diperoleh dan kekuatan uji statistik.

Terkait dengan hal tersebut, dalam studi Álvarez dan González dikemukakan berbagai metodologi yang dapat mempengaruhi estimasi *return* jangka panjang perusahaan:

(1). *Cummulative Abnormal Return (CAR)* atau *Buy and Hold Return (BHR)*.

Fama (1998) berpendapat bahwa penggunaan *CAR* lebih bagus karena akan menghasilkan *spurious rejection* yang lebih rendah atas efisiensi pasar dibandingkan dengan penggunaan *BHR*. Brav et.al (2000) juga berpendapat bahwa *BHR* cenderung *over-estimate* dalam mengukur *underperformance* kinerja jangka panjang perusahaan yang melakukan IPO. Namun sebaliknya, Barber & Lyon (1997) menekankan keutungan penggunaan *BHR* dalam mengukur *return* yang diperoleh investor atas saham yang dipegang untuk periode waktu yang lama. Mereka juga menyatakan bahwa *CAR* merupakan suatu *biased predictor* dari *BHR*.

(2). *Value-weight* atau *Equally-weighted portfolio*.

Loughran dan Ritter (2000) menyatakan bahwa metode *value weight* cocok untuk kepentingan yang berfokus pada perubahan rata-rata jumlah kekayaan investor sebagai akibat dari kejadian tertentu, sedangkan metode *equally weighted* lebih cocok untuk mengukur implikasi dari potensi penyimpangan pasar saham.

(3). Penggunaan *Portfolio* atau *Control Firms*.

Barber & Lyon (1997) menyatakan bahwa penggunaan *control firm* yang memiliki ukuran dan nilai *book to market* yang sama akan memberikan hasil uji statistik yang bagus. Selain itu pengukuran *abnormal return* dengan menggunakan *portfolio* atau *control firm* ini akan dapat mengobservasi *significant biases* dalam pengujian statistik.

(4). *Cross sectional correlation of return.*

Fama (1998) dan Lyon et.al (1999) menyatakan bahwa penggunaan metode perhitungan *return* secara *time series* dapat mengeliminasi masalah korelasi *cross-sectional* antara perusahaan dalam sampel, jika *return* dihitung secara *aggregate* dalam *portfolio* dan menghasilkan uji statistik yang lebih kuat (*robust*) dalam sampel yang tidak acak (*non random sample*).

II.3.1.1 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kinerja Jangka Panjang Saham IPO

Dari berbagai penelitian dapat dicatat bahwa perilaku pelaku pasar seperti investor, emiten, penjamin emisi dan bahkan para analis pasar modal diduga mempunyai pengaruh terhadap rendahnya kinerja jangka panjang saham IPO (Suroso, 2005)

1. Perilaku investor pada awal perdagangan saham IPO

Para investor diduga mempengaruhi rendahnya kinerja saham-saham IPO dalam jangka panjang yaitu karena reaksi yang berlebihan (*overreaction*) pada awal saham-saham IPO tersebut diperdagangkan (Ritter, 1991; Jakobsen dan Sorensen, 1999), masih adanya divergensi opini (Houge et.al, 2001), serta adanya ekspektasi yang tinggi (Jain dan Kini, 1994). Disamping itu investor diduga melakukan kesalahan dalam mengevaluasi risiko saham-saham IPO pada awal diperdagangkan (Loughran dan Ritter, 1995).

Hasil penelitian Ritter (1991) mengindikasikan bahwa harga penawaran perdana tidaklah terlalu rendah, tetapi harga pada awal diperdagangkan di pasar sekunder (*first aftermarket price*) yang terlalu tinggi. Faktor ini disimpulkan Ritter (1991) konsisten dengan hipotesis bahwa investor terlalu optimistis.

Jain dan Kini (1994) menyatakan bahwa pada umumnya perusahaan-perusahaan yang pada saat IPO memiliki *market to book value* dan *price earning ratio* yang tinggi, kinerja operasinya turun secara signifikan dalam jangka panjang. Fakta ini disimpulkan konsisten dengan interpretasi bahwa para investor pada awalnya mempunyai ekspektasi yang tinggi mengenai peningkatan *earning* di masa yang akan datang. Namun, dalam kenyataannya (sesudah IPO) perusahaan ini mengalami penurunan dalam *market to book ratio* dan *price earning ratio*.

Loughran dan Ritter (1995) memperoleh temuan fakta bahwa dari tahun 1970-1990, saham-saham IPO dan SEO di Amerika merupakan objek investasi yang kurang menguntungkan. Saham-saham tersebut lima tahun sesudah IPO dan SEO hanya menghasilkan rata-rata *return* masing-masing 5% dan 7%. Loughran dan Ritter (1995) menyatakan bahwa penurunan kinerja jangka panjang saham IPO dan SEO disebabkan oleh kesalahan dalam mengevaluasi perusahaan. Perusahaan akan melakukan IPO atau SEO pada saat perusahaan dinilai tinggi dan investor menyangka nilai perusahaan tersebut akan tetap berlangsung lama, tetapi dalam kenyataannya tidak, maka fenomena ini disebut sebagai salah menilai risiko (*risk misvaluation*).

Jakobsen dan Sorensen (1999) menyatakan bahwa hipotesis *overreaction* dan *overoptimism* dibuat berdasarkan argumentasi bahwa para pelaku pasar memperhatikan periode jangka pendek dan terlalu menitikberatkan perhatiannya pada peningkatan pendapatan operasi sampai saat IPO, dan agak mengabaikan prospek jangka panjang, terutama mengenai kemungkinan arah penurunan profitabilitas operasi perusahaan. Sebagai akibatnya harga saham IPO pada hari pertama diperdagangkan memperlihatkan tingkat kapitalisasi yang tinggi dan

peningkatan laba yang sementara. Dengan berjalannya waktu (pasca-IPO) pasar memberikan informasi yang lebih lengkap mengenai prospek perusahaan.

2. Perilaku emiten (perusahaan) dalam menjaga nilai saham.

a. Melakukan manajemen laba (akuntansi laba).

Dalam kaitannya dengan emiten yang melakukan manajemen laba, Teoh, Welch dan Wong (1998) menyatakan bahwa emiten yang melakukan praktek akuntansi yang tidak seperti biasanya, yaitu dengan menggunakan metode akrual sehingga membuat laba tampak tinggi pada tahun IPO. Ternyata tiga tahun sesudah IPO perusahaan-perusahaan ini kinerja sahamnya rendah. Hasil penelitian Aharony (1993) dalam Martani (2004) memperoleh temuan bahwa perusahaan melakukan manajemen laba untuk IPO saham dengan cara mengganti metode akuntansi agar labanya tampak lebih tinggi.

b. Informasi perusahaan dalam prospektus.

Prediksi laba yang dibuat oleh perusahaan yang *go public* bias ke atas (Chahine, 2002). Penurunan harga saham tampaknya sebagai hasil penyesuaian munculnya informasi baru tentang proyeksi laba yang sebenarnya. Hasil penelitian Chahine (2002) mengungkapkan bahwa penurunan kinerja jangka panjang saham-saham IPO dipengaruhi oleh kekurangbenaran informasi mengenai prediksi kondisi keuangan dimasa datang yang disajikan dalam prospektus.

c. Umur dan *size* perusahaan

Terdapat hubungan monotonik yang signifikan antara umur perusahaan saat IPO dengan kinerja saham setelah saham tersebut diperdagangkan (Ritter, 1991). Korelasi umur perusahaan dengan *initial return* adalah negatif dan positif dengan kinerja saham jangka panjang (Carter et.al, 1998). Perusahaan

yang umurnya lebih tua dan *size* lebih besar mempunyai kinerja operasi yang lebih baik, baik sebelum maupun sesudah lima tahun IPO (Mikkelson, Partch, dan Shah, 1996). Sebaliknya, kinerja operasi yang rendah terjadi pada perusahaan kecil dan volume penawaran yang yang kecil.

II.3.2. Kinerja Operasi Perusahaan

Kinerja operasi jangka panjang perusahaan setelah IPO telah diteliti oleh Jain & Kini (1994) dan oleh Mikkelson, Partch dan Shah (1996). Jain dan Kini (1994) dalam penelitiannya menggunakan 2 variabel untuk mengukur kinerja operasi jangka panjang perusahaan IPO yaitu: *operating return on asset* yang memberikan ukuran mengenai efisiensi pemanfaatan asset dan *operating cash flow deflated by asset* yang bermanfaat untuk mengukur kinerja operasi sejak *operating cash flow* merupakan salah satu komponen utama dalam perhitungan *net present value* (NPV) yang digunakan dalam penilaian perusahaan.

II.4. Penelitian Terdahulu Mengenai *Earnings Management* pada *Initial Public Offering* (IPO)

Beberapa penelitian terdahulu yang meneliti adanya hubungan antara manajemen laba perusahaan pada saat IPO, antara lain penelitian Aharonay et.al (1993), dengan menggunakan model DeAngelo yang membagi *total accrual standardized* dengan rata-rata total asset, untuk sample sebanyak 229 perusahaan manufaktur pada tahun 1985-1987. Hasilnya ternyata tidak ditemukan adanya bukti dilakukannya manipulasi pada dua periode sebelum IPO, tetapi pada periode 1 tahun sebelum IPO ditemukan bahwa pada perusahaan kecil secara rata-rata terdapat hubungan yang kurang kuat antara kualitas auditor dan penjamin pada saat IPO dengan praktek manajemen laba.

Friedlan (1994) berhasil membuktikan adanya praktek manajemen perusahaan sebelum IPO dengan pendekatan akrual. Ia meneliti sampel sebanyak 227 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1981 sampai 1984, dan menemukan bahwa perusahaan cenderung melakukan manajemen laba dengan menaikkan *income* hanya pada periode sebelum IPO. Bukti yang didapat Friedlan (1994) mendukung hipotesa yang menyatakan bahwa perusahaan percaya bahwa informasi yang terdapat dalam laporan keuangan akan mempengaruhi harga saham pada saat IPO.

Neill, Pourciau dan Schefer (1995) melakukan pengujian empiris dengan meregresi hubungan antara nilai penawaran saham dengan pemilihan metode akuntansi yang diklasifikasikannya ke dalam kategori konservatif dan liberal. Metode pemilihan akuntansi ini dilihat dari metode penyusutan dan persediaan. Jika perusahaan memilih kebijakan penyusutan dengan metode LIFO maka dianggap perusahaan tersebut memilih metode konservatif yang cenderung menurunkan laba. Sebaliknya jika perusahaan memilih metode FIFO, maka dianggap perusahaan tersebut menggunakan kebijakan akuntansi yang bersifat liberal. Dengan data sebanyak 505 perusahaan yang IPO antara tahun 1975 sampai 1984 hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara proses penawaran umum/ IPO dengan pemilihan kebijakan akuntansi liberal yang menyebabkan nilai laba dan aktiva menjadi lebih besar.

Penelitian Teoh et.al (1998), mengaitkan *accrual* dari *first fiscal year financial statement* perusahaan IPO dengan kinerja pasar saham yang perhitungannya dimulai dari 3 bulan sampai 6 bulan setelah akhir tahun pajak. Teoh et.al (1998) menemukan bahwa *discretionary current accrual* yang merupakan faktor di bawah kontrol manajemen dan proksi dari *earnings management*, meningkat tajam seputar waktu IPO dibandingkan perusahaan yang non-IPO. Ditemukan juga bahwa *discretionary*

current accrual ini adalah prediktor yang paling baik dalam mempengaruhi kinerja *return* saham pada 3 tahun pertama setelah IPO. Perusahaan dengan *discretionary current accrual* tinggi menunjukkan kinerja yang buruk selama tiga tahun pasca IPO. Dan dalam 3 tahun pasca IPO, perusahaan yang paling agresif melakukan *earnings management* memiliki kinerja rata-rata 15% - 30% lebih rendah dari perusahaan dengan *earnings management* yang konservatif. Selain itu juga ditemukan bahwa perusahaan dengan *earnings management* yang konservatif melakukan penawaran berkala (SEO) 20% lebih sering dibandingkan perusahaan dengan *earnings management* yang agresif selama lima tahun pasca IPO. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan *earnings management* yang kurang agresif berpotensi meraih keuntungan yang lebih banyak pasca IPO dibandingkan dengan *earnings management* agresif.

Studi di Indonesia yang telah meneliti tentang *earning management* pada saat penawaran saham perdana adalah penelitian Susanto (2000) yang menemukan bukti bahwa akrual kelolaan lebih besar pada periode sebelum daripada setelah IPO. Gumanti (2001) dengan menguji akrual total menemukan bahwa manajemen laba terjadi pada periode dua tahun sebelum IPO. Penelitian Saiful (2004) berhasil menemukan manajemen laba disekitar IPO, yaitu pada periode dua tahun sebelum IPO, ketika IPO, dan dua tahun setelah IPO. Saiful (2004) juga menemukan kinerja operasi setelah IPO rendah dan *return* saham satu tahun setelah IPO rendah, namun tidak menemukan hubungan antara rendahnya *return* saham setahun setelah IPO dengan manajemen laba disekitar IPO. Penelitian Assih et.al (2005), dengan menggunakan 32 sampel perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana untuk periode 1994-1999 menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan melakukan manajemen laba yang meningkatkan laba saat melakukan penawaran publik perdana.

Kinerja operasi perusahaan pada tahun setelah IPO lebih tinggi daripada kinerja perusahaan pada tahun IPO, namun jika dilihat untuk keseluruhan periode pengujian maka secara rata-rata *return on asset* perusahaan menurun pada periode setelah IPO.

II.5 Pengembangan Hipotesis Penelitian

Perusahaan memiliki beberapa alternatif sumber pendanaan baik yang berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan. Alternatif pendanaan dari dalam perusahaan umumnya menggunakan laba yang ditahan perusahaan. Sedangkan alternatif pendanaan dari luar perusahaan dapat berasal dari kreditur berupa utang, pembiayaan bentuk lain, penerbitan surat-surat utang, atau pendanaan yang sifatnya penyertaan dalam bentuk saham (*equity*). Pendanaan melalui mekanisme penyertaan saham ini umumnya dilakukan dengan menjual saham perusahaan kepada masyarakat melalui penawaran perdana atau sering dikenal dengan istilah *go public* atau *initial public offering/IPO*.

Untuk *go public*, perusahaan perlu melakukan persiapan internal dan penyiapan dokumentasi sesuai dengan persyaratan untuk *go public* atau penawaran umum yang di Indonesia persyaratan-persyaratan tersebut diatur oleh Bapepam. Salah satu dokumen yang perlu dipersiapkan perusahaan adalah laporan keuangan yang juga akan menjadi sumber informasi bagi calon investor dalam menilai kinerja perusahaan. Masyarakat atau investor akan tertarik untuk menanamkan modal pada perusahaan yang berprospek baik, yang dapat memberikan keuntungan atas investasinya dimasa depan dan telah membukukan operasionalnya yang tercermin dalam laporan keuangan historisnya yang cenderung membaik. Karena laporan keuangan bisa menjadi sumber informasi yang efektif untuk menarik minat investor, maka perusahaan yang akan *go public* cenderung membuat laporan keuangan yang semenarik mungkin untuk memaksimalkan perolehan dana ketika melakukan IPO. Salah satu cara yang bisa

dilakukan perusahaan yaitu melalui praktek manajemen laba sehingga terlihat bahwa laba perusahaan bukan mencerminkan laba yang sebenarnya.

Beberapa penelitian yang telah meneliti adanya hubungan antara manajemen laba perusahaan pada saat IPO, antara lain penelitian Aharonay et.al (1993) yang menguji apakah perusahaan yang melakukan IPO memanipulasi laba pada periode sebelum IPO. Dengan menggunakan model DeAngelo yang membagi *total accrual standardized* dengan rata-rata total asset, hasilnya menunjukkan sedikit dukungan adanya manajemen laba, manajemen laba tampak lebih besar pada perusahaan kecil dan mempunyai rasio hutang/ modal tinggi.

Friedlan (1994) berhasil membuktikan adanya praktek manajemen perusahaan sebelum IPO dengan pendekatan akrual. Ia menemukan bahwa perusahaan cenderung melakukan manajemen laba dengan menaikkan *income* hanya pada periode sebelum IPO. Bukti yang didapat Friedlan (1994) mendukung hipotesa yang menyatakan bahwa perusahaan percaya bahwa informasi yang terdapat dalam laporan keuangan akan mempengaruhi harga saham pada saat IPO.

Neill, Pourciau dan Schefer (1995) melakukan pengujian empiris dengan meregresi hubungan antara nilai penawaran saham dengan pemilihan metode akuntansi yang diklasifikasikannya ke dalam kategori konservatif dan liberal. Metode pemilihan akuntansi ini dilihat dari metode penyusutan dan persediaan. Jika perusahaan memilih kebijakan penyusutan dengan metode LIFO maka dianggap perusahaan tersebut memilih metode konservatif yang cenderung menurunkan laba. Sebaliknya jika perusahaan memilih metode FIFO, maka dianggap perusahaan tersebut menggunakan kebijakan akuntansi yang bersifat liberal. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara proses penawaran umum/

IPO dengan pemilihan kebijakan akuntansi liberal yang menyebabkan nilai laba dan aktiva menjadi lebih besar.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian di atas maka dalam penelitian ini maka dikembangkan pula hipotesa sebagai berikut:

H1: Perusahaan melakukan manajemen laba pada saat IPO

Banyak metode yang digunakan untuk melakukan manajemen laba pada saat IPO. Dalam penelitian Stolowy dan Breton (2003) diringkaskan berbagai penelitian mengenai manajemen laba dan metode-metode apa saja yang digunakan oleh peneliti untuk mendeteksi manajemen laba. Metode yang paling banyak digunakan dalam penelitian-penelitian sebelumnya adalah metode akrual. Oleh karena itu, dalam penelitian ini, berdasarkan juga pada penelitian Teoh et.al (1998) dikembangkan empat jenis akrual yaitu *discretionary current accrual*, *non discretionary current accrual*, *discretionary long term accrual* dan *non discretionary long term accrual*.

Sejalan dengan penelitian Subramanyam (1996) yang menunjukkan bahwa pasar memberi penghargaan atau nilai pada *discretionary accrual*, yang mungkin disebabkan karena komponen *discretionary* meningkatkan kemampuan laba merefleksikan nilai fundamental perusahaan, sehingga layak banyak dari peneliti-peneliti menggunakan level atau komponen *discretionary accrual* ini untuk menjelaskan kondisi perusahaan. Berbeda dengan sifat *discretionary accrual*, perubahan dalam *non discretionary accrual* lebih disebabkan karena faktor diluar perusahaan, yaitu faktor pasar, oleh karena itu perubahan dalam *non discretionary accrual* di luar pengendalian (Harrison 1977; Jones 1991; Dechow et.al 1995).

Beberapa penelitian yang menggunakan total atau komponen *discretionary accrual* untuk menjelaskan kondisi perusahaan adalah Louis dan Robinson (2005) yang menggunakan *discretionary accrual* untuk memberikan signal/

mengkomunikasikan *private information* yang terkait dengan pengumuman *stock split*. Penelitian DeFond & Jiambalvo (1994) menggunakan *discretionary accrual* membuktikan adanya tindakan manajemen untuk meningkatkan laba yang dilaporkan dalam rangka menghindari pelanggaran kontrak hutang. Veronica (2005) menggunakan *discretionary accrual* untuk menginvestigasi hubungan antara *corporate governance*, *asymmetry* informasi dan manajemen laba.. Selain penggunaan nilai *total discretionary accrual*, komponen *discretionary current accrual/ working capital accrual* dan atau *discretionary long term accrual*, juga sering dijadikan objek penelitian seperti oleh Jones (1995), Teoh et.al (1998), Roosemboom et.al (2003), dan DuCharme et.al (2004) untuk membuktikan adanya tindakan manajemen laba. Berdasarkan pada penelitian-penelitian tersebut di atas maka dibentuk hipotesa sebagai berikut:

H_{01a} : rata-rata *Discretionary Current Accrual (DCA)* pada saat IPO ≤ 0

H_{a1a} : rata-rata *Discretionary Current Accrual (DCA)* pada saat IPO > 0

H_{01b} : rata-rata *Discretionary Long Term Accrual (DLA)* pada saat IPO ≤ 0

H_{a1b} : rata-rata *Discretionary Long Term Accrual (DLA)* pada saat IPO > 0

Selain dengan metode akrual, berdasarkan penelitian terbaru dari Roychowdhury (2006), terdapat cara lain yang dilakukan oleh manajemen dalam mengelola laba yaitu dengan *real activities manipulation*. Menurut Roychowdhury (2006), meskipun terdapat biaya yang terkait dengan manipulasi *real activities*, eksekutif tidak akan hanya mengandalkan tindakan manipulasi akrual dalam mengelola laba. Dalam survey yang dilakukan Bruns dan Merchant (1990) dan Graham et.al (2005), eksekutif keuangan diindikasi memiliki keinginan yang besar untuk memanipulasi *earning* melalui *real activities* daripada akrual. Setidaknya terdapat 2 alasan yaitu:

- (1) Manipulasi akrual lebih sering dijadikan pusat penelitian/ inspeksi oleh auditor dan regulator daripada keputusan real tentang *pricing* dan produksi.
- (2) Hanya menitikberatkan perhatian pada manipulasi akrual merupakan tindakan beresiko.

Maka dalam penelitian ini, selain dihipotesiskan 2 jenis akrual yang dapat dijadikan proksi dalam mendeteksi manajemen laba pada saat IPO, juga dikembangkan 2 variabel *real activities manipulation* yaitu *real activities* melalui *cash flow* (RAMCFO) dan *cost of good sold* (RAMCOGS). Oleh karena itu dibuat hipotesis sebagai berikut:

H_{01c} : rata-rata *Real Activities Manipulation* melalui CFO (RAMCFO) pada saat IPO ≤ 0

H_{a1c} : rata-rata *Real Activities Manipulation* melalui CFO (RAMCFO) pada saat IPO > 0

H_{01d} : rata-rata *Real Activities Manipulation* melalui COGS (RAMCOGS) pada saat IPO ≥ 0

H_{a1d} : rata-rata rata *Real Activities Manipulation* melalui COGS (RAMCOGS) pada saat IPO < 0

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 *discretionary current accrual* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kinerja *return* saham 3 tahun setelah IPO. Namun penelitian Saiful (2004) yang menggunakan *discretionary accrual* sebagai proksi manajemen laba tidak dapat membuktikan bahwa terdapat hubungan antara manajemen laba disekitar IPO dengan rendahnya kinerja *return* 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 pasca-IPO.

Keberagaman hasil penelitian ini, membuat penulis kembali membangun hipotesis seperti hipotesis 2 berikut ini:

H2: manajemen laba pada saat IPO mempengaruhi kinerja jangka panjang perusahaan setelah IPO

Berdasarkan hipotesis 2 diatas dibangun hipotesis-hipotesis yang bertujuan untuk melihat hubungan antara variabel-variabel yang dapat dijadikan proksi manajemen laba dan variabel-variabel lainnya dengan kinerja jangka panjang perusahaan.

Variabel *discretionary current accrual* merupakan proksi untuk *manipulated earning* yang nilainya bergantung pada diskresi manajemen. Berdasarkan temuan Teoh et.al (1998b) dan Roosenboom et.al (2003), DCA merupakan variabel yang superior yang mempengaruhi kinerja saham secara negatif signifikan. Namun dalam penelitian Veronica (2005), ditemukan bahwa *discretionary accrual* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham.

Subramanyam (1996) menjelaskan bahwa pengelolaan laba dapat bersifat oportunistik dan efisien. Apabila pasar dapat membedakan pengelolaan laba yang bersifat oportunistik dan efisien maka akrual diskretioner yang oportunistik akan berhubungan negatif dengan imbal hasil saham dan akrual diskretioner yang efisien akan berhubungan positif dengan imbal hasil saham (dalam Veronica, 2005). Oleh karena itu dibangun hipotesis seperti berikut ini:

Ha_{2a} : Variabel *Discretionary Current Accrual* (DCA) berpengaruh terhadap kinerja saham perusahaan 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO

Harisson (1977) menguji perbedaan reaksi pasar pada perubahan *discretionary accrual* dan *non discretionary accrual* dan menemukan bahwa perubahan *discretionary accrual* berasosiasi negatif dengan *return* saham dan sebaliknya *non discretionary accrual* berkorelasi positif dengan *return* saham. Begitu juga dengan

penelitian Teoh et.al (1998) yang menyatakan bahwa *non discretionary accrual* merupakan proksi dari *unmanipulated earnings*. Berdasarkan kedua penelitian tersebut, diduga *non discretionary current accrual* akan memberikan efek positif terhadap kinerja jangka panjang perusahaan.

Ha_{2b} : Variabel *Non Discretionary Current Accrual (NDCA)* berpengaruh positif terhadap kinerja saham perusahaan 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO

Sama halnya dengan variabel *discretionary current accrual*, variabel *discretionary long term accrual* yang dihitung dengan memasukkan variabel *property, plant and equipment* ke dalam regresi sebagai proksi dari *manipulated earning* yang dilakukan manajemen yang berdampak jangka panjang, maka diduga bahwa variabel *discretionary long term accrual* akan berpengaruh negatif terhadap kinerja saham jangka panjang perusahaan.

Ha_{2c} : Variabel *Discretionary Long Term Accrual (DLA)* berpengaruh negatif terhadap kinerja saham perusahaan 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO

Efek positif juga diduga akan diberikan oleh variabel *non discretionary long term accrual* terhadap kinerja *return* saham jangka panjang, dikarenakan variabel *NDLA* juga merupakan proksi *unmanipulated earnings* seperti halnya variabel *NDCA*.

Ha_{2d} : Variabel *Non Discretionary Long Term Accrual (NDLA)* berpengaruh positif terhadap kinerja saham perusahaan 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO

Variabel manajemen laba lain yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah variabel *real activities manipulation* melalui CFO dan COGS seperti yang digunakan oleh Roychowdhury (2006) dalam penelitiannya. Menurut Roychowdhury (2006), eksekutif tidak akan hanya mengandalkan tindakan manipulasi akrual dalam *manage earning*. Eksekutif keuangan diindikasikan juga memiliki keinginan yang besar untuk memanipulasi *earning* melalui *real activities* daripada akrual. Oleh karena itu,

dalam penelitian ini dibangun hipotesa bahwa manajemen tidak hanya menggunakan akrual untuk *me-manage* laba pada saat IPO, tapi juga menggunakan *real activities manipulation*. Dengan mengembangkan 2 proksi manajemen laba melalui *real activities manipulation* yaitu RAMCFO dan RAMCOGS, maka diduga bahwa *real activities manipulation* melalui CFO (RAMCFO) dan COGS (RAMCOGS) juga akan berpengaruh negatif terhadap kinerja jangka panjang perusahaan.

Ha_{2e} : Variabel *Real Activities Manipulation* melalui CFO (RAMCFO) berpengaruh negatif terhadap kinerja saham perusahaan 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO

Ha_{2f} : Variabel *Real Activities Manipulation* melalui COGS (RAMCOGS) berpengaruh negatif terhadap kinerja saham perusahaan 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO

Berdasarkan penelitian Ritter (1991) ditunjukkan bahwa terdapat tendensi bagi perusahaan yang mempunyai harga penawaran yang lebih rendah, yang memiliki rata-rata *initial return* yang paling tinggi, akan mengalami penurunan kinerja yang paling buruk setelah IPO. DeBondt dan Thaler (1995, 1987) juga menunjukkan bukti bahwa, setidaknya untuk saham-saham yang memiliki nilai kapitalisasi yang kecil, terdapat hubungan negatif antara *abnormal return* setelah IPO dan *subsequent abnormal return* untuk periode 1 tahun atau lebih, yang diinterpretasikan mereka sebagai bukti dari *market overreaction*. Oleh karena itu, dugaan adanya asosiasi antara *initial return* dengan kinerja saham jangka panjang perusahaan dihipotesiskan sebagai berikut:

Ha_{2g} : Variabel *Initial Return* (IR) berpengaruh negatif terhadap kinerja saham perusahaan 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO

Penelitian Mikhelson et.al (1996) menemukan bahwa umur perusahaan berkorelasi positif dengan *industry-adjusted performance* setelah IPO begitu juga dengan penelitian Carter et.al (1998) menemukan adanya korelasi positif antara umur perusahaan dengan *return* saham 3 tahun. Sejalan dengan temuan tersebut maka dibentuk hipotesis sebagai berikut:

Ha_{2h} : Variabel Umur Perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja saham perusahaan 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO

Pengaruh variabel *size* terhadap kinerja *return* saham perusahaan sering dipertimbangkan sebagai kontrol variabel dalam beberapa penelitian-penelitian terdahulu seperti pada penelitian Loughran & Ritter (1995), Teoh et.al (1998), Eckbo dan Norli (2004), Roosenboom et.al (2003) dan Veronica (2005). Berdasarkan pada penelitian-penelitian terdahulu tersebut, dibentuk hipotesa atas pengaruh *size* terhadap kinerja jangka panjang seperti hipotesa berikut ini:

Ha_{2i} : Variabel *size* berpengaruh positif terhadap kinerja saham perusahaan 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO

Untuk mengukur pengaruh tambahan (*incremental*) dari variabel akrual atas pertumbuhan pendapatan, maka digunakan variabel kontrol perubahan *net income*. Oleh karena itu diduga, perusahaan yang banyak mengalami perubahan *net income* pada tahun IPO dibandingkan 1 tahun sebelum IPO, akan mengalami penurunan kinerja jangka panjang.

Ha_{2j}: Variabel Perubahan *Net Income* (DNI_TA) berpengaruh negatif terhadap kinerja saham perusahaan 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO

Dalam penelitian Jain dan Kini (1994) ditemukan bahwa harga penawaran signifikan berkorelasi negatif dengan *underpricing*, begitu juga dengan penelitian Martani (2004) yang menemukan bahwa harga penawaran berkorelasi negatif dengan kinerja saham. Namun penelitian Houge et. al (2001) yang menjadikan harga penawaran sebagai ukuran kualitas IPO tidak menemukan pengaruh harga penawaran

terhadap kinerja saham jangka panjang. Berdasarkan pada penelitian-penelitian terdahulu terkait dengan hubungan antara harga penawaran saham perdana dengan kinerja *return* saham perusahaan, maka dibentuk hipotesa berikut ini:

Ha_{2k}: Variabel harga penawaran saham pada saat IPO (*offering*) berpengaruh negatif terhadap kinerja saham perusahaan 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO

Pengaruh periode IPO terhadap kinerja jangka panjang perusahaan telah banyak dipertimbangkan sebagai kontrol variabel dalam penelitian-penelitian terdahulu seperti penelitian Teoh et.al (1998), Martani (2004), dan Veronica (2005).

Untuk melihat hubungan tersebut maka dibangun hipotesa sebagai berikut:

Ha_{2l}: Variabel periode perusahaan melakukan IPO berpengaruh terhadap kinerja saham perusahaan 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO

Berdasarkan temuan Teoh et.al (1998), bahwa variabel *discretionary current accrual* merupakan variabel yang paling superior dalam mempengaruhi *return* jangka panjang perusahaan dibandingkan tiga variabel akrual lainnya, maka penulis juga akan mencoba membuktikan kembali temuan Teoh et.al (1998) pada perusahaan-perusahaan di Indonesia dengan mengembangkan hipotesis sebagai berikut:

H3: manajemen laba yang diproksikan oleh variabel *Discretionary Current Accrual (DCA)* merupakan variabel paling superior yang mempengaruhi kinerja jangka panjang perusahaan setelah IPO

Telah banyak penelitian yang mendokumentasikan mengenai kinerja jangka panjang perusahaan IPO. Studi *Stoll dan Curley (1970)* terhadap 205 IPO perusahaan kecil menemukan bahwa dalam jangka pendek saham pada perusahaan sampelnya menunjukkan apresiasi harga yang luar biasa, namun dalam jangka panjang investor pada perusahaan kecil tersebut tidak memperoleh tingkat pengembalian yang memadai. *Ibbotson (1975)* dengan menggunakan satu penawaran tiap bulannya untuk periode sepuluh tahun dari tahun 1960-1969, dengan menghitung *excess return* dari perusahaan IPO yang memberikan harga penawaran minimum \$ 3 per lembar saham,

menemukan bukti bahwa pada umumnya terdapat kinerja positif perusahaan IPO pada tahun pertama, negatif pada tiga tahun berikutnya (sekitar 1% setiap bulannya), dan positif kembali pada tahun ke lima. Studi *Stren dan Bornstein (1985)* melaporkan hasil studi untuk periode Januari 1975 sampai dengan Juni 1985, dan menemukan bahwa perusahaan yang melakukan IPO mengalami "underperform" dalam jangka panjang dengan menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO mengalami penurunan *return* saham sampai 22% dibandingkan *Standard & Poor's 500 Index*.

Namun didapati juga hasil studi yang bertolak belakang, yang melaporkan kinerja positif atas perusahaan setelah IPO. *Busher dan Chan (1987)* melakukan studi terhadap kinerja selama dua tahun atas 1.078 perusahaan yang go publik di NASDAQ/ *National Market System* untuk periode 1981 sampai 1985. Studi ini menemukan bahwa perusahaan rata-rata memperoleh *initial return* 6.2% dan rata-rata tingkat pengembalian selama dua tahun (diluar *initial return*) mencapai 11.2%.

Untuk menguji apakah terjadi penurunan kinerja jangka panjang baik kinerja pasar maupun kinerja operasi perusahaan setelah IPO maka dibangun hipotesis berikut:

H4 : rata-rata/median kinerja perusahaan dalam jangka waktu 1 tahun, 2 tahun, 3 tahun kecil dari nol.

Sesuai dengan penelitian *Teoh et.al (1998b)* dan *Martani (2004)* bahwa perusahaan yang telah go publik akan mengalami penurunan kinerja jangka panjang. Oleh karena itu dibangun hipotesa bahwa rata-rata/ median kinerja perusahaan yang diukur dengan *cummulative abnormal return (CAR)* untuk 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO akan lebih kecil nilainya dari nol.

$H_{04a} : \mu CAR1, \mu CAR2, \mu CAR3 \geq 0$

$H_{a4a} : \mu CAR1, \mu CAR2, \mu CAR3 < 0$

Sama halnya dengan metode *cummulative abnormal return* (CAR), rata-rata/median kinerja perusahaan setelah IPO yang diukur dengan metode *buy and hold return* (BHR) juga akan bernilai lebih kecil dari nol untuk masa 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO.

$$H_{04b} : \mu \text{ BHR1}, \mu \text{ BHR2}, \mu \text{ BHR3} \geq 0$$

$$H_{a4b} : \mu \text{ BHR1}, \mu \text{ BHR2}, \mu \text{ BHR3} < 0$$

Pengujian lain yang dilakukan untuk melihat fenomena penurunan kinerja jangka panjang setelah perusahaan melakukan IPO adalah dengan membandingkan nilai rata-rata/median kinerja perusahaan setelah IPO dengan *return* awal (*initial return*) yang diperoleh perusahaan pada saat IPO (hari pertama perdagangan saham). Berdasarkan nilai IR yang diperoleh perusahaan, diduga bahwa nilai rata-rata/median kinerja saham perusahaan yang diukur dengan metode *cummulative abnormal return* (CAR) untuk 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO lebih kecil daripada *initial return* perusahaan.

$$H_{04c} : \mu \text{ CAR1}, \mu \text{ CAR2}, \mu \text{ CAR3} \geq \text{IR}$$

$$H_{a4c} : \mu \text{ CAR1}, \mu \text{ CAR2}, \mu \text{ CAR3} < \text{IR}$$

Penurunan kinerja jangka panjang perusahaan juga dapat dilihat dengan cara membandingkan nilai rata-rata/median kinerja saham perusahaan yang diukur dengan metode *buy and hold return* (BHR) untuk 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO dengan *initila return* masing-masing perusahaan. Diduga nilai rata-rata/ median BHR 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO lebih kecil dari nilai *initial return* perusahaan.

$$H_{04d} : \mu \text{ BHR1}, \mu \text{ BHR2}, \mu \text{ BHR3} \geq \text{IR}$$

$$H_{a4d} : \mu \text{ BHR1}, \mu \text{ BHR2}, \mu \text{ BHR3} < \text{IR}$$

Untuk menguji penurunan kinerja operasi perusahaan setelah perusahaan melakukan IPO, maka digunakan ukuran kinerja *return on investment (ROE)*. Seperti halnya dugaan terhadap penurunan kinerja pasar perusahaan, kinerja operasi perusahaan juga diduga akan mengalami penurunan pada masa-masa setelah IPO. Untuk menguji hal ini, maka dikembangkan hipotesa bahwa nilai ROE perusahaan 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO akan lebih kecil dari nilai ROE pada saat perusahaan melakukan IPO.

$H_{04e} : \mu ROE1, \mu ROE2, \mu ROE3 \geq ROE0$

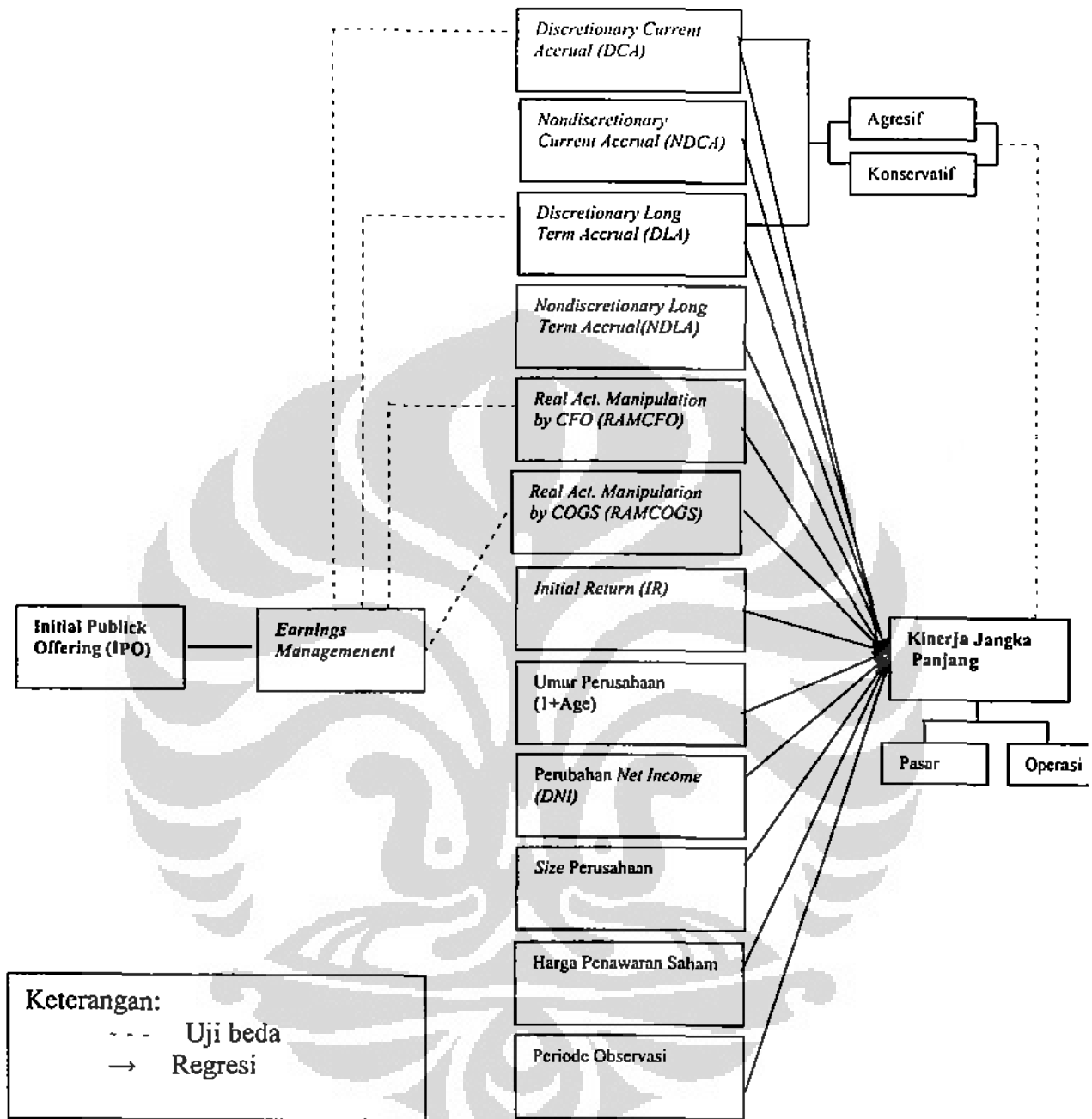
$H_{a4e} : \mu ROE1, \mu ROE2, \mu ROE3 < ROE0$

Alternatif median digunakan dengan maksud untuk mengantisipasi data *outlier* yang dapat menyebabkan hasil pengujian yang diperoleh bias.

Hipotesis terakhir yang dikembangkan penulis dalam penelitian ini adalah adanya dugaan perusahaan yang melakukan manajemen laba yang besar (dalam level agresif) akan mengalami kinerja jangka panjang lebih buruk dibandingkan dengan perusahaan yang hanya melakukan manajemen laba pada level konservatif. Oleh karena itu dibangun hipotesa sebagai berikut:

H5: kinerja jangka panjang *return* saham perusahaan yang melakukan manajemen laba pada level yang agresif lebih buruk dari pada level konservatif

Gambar 2: Diagram Kerangka Pemikiran Penelitian



BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

III.1 Model Penelitian

Berdasarkan hasil pengujian untuk hipotesis 1 maka selanjutnya dikembangkan model penelitian berikut ini:

III.2.i. Model Kinerja Pasar

a. *Cummulative Abnormal Return (CAR)*

Model 1:

$$CAR1 = \alpha_0 + \alpha_1 DCA_{1t} + \alpha_2 NDCA_{1t} + \alpha_3 DLA_{1t} + \alpha_4 NDLA_{1t} + \alpha_5 RAMCFO_{1t} + \alpha_6 RAMCOGS_{1t} + \alpha_7 IR_{1t} + \alpha_8 OFF_{1t} + \alpha_9 DNI_TA_{1t} + \alpha_{10} LOG(AGE+1)_{1t} + \alpha_{11} LOG(MV_{1t}) + \alpha_{12} D_PBK + \alpha_{13} D_PAK + \varepsilon$$

Dimana:

CAR1	= <i>cummulative abnormal return adjusted</i> IHSG 1 tahun setelah IPO
DCA	= <i>discretionary current accrual adjusted industry</i> pada saat IPO
NDCA	= <i>non discretionary current accrual adjusted industry</i> pada saat IPO
DLA	= <i>discretionary long term accrual adjusted industry</i> pada saat IPO
NDLA	= <i>non discretionary long term accrual adjusted industry</i> pada saat IPO
RAMCFO	= <i>real activities manipulation</i> melalui CFO
RAMCOGS	= <i>real activities manipulation</i> melalui COGS
IR	= <i>initial return</i> perusahaan i pada saat hari pertama perdagangan saham
OFF	= harga penawaran saham perdana perusahaan i
DNI	= selisih nilai net income pada laporan keuangan t=1 dengan t=0
LOG(AGE+1)	= nilai logaritma dari umur perusahaan i pada saat IPO ditambah 1
LOG(MV _{it})	= nilai logaritma market valuei 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
t	= 1, 2, 3

Model 2:

$$CAR2 = \alpha_0 + \alpha_1 DCA_{1t} + \alpha_2 NDCA_{1t} + \alpha_3 DLA_{1t} + \alpha_4 NDLA_{1t} + \alpha_5 RAMCFO_{1t} + \alpha_6 RAMCOGS_{1t} + \alpha_7 IR_{1t} + \alpha_8 OFF_{1t} + \alpha_9 DNI_TA_{1t} + \alpha_{10} LOG(AGE+1)_{1t} + \alpha_{11} LOG(MV_{1t}) + \alpha_{12} D_PBK + \alpha_{13} D_PAK + \varepsilon$$

Dimana:

CAR2 = *cummulative abnormal return* 2 tahun setelah IPO

Model 3:

$$\text{CAR3} = \alpha_0 + \alpha_1\text{DCA}_i + \alpha_2\text{NDCA}_i + \alpha_3\text{DLA}_i + \alpha_4\text{NDLA}_i + \alpha_5\text{RAMCFO}_i + \alpha_6\text{RAMCOGS}_i + \alpha_7\text{IR}_i + \alpha_8\text{OFF}_i + \alpha_9\text{DNI_TA}_i + \alpha_{10}\text{LOG}(\text{AGE}+1)_i + \alpha_{11}\text{LOG}(\text{MV}_{it}) + \alpha_{12}\text{D_PBK} + \alpha_{13}\text{D_PAK} + \varepsilon$$

Dimana:

CAR3 = *cummulative abnormal return* 3 tahun setelah IPO

b. *Buy and Hold Return* (BHR)

Model 4:

$$\text{BHR1} = \alpha_0 + \alpha_1\text{DCA}_i + \alpha_2\text{NDCA}_i + \alpha_3\text{DLA}_i + \alpha_4\text{NDLA}_i + \alpha_5\text{RAMCFO}_i + \alpha_6\text{RAMCOGS}_i + \alpha_7\text{IR}_i + \alpha_8\text{OFF}_i + \alpha_9\text{DNI_TA}_i + \alpha_{10}\text{LOG}(\text{AGE}+1)_i + \alpha_{11}\text{LOG}(\text{MV}_{it}) + \alpha_{12}\text{D_PBK} + \alpha_{13}\text{D_PAK} + \varepsilon$$

Dimana:

BHR1 = *buy and hold abnormal return adjusted* IHSG 1 tahun setelah IPO

Model 5:

$$\text{BHR2} = \alpha_0 + \alpha_1\text{DCA}_i + \alpha_2\text{NDCA}_i + \alpha_3\text{DLA}_i + \alpha_4\text{NDLA}_i + \alpha_5\text{RAMCFO}_i + \alpha_6\text{RAMCOGS}_i + \alpha_7\text{IR}_i + \alpha_8\text{OFF}_i + \alpha_9\text{DNI_TA}_i + \alpha_{10}\text{LOG}(\text{AGE}+1)_i + \alpha_{11}\text{LOG}(\text{MV}_{it}) + \alpha_{12}\text{D_PBK} + \alpha_{13}\text{D_PAK} + \varepsilon$$

Dimana:

BHR2 = *buy and hold abnormal return adjusted* IHSG 2 tahun setelah IPO

Model 6:

$$\text{BHR3} = \alpha_0 + \alpha_1\text{DCA}_i + \alpha_2\text{NDCA}_i + \alpha_3\text{DLA}_i + \alpha_4\text{NDLA}_i + \alpha_5\text{RAMCFO}_i + \alpha_6\text{RAMCOGS}_i + \alpha_7\text{IR}_i + \alpha_8\text{OFF}_i + \alpha_9\text{DNI_TA}_i + \alpha_{10}\text{LOG}(\text{AGE}+1)_i + \alpha_{11}\text{LOG}(\text{MV}_{it}) + \alpha_{12}\text{D_PBK} + \alpha_{13}\text{D_PAK} + \varepsilon$$

Dimana:

BHR3 = *buy and hold abnormal return adjusted* IHSG 3 tahun setelah IPO

III.2 Operasionalisasi Variabel Penelitian

III.2.1 Variabel Terikat (*Dependent Variable*)

Untuk mengevaluasi sejauh mana akrual yang dikelola dapat mempengaruhi *abnormal stock return* dan kinerja operasi perusahaan dalam jangka panjang, maka diperlukan standar pengukuran kinerja. Oleh karena itu, variabel terikat kinerja jangka panjang perusahaan diukur dengan menggunakan dua ukuran kinerja saham yaitu

Cummulative Abnormal Return (CAR) dan *Buy and Hold Return* (BHR) dengan menggunakan *benchmark Market-Adjusted Return* dan *LQ45-Adjusted Return* serta 1 kinerja operasi perusahaan yang diproksikan dengan *Return On Equity* (ROE).

Sebelum kita memahami masing-masing ukuran kinerja tersebut diatas, ada baiknya perlu didefinisikan terlebih dahulu mengenai batasan kinerja jangka panjang atau pendek yang digunakan dalam penelitian ini. Dalam penelitian ini, kinerja jangka panjang perusahaan didefinisikan sebagai kinerja perusahaan yang diamati selama lebih dari 1 tahun, sebaliknya kinerja jangka pendek perusahaan adalah kinerja perusahaan yang dilihat dalam jangka kurang atau sama dengan 1 tahun.

Dalam Teoh et.al (1998) dinyatakan bahwa banyak peneliti melaporkan kinerja jangka panjang dengan menggunakan *buy and hold return* (BHR), hal ini menurut Teoh et.al (1998) dikarenakan metode inilah yang paling relevan bagi investor. Namun Fama (1998) menyatakan bahwa *buy and hold return* dapat menimbulkan masalah karena distribusinya tidak normal (*skewed*), perbedaan awal yang kecil dapat membesar dengan adanya penggabungan (*compounding*), dan periode waktu yang tumpang tindih dapat menyebabkan masalah *cross correlation*. Oleh karena itu, seperti halnya penelitian Teoh et.al (1998), pada penelitian digunakan dua ukuran kinerja jangka panjang yaitu *Cummulative Abnormal Return* dan *Buy & Hold Return*.

1) *Cummulative Abnormal Return*.

Cummulative Abnormal Return diukur dengan menggunakan perhitungan sebagai berikut:

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

Dimana, $r_{i,t}$ = *raw return* saham i pada hari t yang dihitung sebagai berikut:

$$r_t = \frac{\text{harga penutupan saham i hari } t_0 - \text{harga penutupan saham i hari } t_1}{\text{harga penutupan saham i hari } t_1}$$

Harga penutupan saham i hari t₁

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

$$m_{i,t} = \frac{\text{harga penutupan IHSG hari } t_0 - \text{harga penutupan IHSGi hari } t_1}{\text{Harga penutupan IHSG hari } t_1}$$

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 kebiasaan hasil pengukuran kinerja jangka panjang *return* saham perusahaan maka akan digunakan *return* harian perusahaan selama 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun yang akan dikategorikan ke dalam *return* bulanan berdasarkan persyaratan bahwa *return* bulanan terdiri dari 21 *return* harian. *Abnormal return* saham 1 tahun mulai dihitung dari awal April (3 bulan) setelah *fiscal year* perusahaan melakukan IPO dihitung kedepan sampai dengan 252 hari perdagangan. *Abnormal return* saham 2 tahun mulai dihitung dari awal April (3 bulan) setelah *fiscal year* perusahaan melakukan IPO dihitung kedepan sampai dengan 504 hari perdagangan. Begitu juga dengan *abnormal return* saham 3 tahun dihitung kedepan sampai dengan 756 hari perdagangan. Hal ini dilakukan untuk menghindari ketidakkonsistenan (bias) perhitungan kinerja saham perusahaan jangka panjang antara 1 kelompok sampel yang melakukan IPO pada tahun tertentu dengan kelompok sampel yang melakukan IPO pada tahun yang lain.

Sedangkan untuk mengukur kinerja operasi perusahaan digunakan nilai *return on equity* tahunan perusahaan yang dihitung berdasarkan data-data laporan keuangan tahunan perusahaan untuk periode 1 tahun setelah IPO (bersumber dari laporan keuangan kedua setelah *fiscal year* perusahaan melakukan IPO), periode 2 tahun setelah IPO, dan 3 tahun setelah IPO.

$$ROE_{it} = \text{Net Income}_{it} / \text{Total Equity}_{it}$$

Dimana: Net Income_{it} = laba bersih tahunan perusahaan untuk perusahaan i pada periode t

$$\text{Total Equity}_{it} = \text{Total Equity perusahaan i pada periode t}$$

III.2.2 Variabel Bebas (*Independent Variable*)

Mengacu pada penelitian Teoh et.al (1998), penelitian ini juga menggunakan pendekatan akrual dalam mengukur manajemen laba. Berdasarkan penelitian Teoh et.al (1998), total akrual dibagi menjadi komponen *current* dan *long-term*. Kemudian dilakukan evaluasi secara terpisah kedua komponen ini karena berdasarkan penelitian Guanter (1994), manajer lebih banyak memiliki diskresi terhadap *short-term accrual* dari pada *long-term*. *Current accrual adjustment* melibatkan *short-term asset* dan *liabilities* yang mendukung operasi harian perusahaan, sedangkan *long-term accrual adjustment* yang mencakup *long-term net asset*. Sehingga dalam penelitian ini terdapat 4 variabel akrual yang digunakan yaitu: *Nondiscretionary Current Accrual (NDCA)*, *Discretionary Current Accrual (DCA)*, *Discretionary Long Term Accrual (DLA)*, dan *Nondiscretionary Long Term Accrual (NDLA)*. Ukuran akrual yang dipakai adalah modifikasi model Jones (1991) dengan meregresikan *current accrual* terhadap perubahan penjualan dalam *cross-section regression* dengan menggunakan semua perusahaan sampel

Dalam penelitian ini, total akrual AC diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$AC \cong \text{Net Income} - \text{Cash Flow From Operation.}$$

Sedangkan *current accrual* didefenisikan sebagai :

$$CA \cong \Delta [\text{Account Receivable} + \text{Inventory} + \text{Other Current Asset}] \\ - \Delta [\text{Account Payable} + \text{Tax Payable} + \text{Other Current Liabilities}]$$

1) *Nondiscretionary Current Accrual (NDCA).*

Variabel *nondiscretionary* merupakan *expected accrual* dari *cross-sectional* modifikasi model Jones (1991) yang disesuaikan dengan jenis industri dan variabel *discretionary* adalah nilai residualnya. Untuk memperoleh nilai NDCA untuk masing-masing sampel dilakukan pengelompokan sampel berdasarkan 2 jenis industri yaitu manufaktur dan non manufaktur. *Expected current accrual* untuk perusahaan IPO diregresi dengan *cross-section current accrual* dan mengaitkannya dengan perubahan penjualan untuk setiap sampel penelitian dalam 1 kelompok industri. Sehingga, nilai *expected current accrual* dari perusahaan IPO *adjusted industry*, dilakukan dengan melakukan OLS regresi sebagai berikut:

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

Berdasarkan estimasi diatas, maka dilakukan perhitungan *nondiscretionary current accrual* tiap sampel dalam masing-masing kelompok industri:

$$NDCA_{i,t} = \hat{\alpha}_0 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \hat{\alpha}_1 \left(\frac{\Delta Sale_{i,t} - \Delta TR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right)$$

Dimana: $CA_{i,t}$ = nilai *current accrual* perusahaan i pada tahun t_0 (tahun IPO)

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

$NDCA_{i,t}$ = nilai *expected nondiscretionary current accrual* perusahaan *i* *adjusted industry*

$\Delta TR_{i,t}$ = nilai perubahan *trade receivable* perusahaan *i* dari tahun t_0 terhadap t_1

2) *Discretionary Current Accrual (DCA)*

Discretionary Current Accrual (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) *Nondiscretionary Long term Accrual (NDLA)*.

Untuk memperoleh nilai *discretionary* dan *nondiscretionary long-term accrual*, maka kita perlu mengestimasi nilai total *discretionary* dan *nondiscretionary total accrual* terlebih dahulu. Sama halnya dengan menghitung *current accrual*, kecuali nilai total *accrual (AC)* digunakan sebagai variabel dependen dan di dalam regresi dimasukkan *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 *nondiscretionary accrual (NDTAC)* dihitung sebagai berikut:

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

Sehingga, *Nondiscretionary Long term Accrual (NDLA)* adalah selisih antara *nondiscretionary total accrual (NDTAC)* dengan *non discretionary current*

accrual (NDCA). Sama halnya dengan cara memperoleh nilai *nondiscretionary current accrual*, nilai *non discretionary total accrual* 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) *Discretionary Long term Accrual (DLA)*

Discretionary Long term Accrual (DLA) adalah selisih antara *long term accrual* yang diskalakan dengan asset dan *non discretionary long term accrual*.

5) *Real Activities Manipulation* melalui CFO (RAMCFO)

Manipulasi penjualan dan mengurangi pengeluaran *discretionary* merupakan cara-cara yang dilakukan manajemen untuk memanipulasi laba berdasarkan konsep *real activities manipulation*. Sebagai contoh peningkatan volume penjualan sebagai hasil dari penawaran diskon harga pada waktu tertentu akan menyebabkan arus kas masuk menjadi besar begitu juga dengan tindakan menawarkan kredit yang lebih lunak seperti menawarkan tingkat bunga kredit yang lebih rendah (*zero-percent financing*) pada akhir tahun fiskal akan dapat meningkatkan (*boost*) volume penjualan seketika. Contoh lain adalah pengurangan pengeluaran atas beban *discretionary* dalam bentuk kas akan memperkecil arus kas keluar perusahaan dan akan memiliki dampak positif terhadap abnormal CFO pada periode sekarang. Berdasarkan cara-cara inilah manajemen meningkatkan *earning* atau arus kas perusahaan.

Oleh karena itu, berdasarkan model Dechow et.al (1998), Roychowdhury (2006) menggambarkan normal CFO sebagai fungsi linear dari penjualan dan perubahan penjualan dalam suatu periode. Untuk mengestimasi model, Roychowdhury (2006) menjalankan *cross-sectional regression* berikut:

$$\text{CFO}_t/\text{TA}_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/\text{TA}_{t-1}) + \beta_1(S_t/\text{TA}_{t-1}) + \beta_2(\Delta S_t/\text{TA}_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Dimana TA_t adalah *total asset* 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 asset* satu tahun sebelum pengujian dikurangi dengan normal CFO yang dihitung dengan menggunakan koefisien estimasi dari model industri-tahun tersebut.

Dalam mengukur nilai RAMCFO pada penelitian ini, maka digunakan model yang sama seperti yang dikembangkan Roychowdhury (2006). Dimana normal CFO sebagai fungsi liner dari penjualan dan perubahan penjumlahan, diregresi untuk masing-masing kelompok industri manufaktur dan non-manufaktur dan nilai RAMCFO dicari dengan menyelisihkan aktual CFO yang diskalakan dengan tahun sebelum pengujian dengan normal CFO.

6) *Real Activities Manipulation* 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 memanipulasi *earning* melalui *real activities manipulation*. Dengan tingginya level produksi, *fixed overhead cost* disebar pada unit yang besar, sehingga menghasilkan nilai *fixed cost per unit* yang lebih rendah. Sepanjang penurunan pada *fixed cost per unit* tidak dapat ditutupi oleh peningkatan *marginal cost per unit*, *total cost per unit* menurun.

Hal ini menyebabkan COGS yang dilaporkan lebih rendah, dan perusahaan dapat melaporkan margin operasi yang lebih baik.

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:

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

Nilai koefisien estimasi dari regresi diatas digunakan untuk menghitung nilai normal COGS. Abnormal COGS (RAMCOGS) diperoleh dengan cara mengurangi nilai aktual CFO yang diskalakan dengan total asset satu tahun sebelum periode pengujian dengan normal CFO.

III.2.3 Variabel Kendali (*Control Variable*)

Dalam penelitian ini digunakan 6 variabel kendali yaitu,

1) *Size Perusahaan (LogMV)*

Size perusahaan IPO diproksikan dengan variabel *market value*. Variabel *market value* didefinisikan sebagai nilai kapitalisasi pasar perusahaan yaitu nilai pasar saham perusahaan dikalikan dengan jumlah lembar saham beredar pada $t = 1, 2, 3$. Variabel ini digunakan dalam pengujian kinerja pasar saham setelah IPO.

2) *Initial Return (IR)*

Variabel *initial return* didefinisikan sebagai persentase perbedaan antara harga penawaran dengan harga penutupan pada hari pertama perdagangan dibagi dengan harga penawaran saham perdana.

3) Umur perusahaan ($\text{Log}(1+\text{Age})$)

Dimana umur perusahaan yang melakukan IPO dihitung dengan menyelisihkan antara tahun berdirinya perusahaan dengan tahun perusahaan melakukan penawaran saham perdana ditambah dengan 1, yang kemudian dilogaritmakan.

4) Perubahan *Net Income* (DNI_TA)

Variabel kendali perubahan *net income* didefenisikan sebagai selisih antara *net income* perusahaan IPO yang bersumber dari laporan keuangan pertama setelah IPO ($t = 0$) dengan *net income* yang dilaporkan pada laporan keuangan 1 tahun sebelum IPO yang distandarmisasikan dengan total asset.

5) Harga Penawaran Saham Perdana (OFF)

Berdasarkan penelitian Teoh et.al (1998) dan Martani (2004), harga penawaran saham perdana merupakan salah satu variabel yang mempengaruhi kinerja jangka panjang perusahaan. Harga saham setelah *listing* akan mengalami penurunan hingga dibawah harga penawaran perdana. Oleh karena itu, harga penawaran saham perdana diprediksi memiliki hubungan negatif dengan harga saham setelah *listing* dan kinerja *return* saham. Nilai OFF merupakan harga nominal per lembar saham pada saat penawaran saham perdana.

6) Periode IPO perusahaan

Untuk menghindari distorsi akibat perbedaan kondisi periode observasi, maka digunakan dummy periode sebelum krisis, masa krisis dan setelah krisis dalam penelitian ini. Periode masa krisis didefinisikan untuk tahun 1997-1998 sebagaimana yang didefinisikan dalam penelitian Veronica (2005) dan dijadikan periode *reference*. Periode sebelum krisis mencakup tahun 1994

sampai dengan 1996 sedangkan periode setelah krisis didefinisikan sebagai tahun 1999-2003. Berdasarkan definisi di atas maka terbentuk 2 dummy (n-1) periode yaitu:

$D_{PBK} = 1$ untuk observasi tahun 1994-1996 (sebelum krisis) dan 0 lainnya

$D_{PAK} = 1$ untuk observasi tahun 1999-2003 (setelah krisis) dan 0 lainnya

III.3 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 judgmental sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

- (1) Perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* mulai dari tahun 1994 sampai tahun 2003.
- (2) Perusahaan tidak bergerak dalam industri perbankan, keuangan dan asuransi. Pertimbangannya adalah selain karena industri keuangan sangat teregulasi sehingga kecenderungan pengelolaan laba yang dilakukan di industri tersebut dapat berbeda dengan industri lain, juga karena model Modifikasi Jones yang digunakan tidak sesuai untuk diterapkan pada industri keuangan. Untuk mengukur akrual diskretioner, peneliti memulai dari total akrual yang kemudian diregresikan terhadap variabel-variabel yang merupakan proksi dari akrual non diskretioner. Variabel-variabel yang digunakan tersebut sebagian berbeda antara industri keuangan dengan industri lainnya.
- (3) Terdapat prospektus untuk data laporan keuangan perusahaan setidaknya 1 tahun sebelum IPO.

- (4) Mempunyai tanggal tutup buku per 31 Desember.
- (5) Tersedia semua data yang diperlukan.

Prosedur pemilihan sampel dapat dilihat dari Tabel 4.1. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel tersebut di atas, didapat total 149 perusahaan sampel. Nama-nama perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini dapat dilihat pada Lampiran A.

Data untuk pengujian kinerja jangka panjang perusahaan IPO, baik kinerja pasar maupun kinerja operasi ditetapkan sebanyak 148 sampel, dengan pertimbangan bahwa data ini juga akan dipergunakan untuk pengujian selanjutnya dalam membentuk 4 level (kuartil) manajemen laba yang lakukan perusahaan pada saat IPO. Selain itu pertimbangannya adalah untuk memperlihatkan kondisi yang sesungguhnya dari data, namun disisi lain juga tidak menginginkan terdapat observasi yang mempengaruhi (*influence observation*) hasil pengujian. Satu data yang dikeluarkan dari pengujian merupakan data yang paling ekstrem dilihat dari setiap ukuran kinerja yang digunakan dalam pengujian.

Tabel 3.1
Prosedur Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan	Kurang	Jumlah
Total perusahaan yang melakukan IPO tahun 1994-2003		210 perusahaan
Dikurangi:		
Perusahaan yang bergerak dalam bidang keuangan, asuransi, perbankan	51	
Perusahaan yang tidak memiliki kelengkapan harga saham penutupan harian	1	
Perusahaan yang tidak memiliki kelengkapan data keuangan	9	
Total Sampel		149 perusahaan
Data untuk Pengujian Kinerja Jangka Panjang	Kurang	Jumlah
Total sampel		149 perusahaan
Data untuk pengujian Kinerja Pasar	1	148 perusahaan
Data untuk pengujian Kinerja Operasi	1	148 perusahaan

III.4 Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini berupa :

- 1) Daftar perusahaan yang melakukan IPO per tahun dari tahun 1994 sampai dengan 2003 serta informasi lainnya berupa tanggal perusahaan listing, umur perusahaan pada saat *listing*, harga penawaran perdana, harga penutupan dan jumlah saham yang diperdagangkan pada saat IPO yang diperoleh dari website Bursa Efek Jakarta, www.idx.co.id dan dari *database* milik Pojok BEJ Magister Manajemen Universitas Indonesia.
- 2) Informasi *accrual* dan *real activities manipulation* yang digunakan untuk mengukur manajemen laba dalam bentuk data Laporan Keuangan perusahaan mulai dari periode 1 tahun sebelum IPO sampai dengan 3 tahun setelah IPO dan informasi dalam laporan prospektus perusahaan. Data ini diperoleh dari CD *database* laporan keuangan perusahaan publik milik Magister Akuntansi Universitas Indonesia.
- 3) Data variabel lainnya seperti *market value*, rasio *book to market*, *return on equity* perusahaan mulai dari tahun pertama IPO ($t = 0$) sampai 3 tahun setelah IPO, diambil dari CD *database* laporan keuangan perusahaan publik dan CD *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) milik Magister Akuntansi Universitas Indonesia.
- 4) Data perdagangan saham harian, nilai indeks harga saham gabungan harian, nilai index LQ 45 harian, terhitung mulai 31 Maret setelah *fiscal year* nol berakhir sampai 3 tahun berikutnya (756 hari) di-*download* dari Metastock langganan PT.Asia Kapitalindo Securities.. *Fiscal year* nol ($t=0$) adalah tahun pajak dimana perusahaan melakukan IPO.

After market returns dihitung dari 1 April setelah *fiscal year 0* berakhir dengan menggunakan data harian. Dimana 21 data harian dikategorikan ke dalam data *return* bulanan dan dihitung per tahun sampai dengan 3 tahun.

Semua data yang dikumpulkan ada kalanya tumpang tindih dan saling melengkapi. Dengan kata lain, satu data tidak harus diperoleh dari satu sumber, namun tetap dengan mempertimbangkan prinsip akurasi. Pada tahap awal, semua data yang dikumpulkan diolah dengan paket program Microsoft Excel untuk kemudian diolah lebih lanjut (analisis statistik) dengan paket program SPSS dan Eviews.

III.5 Metode Analisis dan Pengujian Empiris

Sebelum melakukan pengujian empiris atas hipotesis-hipotesis penelitian seperti yang telah dijabarkan diatas, maka dilakukan terlebih dahulu uji asumsi klasik atas model regresi penelitian:

III.5.1 Uji Asumsi Klasik Penelitian

III.5.1.1 Uji Multikolinearitas

Interpretasi dari persamaan regresi berganda secara implisit bergantung pada asumsi bahwa variabel-variabel bebas dalam persamaan penelitian tidak saling berkorelasi. Bila asumsi ini tidak terpenuhi maka timbul multikolinearitas antar variabel bebas, dimana varians penduga akan menjadi besar, interval kepercayaan menjadi lebar, R^2 tinggi namun tidak banyak variabel yang signifikan dari uji t dan terkadang taksiran koefisien yang didapat akan mempunyai nilai yang tidak sesuai dengan substansi sehingga dapat menyesatkan interpretasi.

Cara yang dapat dilakukan untuk mendeteksi adanya multikolinearitas adalah dengan melihat nilai *variance inflation factor* (VIF) yang lebih besar dari 10 (Gujarati, 2003) atau memiliki nilai *tolerance* kurang dari 0.1 (Ghozali, 2001). Jika

suatu model memiliki nilai VIF lebih besar dari 10 sebaiknya model disederhanakan dengan cara tidak mengikutsertakan salah satu variabel yang kolinear.

III.5.1.2 Uji Autokorelasi

Dalam regresi linear berganda, salah satu asumsi yang harus dipenuhi agar taksiran parameter dalam model tersebut bersifat BLUE adalah $cov(u_i, u_j) = 0, i \neq j$. Artinya tidak ada korelasi antar u_i untuk $i \neq j$ ($E(u_i, u_j) = 0, i \neq j$). Bila asumsi ini tidak terpenuhi maka persamaan regresi diduga memiliki masalah autokorelasi.

Metode yang digunakan untuk mendeteksi autokorelasi dalam penelitian ini adalah D-W Test. Dimana jika dalam pengujian angka D-W berkisar antara $1.65 < DW < 2.35$ disimpulkan tidak ada autokorelasi, angka D-W berkisar antara $1.21 < DW < 1.65$ atau $2.35 < D-W < 2.79$ tidak dapat disimpulkan, dan $DW < 1.21$ atau $DW > 2.79$ disimpulkan terjadi autokorelasi (Susanto, 2002).

III.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Asumsi lain yang perlu diuji pada regresi berganda agar taksiran parameter dalam model bersifat BLUE adalah $var(u_i) = \sigma^2$ (konstan), semua varians memiliki variasi yang sama. Bila ditemukan variansi u_i tidak konstan, maka hasil regresi dengan metode OLS akan memberikan koefisien regresi yang tidak bias tapi bukan penduga yang efisien. Bila penduga tersebut tidak efisien berarti penduga yang dihasilkan bukanlah penduga yang terbaik dan varians yang dihasilkan bukanlah varians yang minimum. Untuk mengetahui adanya heteroskedastisitas maka dilakukan uji White's Heteroskedastisitas.

III.5.2 Pengujian Empiris

Untuk membuktikan adanya manajemen laba pada saat perusahaan melakukan *Initial Public Offering* seperti seperti dijelaskan pada hipotesis 1, digunakan metode statistik dengan melakukan uji beda atas nilai *discretionary current accrual* dan *discretionary long term accrual* serta nilai *real activities manipulation* melalui CFO dan COGS. Analisa dari pengujian ini adalah dengan menaksir signifikansi rata-rata *discretionary accrual* dan *real activities manipulation* yang diperoleh besar atau kecil dari nol. Jika nilai signifikansi rata-rata *discretionary accrual* dan *real activities manipulation* ($\alpha = 0.05$) kecil dari α , maka terdapat bukti adanya manajemen laba pada saat IPO.

Selanjutnya untuk membuktikan hipotesis 2 dan 3, maka dilakukan pengujian dengan menggunakan metode statistik regresi berganda dengan OLS. Analisa yang dilakukan dalam pengujian ini adalah dengan melihat nilai R^2 yang diperoleh untuk masing-masing model, nilai signifikansi uji keseluruhan model (F statistik), nilai signifikansi uji tiap-tiap variabel (t statistik), nilai koefisien variabel dan kecocokan *sign* (tanda) koefisien dengan hipotesa yang dibangun.

Pengujian untuk membuktikan hipotesis 4 dilakukan dengan menggunakan uji beda atas kinerja pasar perusahaan untuk 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO. Pengujian ini dilakukan untuk menguji apakah nilai rata-rata atau median variabel kinerja lebih besar atau kecil dari nol. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji Z untuk sampel ukuran besar dan standar deviasi diketahui dan uji t untuk ukuran sampel kecil atau standar deviasi populasi tidak diketahui. Uji lain yang digunakan untuk menjawab hipotesis 3 adalah *Wilcoxon Signed Rank Test*. Pengujian ini bertujuan untuk melihat apakah kinerja saham 1, 2 dan 3 tahun setelah IPO memiliki nilai yang lebih besar atau kecil dibandingkan nilai *initial return*. Begitupun untuk

kinerja operasi 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun, apakah memiliki nilai yang lebih besar atau kecil dibandingkan kinerja operasi perusahaan pada saat IPO.

Pengujian empiris atas hipotesis terakhir (hipotesis 5) dilakukan dengan cara mengkategorikan sampel kedalam 4 kuartil (tingkatan) manajemen laba. Kelompok sampel yang dikategorikan kedalam kuartil 1 disebut dengan kelompok sampel yang melakukan manajemen laba secara konservatif. Sedangkan kelompok sampel yang masuk ke dalam kuartil 4 disebut dengan kelompok sampel dengan manajemen laba agresif. Pengujian empiris dilakukan untuk membuktikan bahwa terdapat perbedaan kinerja jangka panjang antara perusahaan yang melakukan manajemen laba lebih besar (agresif) pada saat IPO dengan perusahaan yang hanya melakukan sedikit (konservatif) manajemen laba. Metode statistik yang digunakan untuk menguji dan menganalisa hipotesis 5 ini adalah uji beda dengan menggunakan *Two Independent Sampel T-Test* yang terdapat paket program statistik SPSS.

III.5.3 Analisis Sensitivitas

Untuk menguji sensitivitas dari hasil pengujian hipotesis 2, maka akan dilakukan analisis sensitivitas atas kinerja jangka panjang saham perusahaan yang diukur dengan metode *Cummulative Abnormal Return (CAR)* dan *Buy and Hold Return (BHR)* namun di-*adjusted* dengan indeks LQ-45. Diharapkan hasil yang konsisten dengan pengujian utama atas hipotesis 2 penelitian.

BAB IV

ANALISIS HASIL PENELITIAN

IV.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif sebagian besar variabel untuk 149 sampel penelitian dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut ini:

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
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
DNI_TA	0.0184	0.0230	0.9872	-0.2568	0.1044
OFF	1713.255	900	9000	100	1786.008
IR	0.3119	0.0682	4.8	-0.2647	0.6212
AGE	16.2282	12.7611	96.2222	2.222222	14.5134
MV	6.82E+11	2.08E+11	2.80E+13	3.57E+09	2.48E+12
TA	6.16E+11	2.32E+11	1.59E+13	2.01E+10	1.53E+12
BM	0.8309	0.6315	4.0389	-0.7468	0.6764

Berdasarkan tabel statistik deskriptif diatas dapat dilihat karakteristik perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia dari tahun 1994 sampai dengan tahun 2003. Dalam sepuluh tahun periode IPO tersebut, secara rata-rata perusahaan yang melakukan IPO telah beroperasi selama enam belas tahun lebih dengan nilai median 12.7611 tahun. Dapat dilihat juga bahwa terdapat perusahaan yang melakukan IPO setelah berumur 96 tahun lebih dan sebaliknya juga terdapat perusahaan yang masih sangat muda yang masih berumur 2 tahun lebih pada saat melakukan IPO. Keseluruhan sampel penelitian juga memiliki rata-rata *market value* pada saat IPO sebesar 682 milyar dengan nilai maksimum 28 triliun rupiah dan nilai minimum 3.57

milyar rupiah. Dari nilai total asset dapat dilihat juga bahwa rata-rata perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 1994 sampai 2003 memiliki nilai rata-rata total asset sebesar 616 milyar rupiah, dengan nilai total asset tertinggi sebesar 15.9 triliun rupiah dan nilai total asset terendah sebesar 20.1 milyar rupiah. Dari ketiga variabel tersebut diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa data penelitian ini menyebar dari perusahaan yang sangat muda sampai perusahaan yang telah tua, dari perusahaan kecil hingga perusahaan besar.

Dalam sepuluh tahun periode IPO, rata-rata perusahaan sampel menawarkan sahamnya per lembar dengan harga 1713.255 rupiah dengan median 900 rupiah, dan memperoleh *initial return* sebesar 31.19% dengan median 6.82%. Rata-rata *book to market ratio* seluruh sampel adalah sebesar 83% dan mediannya 63%. Dan secara rata-rata pertumbuhan *net income* sampel relatif terhadap total asset sebesar 1.84% dengan median 2.3%

Nilai rata-rata *discretionary current accrual* (DCA) seluruh sampel perusahaan adalah sebesar 0.10111 dan nilai nilai *discretionary long term accrual* (DLA) adalah sebesar 0.57304. Dilihat dari nilai rata-rata dua variabel akrual tersebut, dapat disimpulkan bahwa secara rata-rata perusahaan sampel melakukan positif *discretionary accrual* dan diduga merupakan indikasi adanya manajemen laba. Untuk variabel abnormal CFO (RAMCFO) dan abnormal COGS (RAMCOGS) yang diukur berdasarkan konsep *real activities manipulation* 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 *me-manage* laba dan tidak menggunakan kedua variabel *real activities manipulation* ini dalam melakukan

earnings management. Untuk pembuktian lebih lanjut, dapat dilihat pada analisa hasil pengujian hipotesis 1 penelitian.

Pada tabel 4.2 di bawah ini akan ditampilkan perbedaan manajemen laba yang dilakukan oleh kelompok perusahaan yang dikategorikan berdasarkan karakteristik perusahaan (yang masuk sebagai variabel kontrol) besar atau kecil. Pengelompokan perusahaan menjadi kategori besar atau kecil didasarkan pada nilai median. Setengah dari total sampel (74 perusahaan) yang mempunyai nilai diatas nilai median dikategorikan besar dan setengah total sampel dengan nilai di bawah median dikategorikan kecil.

Tabel 4.2
Perbandingan Manajemen Laba

	Umur Perusahaan Tua			Umur Perusahaan Muda			
	Mean	Median	Std. Dev.	Mean	Median	Std. Dev.	Z
DCA	0.1213	0.0652	0.1898	0.0826	0.0586	0.1768	1.2814
DLA	0.6211	0.5356	0.3891	0.5176	0.5127	0.3737	1.6504**
	DNI TA Tinggi			DNI TA Rendah			
	Mean	Median	Std. Dev.	Mean	Median	Std. Dev.	Z
DCA	0.1161	0.0601	0.2063	0.0877	0.0639	0.1583	0.9389
DLA	0.5831	0.5612	0.3592	0.5556	0.5153	0.4087	0.4355
	IR Besar			IR Kecil			
	Mean	Median	Std. Dev.	Mean	Median	Std. Dev.	Z
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			
	Mean	Median	Std. Dev.	Mean	Median	Std. Dev.	Z
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			
	Mean	Median	Std. Dev.	Mean	Median	Std. Dev.	Z
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. *** signifikan 1 % ** signifikan 5 % dan * signifikan 10 %

Kelompok perusahaan yang dikategorikan tua saat go publik memiliki rata-rata umur lebih dari 24.68 tahun sedangkan kelompok perusahaan kategori muda memiliki rata-rata umur 7.97 tahun. Berdasarkan pengelompokan umur pada saat

IPO, kelompok perusahaan tua rata-rata cenderung melakukan manajemen laba yang lebih besar dibandingkan perusahaan muda, baik untuk proksi DCA maupun DLA. Namun bila dilakukan uji beda nilai rata-rata manajemen laba atas kedua kelompok perusahaan ini, maka ditemukan hanya manajemen laba yang diproksikan dengan DLA yang signifikan secara statistik. Dengan kata lain, untuk proksi manajemen laba dengan DLA, kelompok perusahaan tua terbukti secara statistik melakukan manajemen laba yang lebih besar dibandingkan kelompok perusahaan muda. Sedangkan untuk proksi manajemen laba dengan DCA, tidak dapat dikatakan bahwa rata-rata manajemen laba melalui DCA yang dilakukan perusahaan tua secara signifikan lebih besar dari perusahaan muda.

Perbedaan manajemen laba yang dilakukan perusahaan yang terbagi atas kelompok perusahaan yang mengalami pertumbuhan *net income* yang besar (rata-rata $DNI_TA = 0.0688$) dengan kelompok perusahaan dengan pertumbuhan *net income* kecil (rata-rata $DNI_TA = -0.0318$) secara statistik deskriptif menunjukkan bahwa manajemen laba yang dilakukan kelompok perusahaan DNI_TA tinggi, lebih besar daripada kelompok perusahaan dengan DNI_TA rendah, baik untuk proksi manajemen laba dengan DCA maupun DLA. Namun uji beda statistik atas perbedaan nilai rata-rata kedua proksi manajemen laba ini, tidak terbukti secara signifikan.

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 4.2 statistik deskriptif di atas 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 dapat dikatakan secara statistik bahwa kelompok perusahaan dengan IR kecil lebih besar manajemen laba yang dilakukannya dibandingkan dengan kelompok perusahaan dengan IR 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 3017.57 rupiah dengan standar deviasi sebesar 1724.89, sedangkan kelompok perusahaan dengan nilai OFF rendah, rata-rata harga penawaran perdananya adalah 430.68 rupiah dan standar deviasi 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 dari pada 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.

Market value perusahaan pada saat IPO juga dijadikan salah satu karakteristik pembeda manajemen laba yang dilakukan oleh tiap-tiap perusahaan sampel. 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 yang 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.

IV.2 Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan agar hasil regresi penelitian memenuhi syarat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Pengujian ini meliputi pengujian atas asumsi multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas. Pada model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel independen (*multikolinearitas*), tidak ada korelasi antar *error* pada periode t dengan periode $t-1$ (*autokorelasi*), dan variasi error antara satu pengamatan dengan pengamatan yang lain konstan (*homoskedastisitas*).

Berdasarkan hasil ketiga uji asumsi klasik regresi ini dapat dinyatakan bahwa model penelitian baik (BLUE). Nilai *Variabel Inflation Factor* (VIF) sebagai alat deteksi multikolinearitas, menunjukkan semua variabel bebas dan kontrol yang dimasukkan ke dalam model penelitian memiliki nilai $VIF < 10$. Berdasarkan Gujarati (2003), model memiliki masalah multikolinearitas apabila VIF dari variabel bebas bernilai besar dari 10. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa model penelitian ini bebas dari masalah multikolinearitas. Untuk uji autokorelasi digunakan pengujian *Durbin Watson*, dimana berdasarkan (Susanto, 2002) jika dalam hasil pengujian angka D-W berkisar antara $1.65 < DW < 2.35$ disimpulkan tidak ada autokorelasi.

Untuk semua model regresi penelitian ini diperoleh nilai D-W berkisar antara $1.65 < DW < 2.35$, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi penelitian ini bebas dari masalah autokorelasi. Dan untuk uji asumsi heteroskedastisitas maka dilakukan uji White's Heteroskedastisitas. Dari hasil uji White's Heteroskedastisitas, untuk semua model pengujian diperoleh nilai $Prob > 0.05$, dengan kata lain dapat dikatakan bahwa dugaan adanya heteroskedastisitas pada model penelitian tidak terbukti secara statistik. Semua hasil uji asumsi klasik ini dapat dilihat pada lampiran C.

IV.3 Hasil Pengujian Hipotesis

IV.3.1 Hasil Pengujian Hipotesis I

Tabel 4.3
Output One - Sampel Test Hipotesis I

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
DCA	6.727	148	.000	.10111019	.07140762	.13081276
DLA	18.167	148	.000	.57304240	.51070826	.63537654
RAMCFO	-.293	148	.770	-.00431866	-.033494	.02486638
RAMCOGS	.013	148	.990	.00018359	-.027403	.02777066

Sebagaimana dijelaskan pada metodologi penelitian, untuk menguji adanya manajemen laba pada saat perusahaan melakukan IPO maka dilakukan uji statistik dengan pendekatan statistik parametrik (*one sample T-test*) terhadap variabel-variabel yang diproksikan sebagai proksi manajemen laba yaitu *discretionary current accrual* (DCA), *discretionary long term accrual* (DLA), *real activities manipulation* melalui CFO dan COGS. Hasil pengujian (tabel 4.3) 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 *real activities*

manipulation melalui CFO dan COGS, secara rata-rata kedua variabel ini tidak signifikan (tidak besar dari nol secara statistik) pada $\alpha = 5\%$. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO dari periode 1994 sampai 2003, terbukti secara statistik melakukan manajemen laba rata-rata melalui variabel akrul diskretioner yaitu variabel *discretionary current accrual* dan variabel *discretionary long term accrual*, namun tidak dapat dibuktikan manajemen laba melalui *real activities manipulation*.

V.3.2 Hasil Pengujian Hipotesis 2

Hasil pengujian hipotesis 2 terhadap 148 sampel penelitian diringkaskan pada tabel 4.4 dan tabel 4.5 berikut.

IV.3.2.1. 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 4.4 dibawah ini.

Tabel 4.4
Hasil Regresi Kinerja Pasar dengan Metode CAR

PANEL A				
Model : CAR 1 tahun				
Variabel	Hipotesis	Koefisien	t-Statistik	Prob.
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***
DNI_TA	-	0.3148	0.5477	0.5848
LOG(AGE+1)	+	-0.1526	-0.7020	0.4839
LOG(MVI)	+	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-statistic)		0.0000***		

PANEL B				
Model : CAR 2 tahun				
Variabel	Hipotesis	Koefisien	t-Statistik	Prob.
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**
DNI_TA	-	-0.1144	-0.0987	0.9216
LOG(AGE+1)	+	-0.3148	-0.7145	0.4762
LOG(MV2)	+	-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-statistic)		0.0049***		
PANEL C				
Model : CAR 3 tahun				
Variabel	Hipotesis	Koefisien	t-Statistic	Prob.
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***
DNI_TA	-	-0.8055	-0.5485	0.5843
LOG(AGE+1)	+	-0.3640	-0.6550	0.5135
LOG(MV3)	+	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-statistic)		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), perubahan *net income* yang diskalakan dengan total asset (DNI_TA), Logaritma umur perusahaan pada saat IPO ditambah 1 (LOG (AGE+1)), 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% dan * signifikan 1%

Dari tabel 4.4 tersebut 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 R² sebesar 32.91% atau dengan kata lain semua variabel yang dimasukkan dalam model (4 variabel akrual dan 7 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 aktual (DCA, DLA) dan 5 variabel kontrol (IR, OFF, LogMVI, D_PBK, dan D_PAK) yang signifikan secara statistik, dengan demikian hipotesis H_{a2a} , H_{a2c} , H_{a2g} , H_{a2i} , H_{a2k} dan H_{a2l} diterima. Tanda koefisien dari masing-masing variabel yang mempengaruhi kinerja *return* 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. Berdasarkan teori yang berlaku umum, semakin tinggi *discretionary accrual* semakin rendah *return* saham. Namun menurut Subramanyam (1996) apabila pasar dapat membedakan *discretionary accrual* yang bersifat oportunistik dan efisien maka aktual diskretioner yang oportunistik akan berhubungan negatif dengan imbal hasil saham dan aktual diskretioner yang efisien akan berhubungan positif dengan imbal hasil saham (dalam Veronica, 2005). Dengan kata lain, variabel DCA yang berpengaruh positif terhadap *return* saham pada hasil penelitian ini dinilai aktual yang efisien oleh pasar, sehingga semakin tinggi nilai DCA, semakin tinggi *return* saham. Namun variabel manajemen laba DLA yang berpengaruh negatif terhadap *return* saham dinilai merupakan aktual diskretioner yang oportunistik oleh pasar, sehingga semakin besar nilai DLA ini semakin rendah *return* 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. Dan untuk variabel logMVI juga sesuai teori yang bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan searah dengan kinerja saham, semakin besar ukuran perusahaan semakin besar kinerja saham perusahaan, dan sebaliknya.

Signifikansi variabel DCA (Prob = 0.0871) dan DLA (Prob = 0.0205) mengimplikasikan bahwa tindakan manajemen laba pada saat IPO berdampak terhadap kinerja saham perusahaan pada jangka waktu 1 tahun. Koefisien DCA yang bertanda positif menunjukkan bahwa dalam jangka waktu 1 tahun setelah IPO, pasar masih merespon positif rata-rata DCA yang dimiliki perusahaan pada waktu IPO. Koefisien DCA sebesar 0.5369 dapat diartikan bahwa setiap perubahan 1% nilai DCA akan meningkatkan kinerja pasar 1 tahun sebesar 0.53%. Berbeda dengan DCA, koefisien DLA bertanda negatif. Ternyata untuk pengujian 1 tahun, DLA dinilai negatif oleh pasar. Koefisien DLA sebesar -0.3791 dapat diterjemahkan sebagai kenaikan 1 % nilai DLA akan menurunkan kinerja saham 1 tahun sebesar 0.37 %. Berdasarkan uraian diatas dapat diketahui 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 *discretionary accrual* dinilai positif oleh pasar.

Untuk kinerja saham selama 2 tahun (Panel B), hasil pengujian regresi atas model secara keseluruhan menunjukkan nilai yang signifikan. Atau dengan kata lain, secara bersama-sama variabel-variabel akrual dan variabel-variabel kontrol yang dimasukkan ke dalam model dapat mempengaruhi kinerja pasar yang diukur dengan nilai *cummulative abnormal return* selama 2 tahun, dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0.01$ (Prob F stat = 0.0049). Nilai R^2 untuk model CAR 2 tahun ini adalah 17.39 %, semua variabel dalam model dapat menjelaskan variasi kinerja pasar selama 2 tahun sebesar 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). Tanda koefisien untuk masing-masing variabel yang signifikanpun sesuai dengan hipotesis, dengan kata lain hasil pengujian empiris yang diperoleh sesuai dengan teori yang berlaku. 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 untuk kinerja saham yang diukur selama 2 tahun, pasar Indonesia lebih terpengaruh positif oleh variabel NDLA, sedangkan variabel DCA dan DLA yang semula diduga dan berdasarkan pengujian CAR 1 tahun berpengaruh terhadap kinerja saham perusahaan, malah 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 dapat diartikan bahwa semakin besar nilai NDLA perusahaan pada saat IPO maka semakin tinggi pula kinerja pasar saham perusahaan 2 tahun setelah IPO. Hal ini konsisten dengan teori yang ada dimana 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. Secara bersama-sama 4 variabel akrual dan 7 variabel kontrol yang dimasukkan ke dalam model pengujian berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja saham perusahaan jangka panjang setelah 3 tahun IPO (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 diatas, dapat disimpulkan bahwa variabel manajemen laba hanya berpengaruh terhadap kinerja pasar jangka pendek (1 tahun). Untuk jangka waktu 2 tahun variabel *non discretionary long term accrual*-lah yang menjadi pertimbangan pasar. Sedangkan untuk periode 3 tahun, tidak satupun variabel akrual (informasi akuntansi) yang signifikan secara statistik mempengaruhi kinerja saham jangka panjang perusahaan. Hal ini diduga karena ketersediaan informasi yang ada di pasar Indonesia yang hanya bersumber dari laporan keuangan sehingga investor Indonesia sangat menitikberatkan perhatiannya pada laporan keuangan tersebut. Perubahan pada komponen-komponen laporan keuangan langsung dan cepat ditangkap pasar sehingga pengaruh dari perubahan nilai *accrual* dalam

laporan keuangan cepat disesuaikan/ diakumulasi pasar. Pengaruh *discretionary accrual* lebih cepat ditangkap pasar disebabkan karena sifat dari *discretionary accrual* sebagai komponen laba yang memungkinkan manajer untuk mencerminkan informasi privat mereka, mencerminkan tindakan oportunistik perusahaan dan juga dapat mencerminkan nilai ekonomi perusahaan (Subramanyam, 1996) sehingga pengaruh *discretionary accrual* inilah yang terlebih dahulu dipertimbangkan pasar, dibanding pengaruh perubahan dalam *non discretionary accrual* 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).

IV.3.2.2 Kinerja Pasar Dihitung Berdasarkan Metode BHR

Jika ukuran kinerja pasar yang digunakan adalah *buy and hold return* (BHR), maka hasil pengujian hipotesis 2 untuk model penelitian 4, 5, dan 6 dapat dilihat pada tabel 4.5 berikut ini.

Berdasarkan hasil pengujian model BHR 1 tahun (Panel D), maka diperoleh hasil yang signifikan untuk pengujian atas model secara keseluruhan dengan nilai signifikansi sebesar Prob F stat = 0.0155. Nilai R^2 yang diperoleh adalah sebesar 15.36 %, dengan kata lain semua variabel yang dimasukkan ke dalam model dapat menjelaskan variasi kinerja *return* saham 1 tahun sebesar 15.36 %. Uji t atas masing-masing variabel menunjukkan bahwa terdapat 4 variabel yang signifikan secara statistik yaitu DLA (Prob t stat = 0.0300 pada $\alpha = 0.05$), OFF (Prob t stat = 0.0955 pada $\alpha = 0.10$), D_PBK (Prob t stat = 0.0389) dan D_PAK (Prob t stat = 0.0249) Konsisten dengan hipotesis yang dibangun, tanda koefisien dari tiap-tiap variabel

yang signifikan sesuai dengan hipotesis sebagaimana juga pada hasil pengujian kinerja pasar dengan metode CAR.

Koefisien DLA sebesar 0.7062 mengimplikasikan bahwa DLA berpengaruh negatif terhadap kinerja *return* saham 1 tahun dengan proporsi setiap peningkatan nilai DLA sebesar 1% akan menurunkan kinerja saham perusahaan sebesar 0.71%. Variabel OFF yang signifikan negatif mempengaruhi kinerja saham sesuai dengan hasil pengujian Jain & Kini (1994) dan Martani (2004). Begitu juga dengan variabel periode IPO yang mempengaruhi kinerja saham secara signifikan sesuai dengan temuan Veronica (2005).

Untuk model BHR 2 tahun (panel E), 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 bila dibandingkan dengan model kinerja BHR 1 tahun. Hal ini terlihat pada nilai signifikansi model secara keseluruhan yang tidak signifikan secara statistik, dan dari nilai R^2 yang turun jauh menjadi sebesar 9.27% dengan penurunan sebesar 6.1% dibandingkan model BHR 1 tahun. Jumlah variabel yang signifikan secara individu pun berkurang dari 4 variabel (1 variabel akrual dan 3 variabel kontrol) menjadi 2 variabel OFF dan D_PAK.

Sedangkan untuk model BHR 3 tahun (Panel F), terjadi penurunan yang sangat drastis atas kemampuan model dalam memprediksi kinerja pasar. Dalam jangka 3 tahun, model yang semula (1 tahun) signifikan, dalam 3 tahun menjadi sangat tidak signifikan /signifikansinya sangat rendah (Prob F stat = 0.7474). Nilai R^2 nya pun turun menjadi kecil sekali yaitu hanya sebesar 4.69% dan hanya variabel OFF yang masih bertahan pengaruhnya sampai dengan 3 tahun setelah IPO. Hasil pengujian ini berbeda dengan temuan Teoh et.al (1998) yang menunjukkan bahwa

variabel DCA berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja *return* 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). Pada pasar Indonesia, informasi utama yang tersedia adalah informasi akuntansi, dengan demikian informasi akuntansi merupakan variabel yang sangat mempengaruhi harga saham. Pengaruh informasi akuntansi ini cepat dan langsung ditangkap oleh pasar yang terbukti dengan ditemukannya hubungan yang signifikan dari variabel *discretionary accrual* pada jangka waktu 1 tahun namun sudah tidak berpengaruh lagi untuk periode 2 tahun dan 3 tahun. Sementara penelitian Teoh et.al (1998) yang dilakukan di pasar U.S yang merupakan pasar dalam kategori sempurna dimana terdapat informasi lain selain informasi akuntansi, sehingga diduga informasi lain tersebut dapat menggantikan pengaruh informasi akuntansi terhadap kinerja saham dalam jangka pendek dan meng-*accept* pengaruh *discretionary accrual* yang negatif sampai periode 3 tahun setelah IPO.

Seperti halnya telah dijelaskan juga pada pembahasan kinerja pasar yang dihitung dengan metode CAR, dalam jangka panjang model semakin kehilangan daya untuk memprediksi pasar Indonesia. Namun sedikit berbeda dengan model kinerja CAR, model yang dikembangkan dengan pengukuran kinerja saham BHR hanya mampu memprediksi pasar Indonesia untuk jangka waktu sampai dengan 1 tahun, sedangkan model CAR masih mampu bertahan sampai 3 tahun pengujian walaupun kekuatannya semakin berkurang.

Tabel 4.5
 Hasil Regresi Kinerja Pasar dengan Metode BHR

PANEL D				
Model : BHR 1 tahun				
Variabel	Hipotesis	Koefisien	t-Statistik	Prob.
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	0.8040
LOGAGE	+	-0.4479	-1.0348	0.3026
LOGMVI	+	0.2169	1.2022	0.2314
D_PBK		-0.8526	-2.0851	0.0389**
D_PAK		-0.8384	-2.2679	0.0249**
R ²		0.1536		
Prob(F-statistic)		0.0155**		
PANEL E				
Model : BHR 2 tahun				
Variabel	Hipotesis	Koefisien	t-Statistik	Prob.
C		3.4182	0.7941	0.4285
DCA	+/-	-0.0071	-0.0055	0.9956
NDCA	+	2.6943	0.5969	0.5516
DLA	-	-0.3279	-0.4869	0.6271
NDLA	+	5.8825	1.0054	0.3165
IR	-	-0.5006	-1.1561	0.2497
OFF	-	-0.0003	-1.7139	0.0888*
DNI_TA	-	-0.0837	-0.0938	0.9264
LOGAGE	+	-0.1036	-0.2737	0.7847
LOGMVI	+	-1.0232	-1.2408	0.2168
D_PBK		-1.6754	-2.2637	0.0252**
D_PAK				
R ²		0.0927		
Prob(F-statistic)		0.1869		

Variabel dependen: *Buy and Hold Return* (BHR) 1 tahun (Panel D), 2 tahun (Panel E) 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), perubahan *net income* yang diskalakan dengan total asset (DNI_TA), Logaritma umur perusahaan pada saat IPO ditambah 1 (LOG (AGE+1)), 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% dan * signifikan 1%

PANEL F				
Model : BHR 3 tahun				
Variabel	Hipotesis	Koefisien	t-Statistik	Prob.
C		7.0702	0.5753	0.5660
DCA	+/-	-0.4981	-0.1254	0.9004
NDCA	+	10.9620	0.8031	0.4233
DLA	-	-0.8314	-0.4033	0.6873
NDLA	+	21.6145	1.2236	0.2232
IR	-	-0.9616	-0.7362	0.4629
OFF	-	-0.0011	-1.7951	0.0748*
DNI_TA	-	-1.9349	-0.7176	0.4742
LOGAGE	+	-0.2090	-0.1920	0.8480
LOGMVI	+	2.1786	0.8834	0.3786
D_PBK		-0.3533	-0.1583	0.8745
D_PAK				
R ²	0.04686			
Prob(F-statistic)	0.7474			

Variabel dependen: *Buy and Hold Return (BHR)* 3 tahun (Panel F) 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), perubahan *net income* yang dikalikan dengan total asset (DNI_TA), Logaritms umur perusahaan pada saat IPO ditambah 1 (LOG (AGE+1)), logaritms *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% dan * signifikan 10%

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 *trading* atas kedua metode perhitungan kinerja saham jangka panjang ini.

IV.3.2.3. Analisis Tambahan Terkait dengan Hasil Regresi Utama Hipotesis 2

Untuk memperkuat hasil analisa regresi utama hipotesis 2 dan untuk melihat karakteristik perusahaan yang bagaimana (yang tercermin dalam 5 variabel kontrol) yang paling mempengaruhi kinerja saham jangka panjang, maka dilakukan regresi 4 variabel akrual dengan tiap-tiap variabel kontrol yang terlebih dahulu telah dikategorikan ke dalam kelompok karakteristik perusahaan besar atau kecil. Seperti halnya pengujian utama atas hipotesis 2, semua uji asumsi klasik dipenuhi disini.

IV.3.2.3.1 Umur Perusahaan (*Age*)

Jika dilakukan regresi kelompok perusahaan dalam kategori tua dan 4 variabel akrual terhadap kinerja jangka panjang perusahaan, maka dapat dilihat pada lampiran D bahwa secara bersama-sama variabel umur perusahaan dan 4 variabel akrual lainnya tidak berpengaruh signifikan secara statistik terhadap kinerja jangka panjang perusahaan. Tidak satupun variabel secara individu yang signifikan secara statistik untuk semua jangka waktu pengujian (1 tahun, 2 tahun, 3 tahun) dan untuk kedua metode pengukuran kinerja CAR maupun BHR.

Sedikit berbeda hasil yang ditemukan bila regresi yang dilakukan berdasarkan kelompok perusahaan yang masih muda dengan 4 variabel akrual, maka untuk periode pengujian 1 tahun (baik metode CAR maupun BHR), variabel DLA berpengaruh signifikan secara statistik atas kinerja *return* saham. Sedangkan untuk periode pengujian 2 tahun dengan metode CAR variabel NDLA signifikan secara statistik. Begitu juga untuk periode pengujian 3 tahun dengan metode BHR, variabel NDCA dan NDLA lah yang signifikan secara statistik mempengaruhi kinerja saham.

Ternyata setelah dilakukan pengelompokan sampel berdasarkan kategori umur perusahaan tua atau muda, variabel umur perusahaan tetap tidak berpengaruh secara statistik terhadap kinerja jangka panjang. Hal ini konsisten dengan hasil pengujian regresi utama hipotesis 2. Ketidakhampuan variabel umur perusahaan dalam mempengaruhi kinerja jangka panjang juga ditemukan dalam penelitian Teoh et.al (1998)

IV.3.2.3.2 *Initial Return* (IR)

Regresi atas kelompok perusahaan dengan *initial return* kecil dan 4 variabel akrual, memberikan hasil yang tidak signifikan baik untuk keseluruhan model maupun uji signifikansi atas masing-masing variabel. Ketidakhampuan ini berlaku untuk semua periode pengujian dan kedua metode pengukuran kinerja.

Bila regresi dilakukan atas kelompok perusahaan dengan *initial return* besar dan 4 variabel akrual, maka hasil yang ditemukan agak berbeda. Untuk periode pengujian 1 tahun, secara bersama-sama variabel IR dan akrual berpengaruh signifikan terhadap kinerja saham dengan nilai R^2 sebesar 21.7% untuk model CAR 1 tahun dan 15.25% untuk metode BHR 1 tahun. Variabel IR dan DLA pun secara individu signifikan untuk model CAR 1 tahun dan hanya variabel DLA yang signifikan untuk model BHR 1 tahun. Untuk periode pengujian 2 tahun dan 3 tahun dengan kinerja baik yang diukur dengan metode CAR maupun BHR, keduanya tidak memberikan hasil yang signifikan atas model keseluruhan dan variabel-variabel secara individu.

Berdasarkan hasil pengujian ini, dapat disimpulkan bahwa pengaruh IR dan variabel akrual terhadap kinerja saham jangka panjang lebih terkonsentrasi pada kelompok perusahaan dengan IR besar. Dan sepertinya pengaruh variabel-variabel ini lebih tergambar pada periode pengukuran kinerja 1 tahun. Hal ini konsisten dengan hipotesis bahwa IR berpengaruh negatif dengan kinerja saham seperti pada penelitian Ritter (1991), Debont & Thaler (1995), dan Martani (2004), sehingga semakin besar IR semakin terlibat pengaruhnya terhadap penurunan kinerja. Selain itu temuan ini juga konsisten dengan hasil pengujian utama hipotesis 2, yang menemukan pengaruh IR hanya pada periode pengujian 1 tahun.

IV.3.2.3.3 Harga Penawaran Perdana (OFF)

Berdasarkan hasil pengujian utama hipotesis 2 diatas, dapat dilihat bahwa variabel harga penawaran saham perdana mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan kinerja saham jangka panjang baik untuk metode *cummulative abnormal return* maupun *buy and hold return*, kecuali untuk model BHR 3 tahun. Untuk uji lebih mendalam mengenai kelompok perusahaan dengan nilai *offering* bagaimana yang paling mempengaruhi hasil pengujian utama hipotesa 2 ini, maka

dilakukan regresi untuk masing-masing kelompok perusahaan dengan tipe harga *offering* tinggi dan harga *offering* rendah.

Dari hasil regresi atas kelompok perusahaan dengan tipe harga *offering* tinggi ditemukan bahwa model secara keseluruhan signifikan dan variabel harga *offering* secara individu negatif signifikan secara statistik mempengaruhi kinerja saham jangka panjang, kecuali untuk model BHR 3 tahun. Namun tidak satupun variabel akrual yang signifikan mempengaruhi kinerja saham.

Berbeda dari hasil regresi atas kelompok perusahaan dengan tipe *offering* tinggi, regresi atas kelompok perusahaan dengan tipe harga *offering* rendah menunjukkan bahwa variabel-variabel akrual lebih dapat mempengaruhi kinerja saham dari pada variabel *offering*.

Dengan hasil pengujian ini dapat disimpulkan bahwa pengaruh negatif nilai *offering* perusahaan terhadap kinerja saham jangka panjang pada hasil pengujian utama hipotesis 2 (untuk keseluruhan sampel penelitian) sangat dipengaruhi oleh kelompok sampel yang memiliki nilai *offering* tinggi. Pengaruh ini sangat besar dan dapat bertahan sampai periode pengujian 3 tahun. Hasil ini konsisten dengan hipotesa bahwa nilai *offering* berpengaruh negatif terhadap kinerja saham jangka panjang (sesuai dengan temuan Martani, 2004 dan Mardiyah, 2003), sehingga semakin besar harga *offering* semakin terlihat pengaruhnya

IV.3.2.3.4 Perubahan *Net Income* (DNI_TA)

Regresi juga dilakukan atas perusahaan yang telah dikelompokkan berdasarkan perubahan *net income* besar dan kecil. Hasil regresi kelompok perusahaan dengan DNI besar menunjukkan bahwa variabel perubahan *net income* (DNI) berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja saham selama 1 tahun (baik untuk metode CAR maupun BHR). Berbeda dengan hasil regresi kelompok

perusahaan yang memiliki DNI besar, regresi atas kelompok perusahaan dengan nilai perubahan *net income* (DNI) kecil menunjukkan bahwa variabel DNI berpengaruh signifikan negatif terhadap kinerja saham untuk periode pengujian 1 tahun dan 2 tahun setelah IPO (dengan metode CAR). Ketidakkonsistenan pengaruh atas kedua kelompok sampel ini dinilai wajar karena diduga sebagian investor menilai bahwa perubahan *net income* pada periode $t = 0$ dianggap sebagai sinyal positif pertumbuhan perusahaan, sedangkan sebagian kelompok investor lagi menduga perubahan *net income* pada saat IPO dianggap sebagai adanya sinyal manajemen laba sehingga dinilai negatif oleh pasar.

IV.3.2.3.5 Ukuran Perusahaan (*Market Value*)

Variabel *market value* akan diregresi bersama variabel akrual untuk tiap-tiap tahun pengujian kinerja dan tiap kelompok ukuran perusahaan, besar atau kecil. Untuk kelompok perusahaan dengan *market value* besar, hasil regresinya menunjukkan bahwa hanya variabel *market value* untuk periode pengujian 1 tahun dengan metode CAR yang signifikan positif secara statistik dan sesuai dengan hasil temuan Teoh et.al (1998) untuk periode pengujian 3 tahun dan Loughran dan Ritter (1998). Model-model secara keseluruhan dan variabel-variabel lain secara individu tidak satupun yang signifikan berpengaruh terhadap kinerja saham.

Beragam hasil yang diperoleh dari regresi kelompok perusahaan dengan *market value* kecil bersama variabel akrual lain. Hasil regresi yang menggunakan metode perhitungan kinerja CAR menunjukkan bahwa variabel *market value* mempengaruhi kinerja saham jangka panjang secara positif untuk periode pengujian 1 tahun dan negatif signifikan untuk periode 2 tahun dan 3 tahun. Berbeda lagi dengan kinerja yang dihitung dengan metode BHR, variabel *market value* tidak mempengaruhi kinerja saham 1 tahun dan 2 tahun setelah IPO, namun berpengaruh negatif signifikan

untuk kinerja 3 tahun. Keberagaman hasil antar kelompok sampel, periode pengujian, dan antar metode pengukuran kinerja yang digunakan, yang diduga menyebabkan pengaruh *variabel* ukuran perusahaan ini hanya terlihat pada periode pengujian 1 tahun untuk metode perhitungan kinerja CAR saja pada hasil uji utama hipotesis 2.

IV.3.3 Hasil Pengujian Hipotesis 3

Berdasarkan hasil regresi dari dari kedua metode pengukuran kinerja jangka panjang dengan menggunakan 6 model pengujian regresi, hipotesis 3 ditolak untuk semua model pengujian. Berdasarkan hasil pengujian CAR 1 tahun, dari 4 jenis akrual yang dikembangkan, variabel DCA memiliki pengaruh (signifikan) terhadap kinerja pasar, namun tidak lebih superior dari variabel DLA. Sedangkan untuk pengujian CAR 2 tahun variabel *non discretionanry long term accrual* (NDLA) lah yang lebih berpengaruh terhadap kinerja saham. Berbeda lagi untuk pengujian CAR 3 tahun, tidak terdapat satupun variabel akrual yang signifikan mempengaruhi kinerja saham jangka panjang. Lain juga yang terjadi untuk model BHR 1 tahun, hanya variabel DLA yang berpengaruh signifikan secara statistik dan sedangkan untuk model BHR 2 tahun dan BHR 3 tahun, tidak ada dari 4 jenis variabel akrual ini yang ditemukan berpengaruh secara statistik terhadap kinerja jangka panjang saham. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pengaruh variabel akrual terhadap kinerja jangka panjang saham, sangat bergantung pada pada metode dan jangka waktu pengukuran kinerja yang digunakan. Seperti yang telah dijelaskan pada analisa hipotesis 2, kondisi ini terjadi karena semakin lama/panjang waktu pengujian semakin banyak variabel-variabel yang mempengaruhi kinerja saham/pasar sehingga semakin tidak dapat / sulit untuk diprediksi/ dipengaruhi hanya oleh variabel manajemen laba.

IV.3.4 Hasil Pengujian Hipotesis 4

Tabel 4.6
Statistik Deskriptif Kinerja Perusahaan

Variabel	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Z stat
IR	0.3119	0.0682	4.8	-0.2647	0.6212	
CAR1	-0.1691	-0.1805	3.2253	-3.1083	0.7816	-2.8195***
CAR2	0.1423	-0.2489	14.5129	-1.8413	1.85	-1.6422*
CAR3	0.2879	-0.2111	15.1845	-2.3870	2.1816	-1.1811
BHR1	-0.1166	-0.3055	12.4342	-1.921	1.3854	-2.6918***
BHR2	0.0423	-0.5731	20.9969	-3.6939	2.8083	-2.4909***
BHR3	0.6213	-0.6641	79.6192	-5.3408	8.2896	-0.978
ROE0	0.1202	0.1048	5.9406	-0.8445	0.5481	
ROE1	0.17789	0.0793	11.5082	-2.0899	1.1352	
ROE2	0.0302	0.0391	1.7293	-2.6924	0.4478	
ROE3	0.1645	0.0145	16.8796	-3.0781	1.8979	

Jumlah N setelah data outlier dikeluarkan adalah 148 perusahaan.
 *** signifikan 1 % ** signifikan 5% dan * signifikan 1%

Berdasarkan tabel statistik deskriptif diatas dapat dilihat bahwa nilai median kinerja pasar jangka panjang semakin menurun baik itu dengan metode *cumulative abnormal return* (CAR) maupun metode *buy and hold return* (BHR). Seperti yang telah dijelaskan pada bab III, bahwa alternatif median digunakan dalam analisa ini dimaksudkan agar output bisa dijelaskan tanpa bias pengukuran karena adanya data ekstrim.

Bila dibandingkan dengan median *initial return* yang bernilai positif (6.82%), maka dapat kita lihat bahwa telah terjadi penurunan kinerja jangka panjang baik untuk CAR 1 tahun (-0.1805), CAR 2 tahun (-0.2489), dan CAR3 (-0.2111), begitu juga halnya dengan kinerja pasar yang diukur dengan metode BHR.. Nilai median BHR 1 tahun sebesar -0.3055, menurun bila dibandingkan dengan kinerja BHR untuk periode 2 tahun (-0.5731) dan semakin menurun untuk kinerja 3 tahun (-0.6641), apalagi bila ketiga kinerja ini dibandingkan dengan median *return awal* (*initial return*) yang bernilai positif 6.82%.

Penurunan kinerja, juga terjadi pada kinerja operasi perusahaan IPO yang diprosikan dengan nilai *return on equity* (ROE). Bila diperhatikan nilai median dari

ROE $t = 0$, ROE $t = 1$, ROE $t = 2$, dan ROE $t = 3$, terlihat tren yang semakin menurun, walaupun semua nilai median masih bertanda positif.

Secara statistik nilai median kinerja saham jangka 1 tahun dan 2 tahun, baik yang diukur dengan metode *cummulative abnormal return* maupun dengan metode *buy and hold* secara statistik kecil dari nol (negatif) dengan level signifikan 1% dan 10%. Sedangkan median kinerja saham 3 tahun, menunjukkan hasil yang tidak signifikan secara statistik atau dengan kata lain secara statistik tidak kecil dari nol (negatif).

Untuk uji lebih lanjut fenomena penurunan kinerja jangka panjang perusahaan setelah IPO, dengan cara membandingkan nilai kinerja saham 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun setelah IPO dengan kinerja awal (pada saat IPO), maka dilakukan pengujian dengan menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test*. Dari hasil pengujian *Wilcoxon Signed Rank Test* pada lampiran E dapat dibuktikan bahwa kinerja *return* saham (pasar) untuk periode 1 tahun, 2 tahun, dan 3 tahun setelah perusahaan IPO lebih kecil dari nilai *return* awal yang diperoleh perusahaan pada saat IPO. Begitupun dengan hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test* atas kinerja operasi perusahaan. Berdasarkan hasil uji statistik, nilai ROE 1 tahun, ROE 2 tahun dan ROE 3 tahun setelah IPO lebih kecil daripada nilai ROE pada laporan keuangan tahunan pertama setelah IPO. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hasil uji statistik mendukung hipotesis-hipotesis H_{24a} , H_{24b} dan H_{24c} .

IV.3.5 Hasil Pengujian Hipotesis 5

Pengujian terhadap hipotesis 5 dioperasionalisasikan dengan melihat statistik deskriptif dan uji beda rata-rata *return* 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 dibawah ini memperlihatkan karakteristik dari tiap-tiap kuartil tingkat manajemen laba. Berdasarkan nilai DCA, kelompok sampel (37 perusahaan) yang mempunyai nilai DCA kecil dari -0.005 dikelompok kedalam kuartil 1 (DCA konservatif) dengan rata-rata DCA -0.081906, kelompok sampel yang memiliki nilai DCA kecil dari 0.0625 dan besar sama dari -0.005 dimasukkan kedalam kuartil 2 (rata-rata DCA 0.029276), bilal nilai DCA perusahaan sampel berada pada rentang kecil dari 0.175 dan besar sama dari 0.0625 maka dikelompokkan ke dalam kuartil 3 (rata-rata DCA 0.113197), dan sampel perusahaan yang memiliki nilai DCA besar dari 0.0175 dikategorikan sebagai kuartil 4 (DCA agresif dengan rata-rata DCA = 0.347184).

Tabel 4.7
Karakteristik Manajemen Laba Perusahaan Sampel per Quartil

Qrtl	DCA			DLA		
	Batas antar Quartil	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

Sampel juga dikelompokkan ke dalam kuartil-kuartil berdasarkan proksi manajemen laba dengan DLA. Karakteristik masing-masing kelompok sampel juga dapat dilihat pada tabel 4.7 di atas ini. Analisa atas kinerja jangka panjang berdasarkan pengelompokkan manajemen laba per kuartil ini dilakukan untuk masing-masing proksi manajemen laba secara terpisah.

IV.2.5.1 Statistik Deskriptif.

Berdasarkan nilai statistik deskriptif kelompok manajemen laba yang dikategorikan pada level konservatif dan agresif dengan menggunakan proksi DCA berikut, dapat dilihat bahwa untuk kinerja *return* saham 1 tahun (baik untuk metode

CAR maupun BHR), kelompok sampel konservatif DCA memiliki nilai rata-rata/median yang lebih kecil dari kelompok agresif DCA. Untuk kinerja *return* saham 2 tahun dan 3 tahun (baik metode CAR maupun BHR), kelompok sampel konservatif memiliki nilai rata-rata/median yang lebih besar dari nilai rata-rata/median kelompok agresif DCA, kecuali untuk metode BHR 2 tahun. Berdasarkan analisa statistik deskriptif dari 2 metode kinerja pasar jangka panjang ini, terdapat ketidakkonsistenan untuk dapat menyimpulkan hipotesis 5 penelitian. Namun bila dilihat dari hasil statistik deskriptif untuk kinerja operasi perusahaan, dapat disimpulkan bahwa kinerja operasi kelompok sampel agresif DCA lebih rendah dari kelompok sampel konservatif DCA baik untuk kinerja operasi yang dihitung 1 tahun, 2 tahun atau 3 tahun setelah IPO. Namun tetap, belum memadai bila kita langsung mengambil kesimpulan untuk menerima hipotesis 5 secara statistik bila hanya berdasarkan nilai statistik deskriptif.

Tabel 4.8
Statistik Deskriptif Kinerja Perusahaan Kelompok Sampel
Konservatif DCA dan Agresif DCA.

Variabel	Konservatif DCA (mean: -0.0823)			Agresif DCA (mean: 0.347184)		
	Mean	Median	Std. Dev.	Mean	Median	Std. Dev.
CAR1	-0.3552	-0.3408	0.8482	-0.1066	-0.1134	0.9146
CAR2	0.1489	-0.3007	2.6122	0.0075	-0.2203	1.0388
CAR3	0.3867	-0.0903	2.8623	0.1362	-0.1422	1.1988
BHR1	-0.2279	-0.4085	1.4475	-0.0926	-0.2138	0.7619
BHR2	-0.4500	-0.7070	1.3114	-0.1094	-0.5411	1.2589
BHR3	-0.4266	-0.9266	2.1204	-0.4486	-0.6270	1.1177
ROE1	0.4054	0.091	1.9783	0.2298	0.1036	0.6025
ROE2	0.1213	0.0942	0.2766	-0.0421	0.0406	0.8007
ROE3	0.1149	0.0548	0.5949	-0.0049	-0.0283	1.0564

Kinerja jangka panjang perusahaan dalam kelompok konservatif dan agresif DCA ditunjukkan pada tabel 4.9 berikut. Berdasarkan nilai statistik deskriptif, untuk kinerja saham yang diukur dengan metode BHR menunjukkan bahwa nilai rata-rata kinerja kelompok agresif DCA lebih kecil dibandingkan kelompok konservatif DCA,

namun terjadi ketidakkonsistenan pada metode CAR dan kinerja operasi. Pada kinerja saham yang diukur dengan metode CAR 1 tahun dan kinerja operasi (ROE 3 tahun) setelah IPO, nilai rata-rata kinerja perusahaan kelompok agresif DLA lebih tinggi dibandingkan nilai rata-rata kinerja kelompok konservatif DLA.

Oleh karena ketidakkonsistenan dan ketidakmampuan untuk menarik kesimpulan atas hipotesis H5 hanya berdasarkan statistik deskriptif saja, maka dilakukan analisa uji beda terhadap du kelompok sampel ini. Dengan tujuan untuk membuktikan bahwa secara statistik dua kelompok sampel ini berbeda.

Tabel 4.9
Statistik Deskriptif Kinerja Perusahaan Kelompok Sampel
Konservatif DLA dan Agresif DLA

	Konservatif DLA (Mean: 0.125608)			Agresif DLA (Mean: 1.089562)		
	Mean	Median	Std. Dev.	Mean	Median	Std. Dev.
CAR1	-0.0599	-0.1011	1.0196	-0.2812	-0.2209	0.7273
CAR2	0.0796	-0.2327	1.2439	0.2766	-0.2370	2.5714
CAR3	0.1806	-0.2736	1.7685	0.4332	-0.1422	2.7453
BHR1	0.2178	-0.1852	2.1998	-0.3131	-0.3118	0.6439
BHR2	0.0859	-0.5411	3.0680	-0.2433	-0.5428	1.5321
BHR3	1.1029	-0.6694	9.4872	-0.1650	-0.5326	2.6139
ROE1	0.3093	0.0312	1.9096	0.1443	0.0749	0.7078
ROE2	0.0244	0.0263	0.3490	-0.0578	0.0234	0.7127
ROE3	-0.0572	-0.016	0.8620	0.0605	0.0234	0.8534

IV.2.5.2 Uji Beda Hipotesis 5

Berdasarkan hasil uji beda atas kedua kelompok sampel konservatif DCA dan agresif DCA, konservatif DLA dan agresif DLA seperti yang terlihat pada tabel 4.10 dibawah ini, maka dapat disimpulkan bahwa secara statistik nilai rata-rata kinerja kedua kelompok sampel tidak berbeda. Dengan kata lain dapat dinyatakan bahwa kinerja jangka panjang perusahaan yang melakukan manajemen laba secara agresif pada saat IPO tidak lebih jelek daripada perusahaan yang melakukan manajemen laba secara konservatif. Kesimpulan ini ditarik untuk semua jenis metode pengukuran kinerja baik kinerja pasar yang diukur dengan *cummulative abnormal return* maupun

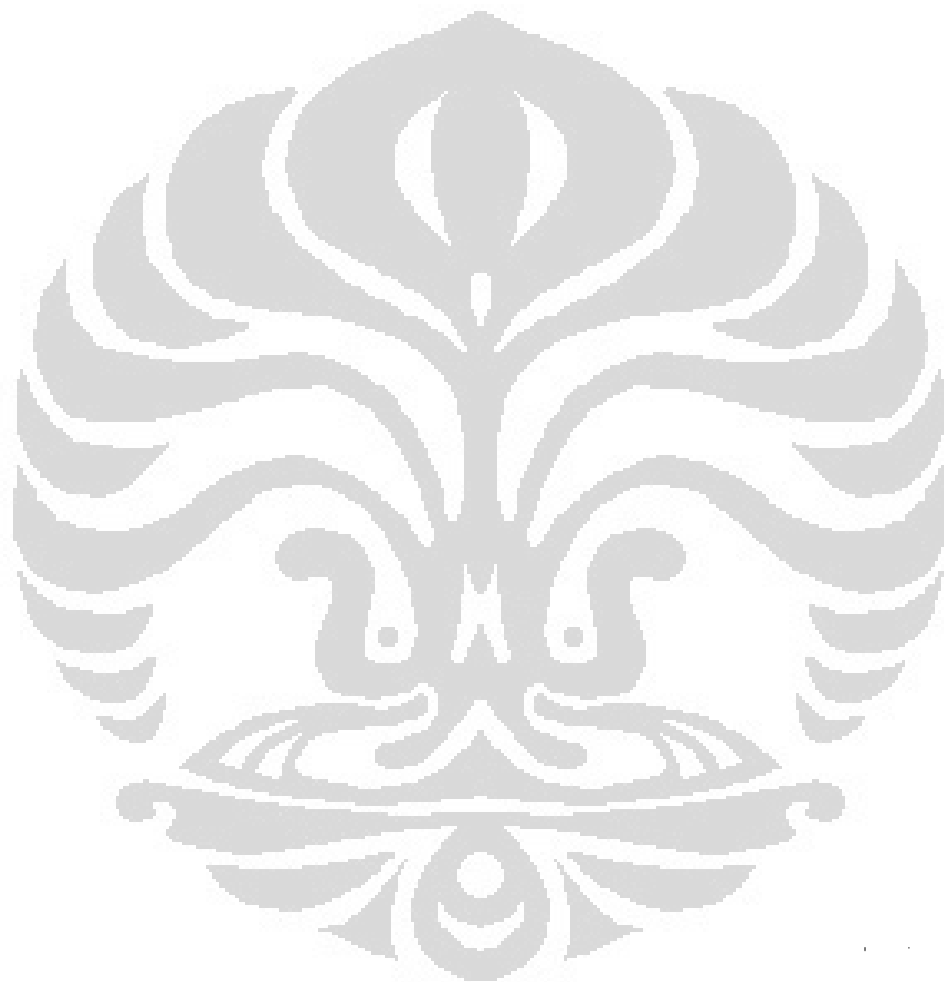
buy and hold return, ataupun kinerja operasi yang diproksikan dengan ROE. Kesimpulan ini juga berlaku untuk berbagai tipe periode pengukuran kinerja, baik untuk kinerja yang diukur untuk masa 1 tahun, 2 tahun maupun 3 tahun setelah IPO.

Tabel 4.10
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 5 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* yang lebih besar akan mengalami kinerja *return* saham yang lebih buruk dalam jangka panjang, begitupun sebaliknya. Ketidakkonsistenan hasil pengujian ini dengan penelitian Teoh et.al (1998), diduga bisa karena jumlah sampel yang kurang banyak (148 sampel) dibanding jumlah sampel pada penelitian Teoh et.al (1998) yaitu sebesar 1649 perusahaan IPO. Selain itu, hal ini juga diduga dikarenakan penelitian ini dilakukan di pasar yang berbeda dengan penelitian Teoh et.al (1998). Pasar Indonesia diduga kurang efisien dibandingkan dengan pasar U.S (objek penelitian Teoh et.al, 1998), sehingga pada pasar Indonesia perbedaan penurunan kinerja jangka panjang yang disebabkan karena perbedaan tingkat manajemen laba yang dilakukan perusahaan pada saat IPO tidak dapat tertangkap. Berdasarkan *Efficiency Market Hypothesis* (EMH) setidaknya

terdapat 3 kondisi yang mempengaruhi efisiensi pasar (Shleifer, 2000 dalam Ross, Westerfield dan Jaffe, 2005) yaitu (1) *rationality investor* (2) *independent deviations from rationality* dan (3) *arbitrage*. Ketiga kondisi inilah yang menyebabkan perbedaan level efisiensi pasar dan perbedaan hasil pengujian ini dengan penelitian Teoh et.al (1998).



BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

V.1 Kesimpulan Penelitian

Penelitian didasarkan pada ketertarikan penulis terhadap penelitian Teoh et.al (1998) yang menggunakan 4 variabel akrual sebagai proksi dalam mendeteksi manajemen laba dalam konteks *Initial Public Offering* dan temuan baru Roychowdury (2006) yang menunjukkan bahwa perusahaan tidak hanya akan melakukan manajemen laba melalui akrual tapi juga melalui apa yang didefinisikan Roychowdury (2006) sebagai *real activities manipulation*.

Selain itu, penelitian ini juga bertujuan untuk membuktikan secara empiris adanya dampak manajemen laba yang dilakukan pada saat IPO dengan fenomena penurunan kinerja saham jangka panjang. Untuk membuktikan kedua fenomena ini, digunakan berbagai metode pengukuran dan pengujian, tahun pengujian, sehingga memberikan perbandingan dan hasil terbaik.

Dari hasil penelitian diatas, ternyata ditemukan motivasi manajemen laba pada saat perusahaan melakukan IPO dengan menggunakan proksi akrual diskretioner namun tidak dapat dideteksi manajemen laba untuk proksi *real activities manipulation*.

Dari hasil pengujian hipotesis 2 yang menyatakan bahwa manajemen laba mempengaruhi kinerja pasar ditemukan bahwa variabel manajemen laba (DCA dan DLA) hanya dapat mempengaruhi kinerja pasar jangka pendek (1 tahun), untuk jangka waktu 2 tahun variabel *non discretionary long term accrual* (NDLA)-lah yang menjadi pertimbangan pasar, sedangkan untuk periode 3 tahun variabel akrual

(informasi akuntansi) sudah tidak dipertimbangkan pasar. Hasil ini ditemukan bila kita menggunakan metode pengukuran kinerja *cummulative abnormal return* (CAR). Namun sedikit berbeda bila model kinerja saham yang dikembangkan menggunakan metode *Buy and Hold Return* (BHR), BHR hanya mampu memprediksi pasar Indonesia untuk jangka waktu sampai dengan 1 tahun dan menemukan untuk periode 1 tahun hanya proksi manajemen laba DLA yang dapat mempengaruhi pasar. Hasil uji atas hipotesis 2 ini konsisten dengan hasil analisa sensitivitas yang menggunakan index LQ 45 untuk meng-*adjusted* variabel dependen kinerja *return* saham.

Penelitian ini juga menemukan bahwa variabel manajemen laba *discretionary current accrual* (DCA) bukanlah variabel yang paling superior mempengaruhi penurunan kinerja saham jangka panjang. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Suroso (2005) yang tidak berhasil membuktikan dampak negatif tindakan oportunistik emiten terhadap kinerja jangka panjang saham pasca-IPO. Walaupun berbeda dari hasil penelitian Teoh et.al (1998) yang menemukan bahwa variabel manajemen laba (*discretionary accrual*) merupakan variabel yang paling superior mempengaruhi kinerja saham 3 tahun setelah IPO, temuan ini dianggap wajar dengan alasan karena dalam jangka panjang semakin banyak variabel-variabel akan mempengaruhi pasar seperti perubahan EPS dan revisi *earning forecast* yang ditemukan Chahine (2000), *bid ask spread* oleh Houge et.al (2001), optimisme investor pada awal perdagangan oleh Suroso (2005).

Hasil uji hipotesis 4 bahwa kinerja perusahaan dalam jangka panjang setelah IPO lebih kecil dari kinerja perusahaan pada saat IPO, yang dibuktikan melalui uji *Wilcoxon Signed Rank Test*, menunjukkan bahwa memang terjadi fenomena *underperformance* atas perusahaan publik dalam pasar Indonesia. Hasil uji *Wilcoxon Signed Rank Test* membuktikan kinerja *return* saham (pasar) untuk periode 1 tahun, 2

tahun, dan 3 tahun setelah perusahaan IPO lebih kecil dari nilai *return* awal yang diperoleh perusahaan pada saat IPO, begitupun untuk kinerja operasi perusahaan. Nilai ROE 1 tahun, ROE 2 tahun dan ROE 3 tahun setelah perusahaan IPO lebih kecil daripada nilai ROE pada laporan keuangan tahunan pertama setelah IPO.

Hasil pengujian atas hipotesis terakhir yang menyatakan bahwa terjadi perbedaan kinerja jangka panjang antara perusahaan yang melakukan manajemen laba secara agresif pada saat IPO dengan perusahaan yang melakukan manajemen laba secara konservatif tidak terbukti secara statistik. Kinerja jangka panjang perusahaan yang melakukan manajemen laba secara agresif pada saat IPO tidak lebih buruk daripada perusahaan yang melakukan manajemen laba secara konservatif. Kesimpulan ini ditarik untuk semua jenis metode pengukuran kinerja baik kinerja pasar yang diukur dengan *Cummulative Abnormal Return (CAR)* maupun *Buy and Hold Return (BHR)*, ataupun kinerja operasi yang diprosikan dengan *return on equity (ROE)*. Kesimpulan ini juga berlaku untuk berbagai tipe periode pengukuran kinerja, baik untuk kinerja yang diukur untuk masa 1 tahun, 2 tahun maupun 3 tahun setelah IPO.

V.2 Keterbatasan dan Saran Penelitian

Penelitian yang dilakukan dan temuan yang diperoleh dari penelitian ini mungkin tidak luput dari keterbatasan – keterbatasan yang ada. Penelitian lanjutan diharapkan dapat menggunakan jumlah data lebih besar, periode penelitian yang lebih panjang, serta sistem data yang dapat menjamin keakuratan data yang diolah. Selain itu disarankan bagi penelitian selanjutnya untuk menggunakan variabel-variabel lain yang belum dipertimbangkan dalam model penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J., C. Lin and M. Loeb, 1993, "Initial Public Offerings, Accounting Choice, and Earning Management", *Contemporary Accounting Research* (Fall), 61-83
- Alvarez. Susana, Gonzalez. Victor M, "Long-Run Performance of Initial Public Offerings (IPOs) in The Spanish Capital Market, University of Oviedo
- Assih. Prihat, Hastuti. Ambar Woro, dan Parawiyati, 2005, "Pengaruh Manajemen Laba pada Nilai dan Kinerja Perusahaan, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* Vol.2 No.2
- Barber. Brad.M, and John Lyon, 1997, "Detecting Long Run Abnormal Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics* 43, 341-372
- Bremser.W.G, 1975, "The Earnings Characteristics of Firm Reporting Discretionary Accounting Changes", *The Accounting Review* (July): 563-573
- Copeland.R.M and J.F. Wojdak, 1969, "Income Manipulation and The Purchase-Pooling Choice", *Journal of Accounting Research* (Autumn): 188-195
- Dechow, P.M, and R.G. Sloan, 1991, "Executive Incentives and The Horizon Problem: An Empirical Investigation", *Journal of Accounting and Economics* 18: 3-34
- Dechow P.M, Sloan and A.Sweeney, 1995, "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review* 70 (2): 193-225
- Dechow.P.M, S.P. Khotari and R.L Watt, 1998, "The Relation Between Earnings and Cash Flows", *Journal of Accounting and Economics* 25, 133-168
- DeFond.M.L and J.Jiambalvo, 1994, "Debt Covenant Violations and Manipulation of Accruals", *Journal of Accounting and Economics* 17:145-176
- DuCharme.L.L, P.H. Malatesta, and S.E. Sefcik, 2001, "Earning Management: IPO Valuation and Subsequent Performance", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16 (4): 182-199
- Fama, Eugene F, 1998, "Market Efficiency, Long Term Returns and Behavioral Finance", *Journal of Financial Economics*.
- Friedland.J.M, 1994, "Accounting Choice of Issuers of Initial Public Offerings", *Contemporary Accounting Research*, 11 (1), 1-31
- Graham.J.R, C.R. Harvey, and S.Rajgopal, 2005, "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics*
- Gumanti.Tatang Ari, 2001, "Earnings Management dalam Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.4 No.2

- Gujarati. Damodar.N, 2003, "*Basic Econometrics*, 4th edition, McGraw Hill
- Healy.P.M, 1985, "*The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decision*", *Journal of Accounting and Economics* 7: 85-107
- Healy. Paul M, Wahlen.James M, 1999, "*A Review of Earnings Management Literature and Implication for Standard Setting*."
- Ibbotson. Roger G, 1975, "*Price Performance of Common Stock New Issues*", *Journal of Financial Economics* 2, 235-272
- Jain. Bharat A, dan Kini. Omesh, 1994, "*The Post Issue Operating Performance of Initial Public Offering Firms*", *Journal of Finance*, Vol. XLIX No.5
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling, 1976. "*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*", *Journal of Financial Economics*, October, 1976 Vol.3 No.4, pp 305-360
- Jones, J.J, 1991. "*Earnings Management during Import Relief Investigations*". *Journal of Accounting Research*, 1991, pp. 193 - 228.
- Loughan.Tim, and J.Ritter, 1995, "*The New Issue Puzzle*", *Journal of Finance* 50-1
- Martani, Dwi, 2004, "*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
- Megginson. William L, 1997, "*Corporate Finance Theory*", Addison Wesley Educational Publisher Inc.
- Mikkelson, Wayne, M.Partch and K.Shah, 1997, "*Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public*", *Journal of Financial Economics* 44, 281-307
- Nachrowi. D.N, Usman. Hardius, 2002, "*Penggunaan Teknik Ekonometri, Pendekatan Populer & Praktis Dilengkapi Teknis Analisis & Pengelolaan Data dengan Paket Program SPSS*", edisi revisi, PT RajaGrafindo Persada
- Neil.J.D.S.G, Pourciau, and T.F Schaefer, 1995, "*Accounting Method Choice and IPO Valuation*", *Accounting Horizons* (9); 68-80
- Rao, Gita.R, 1993, "*The Relation Between Stock Returns and Earning: A Study of Newly-Public Firms*", Working Paper, Kidder Peabody and Co, New York
- Ritter. Jay, 1991, "*The Long run Performance of Initial Public Offerings*". *The Journal of Finance*, Vol.46 No.1 pp 3-28
- Roosenboom.Peter, Van der Goot.Tjalling, Merten. Gerard, 2003, "*Earnings Management and Initial Public Offerings: Evidence from the Netherlands*", *The Journal of Accounting* 38, 243-266

- Roychordhury. Sugata, 2006, "*Earnings Management through Real Activities Manipulation*", *Journal of Accounting and Economics* 42.
- Saiful, 2004, "*Hubungan Manajemen Laba (Earnings Management) dengan Kinerja Operasi dan Return Saham di Sekitar IPO*", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol .7 No.3
- Santoso.Singgih, 2002, "*Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*", PT Gramedia
- Schilit. Howard, 2002,"*Financial Shenanigans, How to Detect Accounting Games & Fraud in Financial Report*, 2nd edition, McGraw Hill
- Scott. William R, 1997, 2000, "*Financial Accounting Theory*". Prentice Hill
- Sembel . Roy Hendra M,1996, "*IPO Anomalies, Truncated Excess Supply, and Heterogeneous Information*", Joseph M. Katz Graduate School of Business.
- Sensi.Ludovicus W, 2007, "*Memahami Lebih Jauh Aspek Earnings Management, Financial Shenanigans, dan Rekayasa Keuangan*", *EBAR Vol II, No.1*
- Stoll.Hans, and Anthony Curley, 1970, "*Small Business and The New Issues Market for Equities*". *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 5, 309-322
- Stolowy.Herve, Breton.Gaetan, 2003, "*Accounts Manipulation: A Literature Review and Proposed Conceptual Framework*, 8th draft
- Suroso, 2005, "*Hubungan Kinerja Jangka Panjang Saham Pasca-IPO dengan Optimisme dan Divergensi Opini Investor serta Tindakan Oportunis Emiten*", Disertasi S3 Pascasarjana Ilmu Manajemen UI
- Sweeney.A.P, 1994, "*Debt Covenant Violations and Manager's Accounting Response*", *Journal of Accounting and Economics* 17:281-308
- Teoh.S, Welch.I, and Wong.T, 1998, "*Earning Management and The Long Run Market Performance of Initial Public Offering*", *The Journal of Financial* , Vol LIII, No.6
- Teoh.S, Welch.I, and Wong.T, 1998, "*Earning Management and The Post-Issue Underperformance in Seasoned Equity Offering*". *The Journal of Financial Economics* 50, 63-99.
- Veronica, Siylvia N.P Siregar, 2005, "*Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management) dan Kekeliruan Penilaian Pasar*, Disertasi S3 Pascasarjana Ilmu Manajemen UI
- Watts, R.L. and J. L. Zimmerman, 1990. "*Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective*". *The Accounting Review*, January 1990, Vol. 65. No. 1, pp. 131 – 156.

www.jsx.co.id, "Panduan Go Publik", Bursa Efek Jakarta

LAMPIRAN A : DATA SAMPEL PENELITIAN

NO	STOCK	SAMPEL PERUSAHAAN
1	AALI	ASTRA AGRO LESTARI TBK
2	ADFO	PT ADINDO FORESTA INDONESIA TBK
3	ATPK	ANUGRAH TAMBAK PERKASINDO TBK
4	BASS	BAHTERA ADIMINA SAMUDRA TBK
5	DSFI	DHARMA SAMUDERA FISHING INDUSTRIES TBK
6	FISH	FKS MULTI AGRO TBK
7	IUKP	INTI KAPUAS AROWANA TBK
8	LSIP	PP LONDON SUMATERA TBK
9	MBAI	MULTIBREEDER ADIRAMA I TBK
10	WAPO	WAHANA PHONIX MANDIRI TBK
11	ALDI	PT ALTER ABADI TBK.
12	ANTM	ANEKA TAMBANG TBK
13	APEX	APEXINDO PRATAMA DUTA TBK
14	CNKO	CENTRAL KOPORINDO INTERNASIONAL TBK
15	CTTH	CITATAH TBK
16	MEDC	MEDCO ENERGI INTERNASIONAL TBK.
17	PTBA	TAMBANG BATUBARA BUKIT ASAM TBK.
18	TINS	TIMAH TBK
19	ARTI	ARONA BINASEJATI TBK
20	ASIA	ASIA GRAIN INTERNATIONAL TBK.
21	CITA	CIPTA PANELUTAMA TBK
22	BUKK	PT BUKAKA TEKNIK UTAMA TBK.
23	CMNP	CITRA MARGA NUSAPHALA TBK
24	CMPP	CENTRIS MULTI PERSADA TBK
25	HITS	HUMPUSS INTERMODA TRANSP. TBK.
26	IATG	INFOASIA TEKNOLOGI GLOBAL TBK
27	ISAT	INDOSAT TBK
28	MIRA	MITRA RAJASA TBK
29	PGAS	PERUSAHAAN GAS NEGARA TBK
30	SAFE	STEADY SAFE TBK
31	SMDR	SAMUDERA INDONESIA TBK
32	TLKM	TELEKOMUNIKASI INDONESIA
33	TMAS	PELAYARAN TEMPURAN EMAS TBK
34	BIPP	BHUWANATALA INDAH P. TBK
35	BMSR	BINTANG MITRA SEMESTARAYA TBK
36	CKRA	CIPTOJAYA KONTRINDOREKSA TBK
37	CTRA	CIPUTRA DEVELOPMENT TBK
38	CTRS	CIPUTRA SURYA TBK
39	DUTI	DUTA PERTIWI TBK
40	ELTY	BAKRIELAND DEVELOPMENT TBK
41	GMTD	GOWA MAKASSAR TOURISM DEVELOPMENT TBK
42	JAKA	PT JAKA ARTA GRAHA
43	JRPT	JAYA REAL PROPERTY TBK
44	KARK	KARKA YASA PROFILIA TBK
45	KIJA	KAWASAN IND. JABABEKA TBK
46	KPIG	KRIDAPERDANA INDAHGRAHA TBK
47	LAMI	LAMICITRA NUSANTRA TBK
48	LPCK	LIPPO CIKARANG TBK
49	MLND	MULIA LAND TBK
50	OMRE	INDONESIA PRIMA PROPERTI TBK

LAMPIRAN A : DATA SAMPEL PENELITIAN

NO	STOCK	SAMPEL PERUSAHAAN
51	PTRA	NEW CENTURY DEVELOPMENT TBK
52	PUDP	PUDJIADI PRESTIGE LTD TBK
53	PWSI	PANCA WIRATAMA SAKTI TBK
54	RBMS	RISTIA BINTANG MAHKOTASEJATI TBK
55	RODA	RODA PANGGON HARAPAN TBK
56	SIIP	SURYAINTI PERMATA TBK
57	SMDM	SURYAMAS DUTAMAKMUR TBK
58	SSIA	SURYA SEMESTA INTERNUSA TBK
59	ABBA	ABDI BANGSA TBK
60	AIMS	AKBAR INDO MAKMUR STIMEC TBK
61	AKRA	AKR CORPORINDO TBK
62	ALFA	ALFA RETAILINDO TBK
63	ANTA	ANTA EXPRESS TOUR & TRAVEL SERVICE TBK
64	BGMT	PT SILOAM HEALTH CARE TBK.
65	BMTR	BIMANTARA CITRA TBK
66	CENT	CENTRIN ONLINE TBK
67	DNET	DYVIACOM INTRABUMI TBK
68	EPMT	ENSEVAL PUTERA M.T. TBK
69	FORU	FORTUNE INDONESIA TBK
70	GEMA	GEMA GRAHASARANA TBK
71	HEXA	HEXINDO ADIPERKASA TBK
72	IDSR	INDOSIAR VISUAL MANDIRI TBK
73	INDX	INDOEXCHANGE TBK
74	JSPT	JAKARTA SETIABUDI INTERNASIONAL TBK
75	JTPE	JASUINDO TIGA PERKASA TBK
76	KONI	PERDANA BANGUN PUSAKA TBK
77	KOPI	KOPITIME DOT COM TBK
78	LMAS	LIMAS CENTRIC INDONESIA TBK
79	LTLS	LAUTAN LUAS TBK
80	MAMI	MAS MURNI INDONESIA TBK
81	META	NUSANTARA INFRASTRUCTURE TBK
82	PANR	PANORAMA SENTRAWISATA TBK
83	PTSP	PIONEERINDO GOURMET INTERN.TBK
84	RALS	RAMAYANA LESTARI S TBK
85	RIMO	RIMO CATUR LESTARI TBK
86	SCMA	SURYA CITRA MEDIA TBK
87	SHSA	PT SURYA HIDUP SATWA TBK.
88	TMPI	AGIS TBK
89	TMPO	TEMPO INTI MEDIA TBK
90	TURI	TUNAS RIDEAN TBK.
91	WICO	PT WICAKSANA OVERSEAS INTERNAT TBK
92	ALMI	ALUMINDO LIGHT METAL INDTRY. TBK.
93	AMFG	ASAHIMAS FLAT GLASS TBK
94	APLI	ASIAPLAST INDUSTRIES TBK
95	ARNA	ARWANA CITRAMULIA TBK
96	BTON	BETONJAYA MANUNGGAL TBK
97	BUDI	BUDI ACID JAYA TBK
98	CLPI	COLORPAK INDONESIA TBK
99	DSUC	DAYA SAKTI UNGGUL CORP. TBK
100	ETWA	ETERINDO WAHANATAMA TBK

LAMPIRAN A : DATA SAMPEL PENELITIAN

NO	STOCK	SAMPEL PERUSAHAAN
101	FASW	FAJAR SURYA WISESA TBK
102	FPNI	FATRAPOLINDO NUSA INDUSTRI TBK
103	IKAI	INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI TBK
104	INAI	INDAL ALUMUNIUM INDUST TBK
105	JKSW	JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED TBK
106	KIAS	PT KERAMIKA INDONESIA ASSOSIAS
107	LAPD	LAPINDO INTERNATIONALTBK
108	MLIA	MULIA INDUSTRINDO TBK
109	PICO	PELANGI INDAH CANINDO TBK
110	PLAS	PALM ASIA CORPORA TBK
111	SIMA	SIWANI MAKMUR TBK.
112	SIPD	SIERAD PRODUCE TBK
113	SMPL	SUMMITPLAST TBK
114	SPMA	SUPARMA TBK
115	SUDI	SURYA DUMAI INDUSTRI TBK
116	SULI	SUMALINDO LESTARI JAYA TBK
117	TIRT	TIRTA MAHAKAM PLYWOOD TBK
118	UGAR	PT WAHANA JAYA PERKASA TBK. (U
119	ACAP	PT ADHI CANDRA AUTOMOTIVE P TB
120	AUTO	ASTRA OTOPARTS TBK
121	BIMA	PRIMARINDO ASIA INFRASTRUCTURE TBK
122	DOID	DELTA DUNIA PETROINDO TBK
123	FMII	FORTUNE MATE INDONESIA TBK
124	KARW	KARWELL INDONESIA TBK
125	KOMI	PT KOMATSU INDONESIA TBK.
126	PAFI	PANASIA FILAMENT INTI TBK.
127	RICY	RICKY PUTRA GLOBALINDO TBK
128	RYAN	RYANE ADIBUSANA TBK
129	SIMM	SURYA INTIRINDO MAKMUR TBK.
130	SMSM	SELAMAT SEMPURNA TBK
131	SSTM	SUNSON TEXTILE MANUFACTURER TBK
132	SUGI	SUGI SAMAPERSADA
133	TEJA	TEXMACO JAYA TBK
134	ADES	ADES WATERS INDONESIA TBK
135	AISA	TIGA PILAR SEJAHTERA FOOD TBK
136	CEKA	CAHAYA KALBAR TBK.
137	DAVO	DAVOMAS ABADI TBK
138	DVLA	DARYA VARIA LAB. TBK.
139	INAF	INDOFARMA TBK
140	INDF	INDOFOOD SUKSES MAK.TBK
141	KAEF	KIMIA FARMA TBK
142	KDSI	KEDAWUNG SETIA IND
143	LMPI	LANGGENG MAKMUR TBK
144	MRAT	MUSTIKA RATU TBK
145	PSDN	PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK
146	PYFA	PYRIDAM FARMA TBK
147	STTP	SIANTAR TOP TBK.
148	TBLA	TUNAS BARU LAMPUNG TBK
149	TSPC	TEMPO SCAN PACIFIC TBK

**LAMPIRAN B: OUTPUT REGRESI PERHITUNGAN ACCRUAL DAN
REAL ACTIVITIES MANIPULATION**

Estimasi Current Accrual Industri Non Manufaktur

Estimation Command:

```
=====
LS CA/TAt-1 C 1/TAt-1 ΔSalet/TAt-1
```

Estimation Equation:

```
=====
CA = C(1) + C(2)*1/TAt-1 + C(3)* ΔSalet/TAt-1
```

Substituted Coefficients:

```
=====
CA = 0.0535771507 + 277776485.9*1/TAt-1 + 0.1624626427*ΔSalet/TAt-1
```

Dependent Variable: CA/TA_{t-1}

Method: Least Squares

Sample: 1 91

Included observations: 91

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.053577	0.023173	2.312061	0.0231
1/TA _{t-1}	2.78E+08	1.02E+09	0.271355	0.7868
ΔSale _t /TA _{t-1}	0.162463	0.023742	6.842737	0.0000
R-squared	0.349154	Mean dependent var		0.117957
Adjusted R-squared	0.334362	S.D. dependent var		0.212070
S.E. of regression	0.173020	Akaike info criterion		-0.638402
Sum squared resid	2.634376	Schwarz criterion		-0.555627
Log likelihood	32.04730	F-statistic		23.60432
Durbin-Watson stat	2.009356	Prob(F-statistic)		0.000000

**LAMPIRAN B: OUTPUT REGRESI PERHITUNGAN ACCRUAL DAN
REAL ACTIVITIES MANIPULATION**

Estimasi Current Accrual Industri Manufaktur

Estimation Command:

```
=====
LS CA/TAt-1 C 1/TAt-1 ΔSalet/TAt-1
```

Estimation Equation:

```
=====
CA = C(1) + C(2)*1/TAt-1 + C(3) *ΔSalet/TAt-1
```

Substituted Coefficients:

```
=====
CA/TAt-1 = 0.1545465893 - 1603010267*1/TAt-1 + 0.06945881167**ΔSalet/TAt-1
```

Dependent Variable: CA/TA_{t-1}

Method: Least Squares

Sample: 1 58

Included observations: 58

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.154547	0.032713	4.724345	0.0000
1/TA _{t-1}	-1.60E+09	1.50E+09	-1.069654	0.2894
ΔSale _t /TA _{t-1}	0.069459	0.039166	1.773453	0.0817
R-squared	0.061110	Mean dependent var		0.165541
Adjusted R-squared	0.026969	S.D. dependent var		0.177301
S.E. of regression	0.174894	Akaike info criterion		-0.598932
Sum squared resid	1.682340	Schwarz criterion		-0.492357
Log likelihood	20.36903	F-statistic		1.789913
Durbin-Watson stat	1.628959	Prob(F-statistic)		0.176564

**LAMPIRAN B: OUTPUT REGRESI PERHITUNGAN ACCRUAL DAN
REAL ACTIVITIES MANIPULATION**

Estimasi Total Accrual Industri Non Manufaktur

Estimation Command:

=====
LS AC/TA_{t-1} C 1/TA_{t-1} ΔSale_t/TA_{t-1} PPE/TA_{t-1}

Estimation Equation:

=====
AC/TA_{t-1} = C(1) + C(2)*(1/TA_{t-1}) + C(3)*ΔSale_t/TA_{t-1} + C(4)*PPE/TA_{t-1}

Substituted Coefficients:

=====
AC/TA_{t-1} = 0.05440723572 + 525993732.5*(1/TA_{t-1}) + 0.05733988723*ΔSale_t/TA_{t-1} -
0.04365558591*PPE/TA_{t-1}

Dependent Variable: AC/TA_{t-1}

Method: Least Squares

Sample: 1 91

Included observations: 91

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.054407	0.032161	1.691699	0.0943
1/TA _{t-1}	5.26E+08	1.11E+09	0.475341	0.6357
ΔSale _t /TA _{t-1}	0.057340	0.026738	2.144500	0.0348
PPE/TA _{t-1}	-0.043656	0.052566	-0.830486	0.4085
R-squared	0.052374	Mean dependent var		0.060326
Adjusted R-squared	0.019697	S.D. dependent var		0.185984
S.E. of regression	0.184143	Akaike info criterion		-0.503247
Sum squared resid	2.950055	Schwarz criterion		-0.392879
Log likelihood	26.89772	F-statistic		1.602777
Durbin-Watson stat	1.978117	Prob(F-statistic)		0.194569

**LAMPIRAN B: OUTPUT REGRESI PERHITUNGAN ACCRUAL DAN
REAL ACTIVITIES MANIPULATION**

Estimasi Total Accrual Industri Manufaktur

Estimation Command:

```
=====
LS AC/TAt,t C 1/TAt,t ΔSalet,t PPE/TAt,t
```

Estimation Equation:

```
=====
AC/TAt,t = C(1) + C(2)*(1/TAt,t) + C(3)*ΔSalet,t + C(4)*PPE/TAt,t
```

Substituted Coefficients:

```
=====
AC/TAt,t = 0.04133818077 - 2370929822*1/TAt,t + 0.09892419482*ΔSalet,t +
0.04842936628*PPE/TAt,t
```

Dependent Variable: AC/TA_{t,t}

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1 58

Included observations: 58 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.041338	0.059213	0.698127	0.4881
1/TA _{t,t}	-2.37E+09	1.50E+09	-1.576451	0.1208
ΔSale _{t,t}	0.098924	0.038435	2.573781	0.0128
PPE/TA _{t,t}	0.048429	0.084103	0.575837	0.5671
R-squared	0.125254	Mean dependent var		0.086806
Adjusted R-squared	0.076557	S.D. dependent var		0.178611
S.E. of regression	0.171628	Akaike info criterion		-0.620501
Sum squared resid	1.590636	Schwarz criterion		-0.478402
Log likelihood	21.99453	F-statistic		2.577411
Durbin-Watson stat	1.911638	Prob(F-statistic)		0.063149

LAMPIRAN B: OUTPUT REGRESI PERHITUNGAN ACCRUAL DAN
REAL ACTIVITIES MANIPULATION

Estimasi *Real Activities Manipulation* - CFO untuk Industri Non Manufaktur

Estimation Command:

=====
LS CFO/TA_{t-1} C 1/TA_{t-1} Sale/ TA_{t-1} DSale/ TA_{t-1}

Estimation Equation:

=====
CFO/TA_{t-1} = C(1) + C(2)* 1/TA_{t-1} + C(3)* Sale/ TA_{t-1} + C(4)* DSale/ TA_{t-1}

Substituted Coefficients:

=====
CFO/TA_{t-1} = 0.05677305607 - 1983101948*1/TA_{t-1} - 0.02080058653* Sale/ TA_{t-1} +
0.02597162079* DSale/ TA_{t-1}

Dependent Variable: CFO/TA_{t-1}

Method: Least Squares

Sample: 1 91

Included observations: 91

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.056773	0.029076	1.952595	0.0541
1/TA _{t-1}	-1.98E+09	1.13E+09	-1.751343	0.0834
Sale/ TA _{t-1}	-0.020801	0.018176	-1.144394	0.2556
DSale/ TA _{t-1}	0.025972	0.051397	0.505315	0.6146
R-squared	0.052804	Mean dependent var		0.016565
Adjusted R-squared	0.020142	S.D. dependent var		0.192357
S.E. of regression	0.190410	Akaike info criterion		-0.436313
Sum squared resid	3.154270	Schwarz criterion		-0.325946
Log likelihood	23.85225	F-statistic		1.616668
Durbin-Watson stat	1.891140	Prob(F-statistic)		0.191328

**LAMPIRAN B: OUTPUT REGRESI PERHITUNGAN ACCRUAL DAN
REAL ACTIVITIES MANIPULATION**

Estimasi *Real Activities Manipulation* - CFO untuk Industri Manufaktur

Estimation Command:

=====
LS CFO/TA_t, C 1/TA_{t-1} Sale_t/ TA_{t-1} DSale_t/ TA_{t-1}

Estimation Equation:

=====
CFO/TA_t = C(1) + C(2)* 1/TA_{t-1} + C(3)* Sale_t/ TA_{t-1} + C(4)* DSale_t/ TA_t

Substituted Coefficients:

=====
CFO/TA_t = -0.004567366528 + 4461515743*1/TA_{t-1} - 0.0320069604* Sale_t/ TA_{t-1} +
0.01357745944* DSale_t/ TA_t

Dependent Variable: CFO/TA_t

Method: Least Squares

Sample: 1 58

Included observations: 58

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.004567	0.043979	-0.103853	0.9177
1/TA _{t-1}	4.46E+09	1.54E+09	2.888389	0.0056
Sale _t / TA _{t-1}	-0.032007	0.030623	-1.045179	0.3006
DSale _t / TA _t	0.013577	0.100577	0.134996	0.8931
R-squared	0.137230	Mean dependent var		0.013604
Adjusted R-squared	0.089299	S.D. dependent var		0.179207
S.E. of regression	0.171019	Akaike info criterion		-0.627613
Sum squared resid	1.579363	Schwarz criterion		-0.485514
Log likelihood	22.20079	F-statistic		2.863043
Durbin-Watson stat	2.103315	Prob(F-statistic)		0.045128

**LAMPIRAN B: OUTPUT REGRESI PERHITUNGAN ACCRUAL DAN
REAL ACTIVITIES MANIPULATION**

**Estimasi *Real Activities Manipulation* - COGS untuk Industri Non
Manufaktur**

Estimation Command:

=====
LS COGS/TA_{t-1} C 1/TA_{t-1} Sale/ TA_{t-1} DSale/ TA_{t-1}

Estimation Equation:

=====
COGS/TA_{t-1} = C(1) + C(2)* 1/TA_{t-1} + C(3)* Sale/ TA_{t-1}

Substituted Coefficients:

=====
COGS/TA_{t-1} = -0.1670106789 - 1150646759*1/TA_{t-1} + 0.912028857* Sale/ TA_{t-1}

Dependent Variable: COGS/TA_{t-1}

Method: Least Squares

Sample: 1 91

Included observations: 91

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.167011	0.027408	-6.093579	0.0000
1/TA _{t-1}	-1.15E+09	1.07E+09	-1.078746	0.2836
Sale/ TA _{t-1}	0.912029	0.015300	59.61124	0.0000
R-squared	0.975904	Mean dependent var		0.805997
Adjusted R-squared	0.975357	S.D. dependent var		1.146915
S.E. of regression	0.180045	Akaike info criterion		-0.558808
Sum squared resid	2.852627	Schwarz criterion		-0.476032
Log likelihood	28.42576	F-statistic		1782.051
Durbin-Watson stat	1.650111	Prob(F-statistic)		0.000000

**LAMPIRAN B: OUTPUT REGRESI PERHITUNGAN ACCRUAL DAN
REAL ACTIVITIES MANIPULATION**

Estimasi Real Activities Manipulation - COGS untuk Industri Manufaktur

Estimation Command:

```
=====
LS COGS/TAt-1 C 1/TAt-1 Sale/ TAt-1 DSale/ TAt-1
```

Estimation Equation:

```
=====
COGS/TAt-1 = C(1) + C(2)* 1/TAt-1 + C(3)* Sale/ TAt-1
```

Substituted Coefficients:

```
=====
COGS/TAt-1 = -0.1439989929 - 23908522.66*1/TAt-1 + 0.8606622227* Sale/ TAt-1
```

Dependent Variable: COGS/TA_{t-1}

Method: Least Squares

Sample: 1 58

Included observations: 58

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.143999	0.041304	-3.486359	0.0010
1/TA _{t-1}	-23908523	1.45E+09	-0.016456	0.9869
Sale/ TA _{t-1}	0.860662	0.028117	30.61031	0.0000
R-squared	0.951921	Mean dependent var		1.012448
Adjusted R-squared	0.950173	S.D. dependent var		0.726119
S.E. of regression	0.162084	Akaike info criterion		-0.751064
Sum squared resid	1.444920	Schwarz criterion		-0.644489
Log likelihood	24.78085	F-statistic		544.4782
Durbin-Watson stat	1.747364	Prob(F-statistic)		0.000000

LAMPIRAN C: OUTPUT REGRESI HIPOTESIS 2

Estimation Command:

```
=====
LS CAR1 C DCA NDCA DLA NDLA IR OFF DNI_TA LOGAGE LOGMV1 D_PBK D_PAK
```

Estimation Equation:

```
=====
CAR1 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR + C(7)*OFF +
C(8)*DNI_TA + C(9)*LOGAGE + C(10)*LOGMV1 + C(11)*D_PBK + C(12)*D_PAK
```

Substituted Coefficients:

```
=====
CAR1 = -1.031415889 + 0.5369883809*DCA - 0.5055859055*NDCA - 0.3790715614*DLA -
0.6701118758*NDLA - 0.380975978*IR - 0.0001486599682*OFF + 0.31482414*DNI_TA -
0.1526275002*LOGAGE + 0.1947178888*LOGMV1 - 0.6627005142*D_PBK -
0.791671926*D_PAK
```

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.031416	1.024219	-1.007027	0.3157
DCA	0.536988	0.311576	1.723459	0.0871
NDCA	-0.505586	1.085916	-0.465585	0.6423
DLA	-0.379072	0.161705	-2.344213	0.0205
NDLA	-0.670112	1.409065	-0.475572	0.6351
IR	-0.380976	0.104293	-3.652954	0.0004
OFF	-0.000149	4.81E-05	-3.092059	0.0024
DNI_TA	0.314824	0.574785	0.547726	0.5848
LOGAGE	-0.152628	0.217405	-0.702041	0.4839
LOGMV1	0.194718	0.090597	2.149287	0.0334
D_PBK	-0.662701	0.205352	-3.227145	0.0016
D_PAK	-0.791672	0.185647	-4.264394	0.0000
R-squared	0.329100	Mean dependent var	-0.165431	
Adjusted R-squared	0.274836	S.D. dependent var	0.783015	
S.E. of regression	0.666789	Akaike info criterion	2.104918	
Sum squared resid	60.46658	Schwarz criterion	2.347935	
Log likelihood	-143.7639	F-statistic	6.064797	
Durbin-Watson stat	1.862143	Prob(F-statistic)	0.000000	

LAMPIRAN C: OUTPUT REGRESI HIPOTESIS 2

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.771758	Probability	0.742593
Obs*R-squared	16.03820	Probability	0.714252

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.792473	17.89000	-0.100194	0.9203
DCA	0.046236	0.943075	0.049027	0.9610
DCA^2	0.336543	1.632625	0.206136	0.8370
NDCA	-0.668520	2.709633	-0.246720	0.8055
NDCA^2	5.058547	20.94750	0.241487	0.8096
DLA	-0.943613	0.752372	-1.254184	0.2121
DLA^2	0.683827	0.590614	1.157824	0.2491
NDLA	-0.670395	2.406021	-0.278832	0.7810
NDLA^2	-13.85033	41.11686	-0.336853	0.7368
IR	-0.556387	0.332286	-1.674422	0.0965
IR^2	0.129248	0.094267	1.371085	0.1728
OFF	5.23E-05	0.000220	0.237326	0.8128
OFF^2	-4.95E-09	2.57E-08	-0.192580	0.8476
DNI_TA	-0.980505	1.677210	-0.584605	0.5599
DNI_TA^2	0.147129	2.015322	0.073005	0.9419
LOGAGE	-2.281360	2.115539	-1.078382	0.2829
LOGAGE^2	0.723484	0.865875	0.835552	0.4050
LOGMV1	0.850004	3.183898	0.266970	0.7899
LOGMV1^2	-0.045037	0.139537	-0.322763	0.7474
D_PBK	0.089591	0.393565	0.227641	0.8203
D_PAK	0.585739	0.337312	1.736492	0.0849
R-squared	0.108366	Mean dependent var	0.408558	
Adjusted R-squared	-0.032049	S.D. dependent var	1.025091	
S.E. of regression	1.041388	Akaike info criterion	3.049744	
Sum squared resid	137.7300	Schwarz criterion	3.475024	
Log likelihood	-204.6810	F-statistic	0.771758	
Durbin-Watson stat	2.042996	Prob(F-statistic)	0.742593	

LAMPIRAN C: OUTPUT REGRESI HIPOTESIS 2

Estimation Command:

```
=====
LS CAR2 C DCA NDCA DLA NDLA IR OFF DNI_TA LOGAGE LOGMV2 D_PBK D_PAK
```

Estimation Equation:

```
=====
CAR2 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR + C(7)*OFF +
C(8)*DNI_TA + C(9)*LOGAGE + C(10)*LOGMV2 + C(11)*D_PBK + C(12)*D_PAK
```

Substituted Coefficients:

```
=====
CAR2 = 2.65103619 - 0.06981101528*DCA + 2.409961564*NDCA - 0.1007820092*DLA +
5.509633687*NDLA - 0.09403389556*IR - 0.0002446715061*OFF - 0.1144454492*DNI_TA -
0.3147695093*LOGAGE - 0.08729206801*LOGMV2 - 0.6454049825*D_PBK -
1.059490368*D_PAK
```

Dependent Variable: CAR2

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.651036	2.091536	1.267507	0.2071
DCA	-0.069811	0.630896	-0.110654	0.9121
NDCA	2.409962	2.198212	1.096328	0.2749
DLA	-0.100782	0.327075	-0.308131	0.7585
NDLA	5.509634	2.846681	1.935459	0.0550
IR	-0.094034	0.210282	-0.447180	0.6555
OFF	-0.000245	9.76E-05	-2.505919	0.0134
DNI_TA	-0.114445	1.160019	-0.098658	0.9216
LOGAGE	-0.314770	0.440559	-0.714477	0.4762
LOGMV2	-0.087292	0.183992	-0.474435	0.6360
D_PBK	-0.645405	0.418982	-1.540414	0.1258
D_PAK	-1.059490	0.376876	-2.811245	0.0057
R-squared	0.173907	Mean dependent var		0.045221
Adjusted R-squared	0.107090	S.D. dependent var		1.425281
S.E. of regression	1.346804	Akaike info criterion		3.510950
Sum squared resid	246.6877	Schwarz criterion		3.753968
Log likelihood	-247.8103	F-statistic		2.602756
Durbin-Watson stat	1.837856	Prob(F-statistic)		0.004889

LAMPIRAN C: OUTPUT REGRESI HIPOTESIS 2

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.447755	Probability	0.112385
Obs*R-squared	27.47813	Probability	0.122340

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	362.7417	117.6038	3.084438	0.0025
DCA	4.574369	6.890522	0.663864	0.5080
DCA^2	-10.56188	11.91518	-0.886422	0.3771
NDCA	50.29433	19.85467	2.533123	0.0125
NDCA^2	-310.8829	153.0078	-2.031811	0.0443
DLA	4.950186	5.451963	0.907964	0.3656
DLA^2	-4.435597	4.281229	-1.036057	0.3021
NDLA	53.53938	17.60031	3.041957	0.0029
NDLA^2	591.6494	300.2303	1.970652	0.0509
IR	3.784850	2.435734	1.553885	0.1227
IR^2	-0.932239	0.650142	-1.433902	0.1541
OFF	-0.000926	0.001629	-0.568309	0.5708
OFF^2	9.09E-08	1.89E-07	0.479819	0.6322
DNI_TA	4.634903	11.87192	0.390409	0.6969
DNI_TA^2	-6.160780	14.31769	-0.430291	0.6677
LOGAGE	12.64534	15.26474	0.828402	0.4090
LOGAGE^2	-5.254347	6.225595	-0.843991	0.4003
LOGMV2	-63.71199	20.90678	-3.047432	0.0028
LOGMV2^2	2.736071	0.918315	2.979447	0.0035
D_PBK	-0.225669	2.932612	-0.076951	0.9388
D_PAK	-1.383792	2.460079	-0.562499	0.5748
R-squared	0.185663	Mean dependent var	1.666809	
Adjusted R-squared	0.057421	S.D. dependent var	7.843747	
S.E. of regression	7.615220	Akaike info criterion	7.028933	
Sum squared resid	7364.930	Schwarz criterion	7.454213	
Log likelihood	-499.1411	F-statistic	1.447755	
Durbin-Watson stat	2.074613	Prob(F-statistic)	0.112385	

LAMPIRAN C: OUTPUT REGRESI HIPOTESIS 2

Estimation Command:

=====

LS CAR3 C DCA NDCA DLA NDLA IR OFF DNI_TA LOGAGE LOGMV3 D_PBK D_PK

Estimation Equation:

=====

CAR3 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR + C(7)*OFF + C(8)*DNI_TA + C(9)*LOGAGE + C(10)*LOGMV3 + C(11)*D_PBK + C(12)*D_PK

Substituted Coefficients:

=====

CAR3 = 0.06599834894 - 0.02659114539*DCA + 1.86314176*NDCA - 0.1174282377*DLA + 4.913144217*NDLA + 0.1339312711*IR - 0.0005115074908*OFF - 0.8054819393*DNI_TA - 0.3640311858*LOGAGE + 0.07259796693*LOGMV3 + 1.231924009*D_PBK + 0.9633971679*D_PK

Dependent Variable: CAR3

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.065998	2.484103	0.026588	0.9788
DCA	-0.026591	0.806781	-0.032960	0.9738
NDCA	1.863142	2.777816	0.670722	0.5035
DLA	-0.117428	0.418451	-0.280626	0.7794
NDLA	4.913144	3.591612	1.367950	0.1736
IR	0.133931	0.265157	0.505101	0.6143
OFF	-0.000512	0.000119	-4.298167	0.0000
DNI_TA	-0.805482	1.468636	-0.548456	0.5843
LOGAGE	-0.364031	0.555734	-0.655045	0.5135
LOGMV3	0.072598	0.220988	0.328515	0.7430
D_PBK	1.231924	0.475459	2.591020	0.0106
D_PK	0.963397	0.474828	2.028939	0.0444
R-squared	0.177234	Mean dependent var		0.187275
Adjusted R-squared	0.110686	S.D. dependent var		1.808851
S.E. of regression	1.705808	Akaike info criterion		3.983560
Sum squared resid	395.7304	Schwarz criterion		4.226577
Log likelihood	-282.7834	F-statistic		2.663274
Durbin-Watson stat	2.004627	Prob(F-statistic)		0.004013

LAMPIRAN C: OUTPUT REGRESI HIPOTESIS 2

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.196792	Probability	0.267733
Obs*R-squared	23.47027	Probability	0.266297

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	78.49444	151.7882	0.517131	0.6060
DCA	9.866625	9.396596	1.050021	0.2957
DCA^2	-19.99311	16.09498	-1.242195	0.2165
NDCA	79.94394	26.72954	2.990847	0.0033
NDCA^2	-366.3142	205.7593	-1.780305	0.0774
DLA	0.705759	7.508391	0.093996	0.9253
DLA^2	-1.701973	5.873249	-0.289784	0.7725
NDLA	75.25697	23.73141	3.171197	0.0019
NDLA^2	646.8749	405.0743	1.596929	0.1128
IR	5.492935	3.276612	1.676407	0.0961
IR^2	-0.931212	0.873913	-1.065567	0.2886
OFF	-0.003826	0.002142	-1.786702	0.0764
OFF^2	3.80E-07	2.53E-07	1.505264	0.1347
DNI_TA	-5.255336	15.82495	-0.332092	0.7404
DNI_TA^2	8.926366	18.92598	0.471646	0.6380
LOGAGE	5.894500	20.08014	0.293549	0.7696
LOGAGE^2	-3.396814	8.192585	-0.414621	0.6791
LOGMV3	-15.87434	26.85023	-0.591218	0.5554
LOGMV3^2	0.791280	1.176818	0.672389	0.5026
D_PBK	5.008707	3.761463	1.331585	0.1854
D_PK	-0.472190	3.276915	-0.144096	0.8857
R-squared	0.158583	Mean dependent var	2.673854	
Adjusted R-squared	0.028076	S.D. dependent var	10.34491	
S.E. of regression	10.20914	Akaike info criterion	7.615203	
Sum squared resid	13236.78	Schwarz criterion	8.040483	
Log likelihood	-542.5250	F-statistic	1.196792	
Durbin-Watson stat	1.984677	Prob(F-statistic)	0.267733	

LAMPIRAN C: OUTPUT REGRESI HIPOTESIS 2

Estimation Command:

```
=====
LS BHR1 C DCA NDCA DLA NDLA IR OFF DNI_TA LOGAGE LOGMV1 D_PBK D_PAK
```

Estimation Equation:

```
=====
BHR1 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR + C(7)*OFF +
C(8)*DNI_TA + C(9)*LOGAGE + C(10)*LOGMV1 + C(11)*D_PBK + C(12)*D_PAK
```

Substituted Coefficients:

```
=====
BHR1 = -0.6091231395 + 0.6389698283*DCA + 0.3558713823*NDCA - 0.7062105468*DLA
+ 0.1707446647*NDLA - 0.3207044986*IR - 0.0001607412985*OFF -
0.2846834812*DNI_TA - 0.4479947673*LOGAGE + 0.2168932094*LOGMV1 -
0.8526403981*D_PBK - 0.838392267*D_PAK
```

Dependent Variable: BHR1

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.609123	2.039556	-0.298655	0.7657
DCA	0.638970	0.620450	1.029849	0.3049
NDCA	0.355871	2.162415	0.164571	0.8695
DLA	-0.706211	0.322008	-2.193144	0.0300
NDLA	0.170745	2.805911	0.060852	0.9516
IR	-0.320704	0.207681	-1.544219	0.1249
OFF	-0.000161	9.57E-05	-1.678953	0.0955
DNI_TA	-0.284683	1.144585	-0.248722	0.8040
LOGAGE	-0.447995	0.432926	-1.034808	0.3026
LOGMV1	0.216893	0.180407	1.202241	0.2314
D_PBK	-0.852640	0.408923	-2.085087	0.0389
D_PAK	-0.838392	0.369684	-2.267861	0.0249
R-squared	0.153569	Mean dependent var	-0.110646	
Adjusted R-squared	0.085108	S.D. dependent var	1.388181	
S.E. of regression	1.327795	Akaike info criterion	3.482521	
Sum squared resid	239.7734	Schwarz criterion	3.725539	
Log likelihood	-245.7066	F-statistic	2.243156	
Durbin-Watson stat	1.934772	Prob(F-statistic)	0.015469	

LAMPIRAN C: OUTPUT REGRESI HIPOTESIS 2

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.613044	Probability	0.897154
Obs*R-squared	13.03029	Probability	0.876080

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-201.3501	213.3045	-0.943956	0.3470
DCA	0.436957	11.24439	0.038860	0.9691
DCA^2	-2.903005	19.46598	-0.149132	0.8817
NDCA	0.283726	32.30727	0.008782	0.9930
NDCA^2	18.77165	249.7594	0.075159	0.9402
DLA	-15.63785	8.970621	-1.743230	0.0837
DLA^2	8.913859	7.041955	1.265822	0.2079
NDLA	8.796351	28.68727	0.306629	0.7596
NDLA^2	-59.74756	490.2410	-0.121874	0.9032
IR	-7.590653	3.961884	-1.915920	0.0576
IR^2	1.748600	1.123951	1.555762	0.1223
OFF	0.000556	0.002626	0.211725	0.8327
OFF^2	-7.04E-08	3.07E-07	-0.229715	0.8187
DNI_TA	-20.43198	19.99756	-1.021723	0.3089
DNI_TA^2	12.59139	24.02892	0.524010	0.6012
LOGAGE	-16.09811	25.22381	-0.638211	0.5245
LOGAGE^2	4.790527	10.32392	0.464022	0.6434
LOGMV1	37.86515	37.96198	0.997449	0.3204
LOGMV1^2	-1.628514	1.663714	-0.978843	0.3295
D_PBK	-0.126101	4.692520	-0.026873	0.9786
D_PAK	5.076904	4.021803	1.262345	0.2091
R-squared	0.088043	Mean dependent var	1.620091	
Adjusted R-squared	-0.055573	S.D. dependent var	12.08531	
S.E. of regression	12.41656	Akaike info criterion	8.006701	
Sum squared resid	19579.78	Schwarz criterion	8.431981	
Log likelihood	-571.4959	F-statistic	0.613044	
Durbin-Watson stat	2.046932	Prob(F-statistic)	0.897154	

LAMPIRAN C: OUTPUT REGRESI HIPOTESIS 2

Estimation Command:

=====

LS BHR2 C DCA NDCA DLA NDLA IR OFF LOGAGE LOGMV2 D_PBK D_PAK

Estimation Equation:

=====

BHR2 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR + C(7)*OFF +
C(8)*LOGAGE + C(9)*LOGMV2 + C(10)*D_PBK + C(11)*D_PAK

Substituted Coefficients:

=====

BHR2 = 3.418240912 - 0.007097834972*DCA + 2.694291522*NDCA - 0.3278718052*DLA +
5.882483288*NDLA - 0.5005510668*IR - 0.0003444023163*OFF - 0.0837489092*LOGAGE -
0.1036468927*LOGMV2 - 1.023207678*D_PBK - 1.675361861*D_PAK

Dependent Variable: BHR2

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.418241	4.304491	0.794110	0.4285
DCA	-0.007098	1.298210	-0.005467	0.9956
NDCA	2.694292	4.513821	0.596898	0.5516
DLA	-0.327872	0.673430	-0.486869	0.6271
NDLA	5.882483	5.850837	1.005409	0.3165
IR	-0.500551	0.432964	-1.156103	0.2497
OFF	-0.000344	0.000201	-1.713910	0.0888
LOGAGE	-0.083749	0.893072	-0.093776	0.9254
LOGMV2	-0.103647	0.378647	-0.273730	0.7847
D_PBK	-1.023208	0.824626	-1.240815	0.2168
D_PAK	-1.675362	0.740093	-2.263719	0.0252
R-squared	0.092655	Mean dependent var		0.058842
Adjusted R-squared	0.026426	S.D. dependent var		2.810620
S.E. of regression	2.773235	Akaike info criterion		4.949323
Sum squared resid	1053.644	Schwarz criterion		5.172089
Log likelihood	-355.2499	F-statistic		1.399002
Durbin-Watson stat	1.826325	Prob(F-statistic)		0.186930

LAMPIRAN C: OUTPUT REGRESI HIPOTESIS 2

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.735443	Probability	0.769293
Obs*R-squared	13.77424	Probability	0.743685

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1217.319	823.3981	1.952716	0.0530
DCA	17.83212	37.08072	0.480900	0.6314
DCA^2	-41.86938	64.17992	-0.652375	0.5153
NDCA	82.40338	104.5225	0.788379	0.4319
NDCA^2	-643.0657	827.1090	-0.777486	0.4383
DLA	1.421852	29.22634	0.048650	0.9613
DLA^2	-5.955657	22.95244	-0.259478	0.7957
NDLA	84.46933	95.07245	0.888473	0.3759
NDLA^2	1189.886	1624.688	0.732379	0.4653
IR	-16.98194	13.11729	-1.294623	0.1978
IR^2	2.294768	3.505726	0.654577	0.5139
OFF	-0.013546	0.008816	-1.536570	0.1268
OFF^2	1.21E-06	1.02E-06	1.185569	0.2380
LOGAGE	57.41601	81.99288	0.700256	0.4850
LOGAGE^2	-25.50952	33.54638	-0.760425	0.4484
LOGMV2	-210.3100	111.2007	-1.891264	0.0608
LOGMV2^2	8.997233	4.894228	1.838336	0.0683
D_PBK	11.23733	13.62263	0.824902	0.4110
D_PAK	-5.976528	11.90192	-0.502148	0.6164
R-squared	0.093069	Mean dependent var	7.119216	
Adjusted R-squared	-0.033479	S.D. dependent var	40.53730	
S.E. of regression	41.21029	Akaike info criterion	10.39461	
Sum squared resid	219079.2	Schwarz criterion	10.77939	
Log likelihood	-750.2011	F-statistic	0.735443	
Durbin-Watson stat	1.914246	Prob(F-statistic)	0.769293	

LAMPIRAN C: OUTPUT REGRESI HIPOTESIS 2

Estimation Command:

```
=====
LS BHR3 C DCA NDCA DLA NDLA IR OFF LOGAGE LOGMV3 D_PBK D_PAK
```

Estimation Equation:

```
=====
BHR3 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR + C(7)*OFF +
C(8)*LOGAGE + C(9)*LOGMV3 + C(10)*D_PBK + C(11)*D_PAK
```

Substituted Coefficients:

```
=====
BHR3 = 7.070158689 - 0.49805893*DCA + 10.96203145*NDCA - 0.8314024601*DLA +
21.61447277*NDLA - 0.9615917552*IR - 0.001051555074*OFF - 1.934882514*LOGAGE -
0.2090214386*LOGMV3 + 2.17857184*D_PBK - 0.3532875668*D_PAK
```

Dependent Variable: BHR3

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.070159	12.28914	0.575318	0.5660
DCA	-0.498059	3.971840	-0.125398	0.9004
NDCA	10.96203	13.64887	0.803146	0.4233
DLA	-0.831402	2.061328	-0.403333	0.6873
NDLA	21.61447	17.66420	1.223631	0.2232
IR	-0.961592	1.306132	-0.736214	0.4629
OFF	-0.001052	0.000586	-1.795127	0.0748
LOGAGE	-1.934883	2.696301	-0.717606	0.4742
LOGMV3	-0.209021	1.088526	-0.192022	0.8480
D_PBK	2.178572	2.466090	0.883411	0.3786
D_PAK	-0.353288	2.232358	-0.158258	0.8745
R-squared	0.046861	Mean dependent var	0.650802	
Adjusted R-squared	-0.022711	S.D. dependent var	8.309860	
S.E. of regression	8.403693	Akaike info criterion	7.166637	
Sum squared resid	9675.221	Schwarz criterion	7.389403	
Log likelihood	-519.3311	F-statistic	0.673562	
Durbin-Watson stat	2.072718	Prob(F-statistic)	0.747417	

LAMPIRAN C: OUTPUT REGRESI HIPOTESIS 2

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.648302	Probability	0.854844
Obs*R-squared	12.27755	Probability	0.832582

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6978.316	7749.211	0.900519	0.3695
DCA	165.5960	484.2409	0.341970	0.7329
DCA^2	-414.8228	830.0843	-0.499736	0.6181
NDCA	1328.897	1351.673	0.983150	0.3274
NDCA^2	-8625.784	10670.87	-0.808349	0.4204
DLA	17.40398	385.7965	0.045112	0.9641
DLA^2	-56.89752	301.3118	-0.188833	0.8505
NDLA	1487.684	1230.344	1.209161	0.2288
NDLA^2	15613.28	21021.23	0.742739	0.4590
IR	-167.1604	169.3401	-0.987128	0.3254
IR^2	26.36127	45.17091	0.583589	0.5605
OFF	-0.241339	0.111072	-2.172805	0.0316
OFF^2	2.20E-05	1.31E-05	1.681736	0.0950
LOGAGE	310.6232	1034.360	0.300305	0.7644
LOGAGE^2	-180.6852	423.1990	-0.426951	0.6701
LOGMV3	-1187.369	1367.190	-0.868474	0.3867
LOGMV3^2	51.15880	60.00497	0.852576	0.3955
D_PBK	351.4375	171.2343	2.052378	0.0422
D_PAK	-6.685892	153.1399	-0.043659	0.9652
R-squared	0.082956	Mean dependent var	65.37312	
Adjusted R-squared	-0.045003	S.D. dependent var	518.3175	
S.E. of regression	529.8521	Akaike info criterion	15.50243	
Sum squared resid	36215885	Schwarz criterion	15.88721	
Log likelihood	-1128.180	F-statistic	0.648302	
Durbin-Watson stat	2.015079	Prob(F-statistic)	0.854844	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

I. Umur Perusahaan (Kelompok Tua)

Estimation Equation:

$$\text{CAR1} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{LOGAGE}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR1} = -0.1387475778 + 0.1900130446*\text{DCA} - 0.9814186505*\text{NDCA} + 0.2665320022*\text{DLA} - 0.6384515111*\text{NDLA} - 0.1555890622*\text{LOGAGE}$$

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.138748	0.581633	-0.238548	0.8122
DCA	0.190013	0.412953	0.460132	0.6469
NDCA	-0.981419	1.228756	-0.798709	0.4272
DLA	0.266532	0.235299	1.132737	0.2613
NDLA	-0.638452	1.571853	-0.406178	0.6859
LOGAGE	-0.155589	0.418855	-0.371463	0.7114
R-squared	0.033951	Mean dependent var	-0.186405	
Adjusted R-squared	-0.037082	S.D. dependent var	0.632112	
S.E. of regression	0.643726	Akaike info criterion	2.034517	
Sum squared resid	28.17803	Schwarz criterion	2.221333	
Log likelihood	-69.27712	F-statistic	0.477957	
Durbin-Watson stat	2.247206	Prob(F-statistic)	0.791478	

Estimation Equation:

$$\text{BHR1} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{LOGAGE}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BHR1} = -0.2320386189 + 0.1294801945*\text{DCA} - 0.5038867332*\text{NDCA} + 0.2530037161*\text{DLA} - 0.03070311771*\text{NDLA} - 0.1313339221*\text{LOGAGE}$$

Dependent Variable: BHR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.232039	0.581191	-0.399247	0.6910
DCA	0.129480	0.412639	0.313785	0.7546
NDCA	-0.503887	1.227822	-0.410391	0.6828
DLA	0.253004	0.235120	1.076061	0.2857
NDLA	-0.030703	1.570658	-0.019548	0.9845
LOGAGE	-0.131334	0.418537	-0.313793	0.7546
R-squared	0.023539	Mean dependent var	-0.256228	
Adjusted R-squared	-0.048260	S.D. dependent var	0.628255	
S.E. of regression	0.643236	Akaike info criterion	2.032996	
Sum squared resid	28.13520	Schwarz criterion	2.219812	
Log likelihood	-69.22083	F-statistic	0.327844	
Durbin-Watson stat	2.344644	Prob(F-statistic)	0.894503	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

$$\text{CAR2} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{LOGAGE}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR2} = -0.477446751 + 0.1028239487*\text{DCA} - 2.018211831*\text{NDCA} + 0.2362866691*\text{DLA} - 0.3060473518*\text{NDLA} + 0.1538885575*\text{LOGAGE}$$

Dependent Variable: CAR2

Method: Least Squares

Date: 07/04/07 Time: 09:47

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.477447	0.938749	-0.508599	0.6127
DCA	0.102824	0.666502	0.154274	0.8779
NDCA	-2.018212	1.983199	-1.017655	0.3124
DLA	0.236287	0.379770	0.622183	0.5359
NDLA	-0.306047	2.536954	-0.120636	0.9043
LOGAGE	0.153889	0.676027	0.227637	0.8206
R-squared	0.033255	Mean dependent var	-0.178539	
Adjusted R-squared	-0.037829	S.D. dependent var	1.019855	
S.E. of regression	1.038966	Akaike info criterion	2.991934	
Sum squared resid	73.40264	Schwarz criterion	3.178750	
Log likelihood	-104.7016	F-statistic	0.467832	
Durbin-Watson stat	2.227346	Prob(F-statistic)	0.798897	

Estimation Equation:

$$\text{BHR2} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{LOGAGE}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BHR2} = -1.005622784 + 0.1795472786*\text{DCA} - 2.635432356*\text{NDCA} + 0.4084848277*\text{DLA} - 1.355707407*\text{NDLA} + 0.4892971311*\text{LOGAGE}$$

Dependent Variable: BHR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.005623	1.901969	-0.528727	0.5987
DCA	0.179547	1.350378	0.132961	0.8946
NDCA	-2.635432	4.018096	-0.655891	0.5141
DLA	0.408485	0.769440	0.530886	0.5972
NDLA	-1.355707	5.140040	-0.263754	0.7928
LOGAGE	0.489297	1.369677	0.357235	0.7220
R-squared	0.013814	Mean dependent var	-0.136925	
Adjusted R-squared	-0.058700	S.D. dependent var	2.045827	
S.E. of regression	2.105016	Akaike info criterion	4.404128	
Sum squared resid	301.3142	Schwarz criterion	4.590944	
Log likelihood	-156.9527	F-statistic	0.190503	
Durbin-Watson stat	2.210545	Prob(F-statistic)	0.965217	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

$$\text{CAR3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{LOGAGE}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR3} = -0.5602387238 + 0.2019318489*\text{DCA} - 3.471419453*\text{NDCA} + 0.1427859243*\text{DLA} - 3.496223197*\text{NDLA} + 0.3206050272*\text{LOGAGE}$$

Dependent Variable: CAR3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.560239	1.111319	-0.504120	0.6158
DCA	0.201932	0.789025	0.255926	0.7988
NDCA	-3.471419	2.347772	-1.478602	0.1439
DLA	0.142786	0.449584	0.317596	0.7518
NDLA	-3.496223	3.003323	-1.164118	0.2484
LOGAGE	0.320605	0.800302	0.400605	0.6900
R-squared	0.037047	Mean dependent var	-0.073566	
Adjusted R-squared	-0.033759	S.D. dependent var	1.209710	
S.E. of regression	1.229960	Akaike info criterion	3.329445	
Sum squared resid	102.8705	Schwarz criterion	3.516261	
Log likelihood	-117.1895	F-statistic	0.523219	
Durbin-Watson stat	2.140284	Prob(F-statistic)	0.757868	

Estimation Equation:

$$\text{BHR3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{LOGAGE}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BHR3} = -1.968179396 + 0.2713419664*\text{DCA} - 2.67726096*\text{NDCA} + 0.3228623285*\text{DLA} - 1.724711424*\text{NDLA} + 0.9704179894*\text{LOGAGE}$$

Dependent Variable: BHR3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.968179	1.214422	-1.620671	0.1097
DCA	0.271342	0.882227	0.314699	0.7540
NDCA	-2.677261	2.565587	-1.043528	0.3004
DLA	0.322862	0.491294	0.657168	0.5133
NDLA	-1.724711	3.281957	-0.525513	0.6009
LOGAGE	0.970418	0.874550	1.109620	0.2711
R-squared	0.045713	Mean dependent var	-0.481226	
Adjusted R-squared	-0.024456	S.D. dependent var	1.327930	
S.E. of regression	1.344069	Akaike info criterion	3.506886	
Sum squared resid	122.8436	Schwarz criterion	3.693702	
Log likelihood	-123.7548	F-statistic	0.651472	
Durbin-Watson stat	1.905358	Prob(F-statistic)	0.661341	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

2. Umur Perusahaan (Kelompok Muda)

Estimation Equation:

=====

$$\text{CAR1} = \text{C}(1) + \text{C}(2)*\text{DCA} + \text{C}(3)*\text{NDCA} + \text{C}(4)*\text{DLA} + \text{C}(5)*\text{NDLA} + \text{C}(6)*\text{LOGAGE}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{CAR1} = 0.456536484 + 0.3387077537*\text{DCA} + 0.4949980332*\text{NDCA} - 0.5915240735*\text{DLA} + 2.129528647*\text{NDLA} - 0.3213544737*\text{LOGAGE}$$

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.456536	0.643950	0.708962	0.4808
DCA	0.338708	0.625813	0.541228	0.5901
NDCA	0.494998	2.790577	0.177382	0.8597
DLA	-0.591524	0.293434	-2.015866	0.0478
NDLA	2.129529	3.693994	0.576484	0.5662
LOGAGE	-0.321354	0.651912	-0.492941	0.6236
R-squared	0.099822	Mean dependent var	-0.144457	
Adjusted R-squared	0.033633	S.D. dependent var	0.913327	
S.E. of regression	0.897837	Akaike info criterion	2.699948	
Sum squared resid	54.81554	Schwarz criterion	2.886764	
Log likelihood	-93.89807	F-statistic	1.508130	
Durbin-Watson stat	2.158687	Prob(F-statistic)	0.198850	

Estimation Equation:

=====

$$\text{BHR1} = \text{C}(1) + \text{C}(2)*\text{DCA} + \text{C}(3)*\text{NDCA} + \text{C}(4)*\text{DLA} + \text{C}(5)*\text{NDLA} + \text{C}(6)*\text{LOGAGE}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{BHR1} = 0.9298274366 + 0.2907388376*\text{DCA} + 1.161002997*\text{NDCA} - 1.165940821*\text{DLA} + 3.528806997*\text{NDLA} - 0.3062791749*\text{LOGAGE}$$

Dependent Variable: BHR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.929827	1.326201	0.701121	0.4856
DCA	0.290739	1.288848	0.225580	0.8222
NDCA	1.161003	5.747128	0.202014	0.8405
DLA	-1.165941	0.604321	-1.929340	0.0579
NDLA	3.528807	7.607696	0.463847	0.6442
LOGAGE	-0.306279	1.342598	-0.228124	0.8202
R-squared	0.074917	Mean dependent var	0.034936	
Adjusted R-squared	0.006897	S.D. dependent var	1.855483	
S.E. of regression	1.849074	Akaike info criterion	4.144852	
Sum squared resid	232.4971	Schwarz criterion	4.331668	
Log likelihood	-147.3595	F-statistic	1.101390	
Durbin-Watson stat	2.063047	Prob(F-statistic)	0.367873	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

=====

$$\text{CAR2} = \text{C}(1) + \text{C}(2)*\text{DCA} + \text{C}(3)*\text{NDCA} + \text{C}(4)*\text{DLA} + \text{C}(5)*\text{NDLA} + \text{C}(6)*\text{LOGAGE}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{CAR2} = -0.1609171439 - 0.2418758924*\text{DCA} + 5.09144376*\text{NDCA} - 0.1287460137*\text{DLA} + 15.37280503*\text{NDLA} + 0.5470377333*\text{LOGAGE}$$

Dependent Variable: CAR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.160917	0.923905	-0.174171	0.8622
DCA	-0.241876	1.044430	-0.231586	0.8176
NDCA	5.091444	3.989690	1.276150	0.2062
DLA	-0.128746	0.422650	-0.304616	0.7616
NDLA	15.37281	5.343734	2.876791	0.0054
LOGAGE	0.547038	0.929839	0.588314	0.5583
R-squared	0.146019	Mean dependent var	0.182633	
Adjusted R-squared	0.083226	S.D. dependent var	1.334514	
S.E. of regression	1.277774	Akaike info criterion	3.405721	
Sum squared resid	111.0240	Schwarz criterion	3.592537	
Log likelihood	-120.0117	F-statistic	2.325416	
Durbin-Watson stat	2.303683	Prob(F-statistic)	0.052074	

Estimation Equation:

=====

$$\text{BHR2} = \text{C}(1) + \text{C}(2)*\text{DCA} + \text{C}(3)*\text{NDCA} + \text{C}(4)*\text{DLA} + \text{C}(5)*\text{LOGAGE}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{BHR2} = -0.8259371693 - 0.01007669579*\text{DCA} - 2.878758439*\text{NDCA} - 0.6982717601*\text{DLA} + 1.672653568*\text{LOGAGE}$$

Dependent Variable: BHR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.825937	2.489670	-0.331746	0.7411
DCA	-0.010077	2.411949	-0.004178	0.9967
NDCA	-2.878758	5.016437	-0.573865	0.5679
DLA	-0.698272	1.118981	-0.624025	0.5347
LOGAGE	1.672654	2.522777	0.663021	0.5095
R-squared	0.020085	Mean dependent var	0.254609	
Adjusted R-squared	-0.036722	S.D. dependent var	3.412371	
S.E. of regression	3.474460	Akaike info criterion	5.393932	
Sum squared resid	832.9591	Schwarz criterion	5.549612	
Log likelihood	-194.5755	F-statistic	0.353568	
Durbin-Watson stat	2.108704	Prob(F-statistic)	0.840697	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

=====

$$\text{CAR3} = \text{C}(1) + \text{C}(2)*\text{DCA} + \text{C}(3)*\text{NDCA} + \text{C}(4)*\text{DLA} + \text{C}(5)*\text{LOGAGE}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{CAR3} = -1.007839063 - 0.2954268606*\text{DCA} - 3.140514423*\text{NDCA} - 0.1929827486*\text{DLA} + 1.831546936*\text{LOGAGE}$$

Dependent Variable: CAR3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.007839	1.618451	-0.622718	0.5355
DCA	-0.295427	1.567928	-0.188419	0.8511
NDCA	-3.140514	3.261018	-0.963047	0.3389
DLA	-0.192983	0.727412	-0.265301	0.7916
LOGAGE	1.831547	1.639973	1.116815	0.2679
R-squared	0.033181	Mean dependent var	0.448117	
Adjusted R-squared	-0.022867	S.D. dependent var	2.233241	
S.E. of regression	2.258630	Akaike info criterion	4.532570	
Sum squared resid	351.9973	Schwarz criterion	4.688251	
Log likelihood	-162.7051	F-statistic	0.592013	
Durbin-Watson stat	2.256759	Prob(F-statistic)	0.669554	

Estimation Equation:

=====

$$\text{BHR3} = \text{C}(1) + \text{C}(2)*\text{DCA} + \text{C}(3)*\text{NDCA} + \text{C}(4)*\text{DLA} + \text{C}(5)*\text{NDLA} + \text{C}(6)*\text{LOGAGE}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{BHR3} = -5.800528143 - 1.481640216*\text{DCA} + 67.12956326*\text{NDCA} - 0.1322834028*\text{DLA} + 108.968409*\text{NDLA} + 8.44620926*\text{LOGAGE}$$

Dependent Variable: BHR3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.800528	8.222055	-0.705484	0.4829
DCA	-1.481640	7.990479	-0.185426	0.8534
NDCA	67.12956	35.63050	1.884048	0.0638
DLA	-0.132283	3.746612	-0.035307	0.9719
NDLA	108.9684	47.16547	2.310343	0.0239
LOGAGE	8.446209	8.323710	1.014717	0.3138
R-squared	0.091144	Mean dependent var	1.782829	
Adjusted R-squared	0.024317	S.D. dependent var	11.60569	
S.E. of regression	11.46371	Akaike info criterion	7.793855	
Sum squared resid	8936.338	Schwarz criterion	7.980671	
Log likelihood	-282.3726	F-statistic	1.363873	
Durbin-Watson stat	2.009298	Prob(F-statistic)	0.248844	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

3. Initial Return (Kelompok Besar)

Estimation Equation:

$$CAR1 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR$$

Substituted Coefficients:

$$CAR1 = 0.3633238422 - 0.05635790885*DCA - 0.3609138534*NDCA - 0.6065504008*DLA + 1.272439172*NDLA - 0.4254644648*IR$$

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.363324	0.194326	1.869664	0.0658
DCA	-0.056358	0.732094	-0.076982	0.9389
NDCA	-0.360914	2.348969	-0.153648	0.8783
DLA	-0.606550	0.266980	-2.271893	0.0263
NDLA	1.272439	3.209408	0.396472	0.6930
IR	-0.425464	0.121188	-3.510788	0.0008
R-squared	0.217411	Mean dependent var	-0.262002	
Adjusted R-squared	0.159867	S.D. dependent var	0.815638	
S.E. of regression	0.747604	Akaike info criterion	2.333717	
Sum squared resid	38.00597	Schwarz criterion	2.520534	
Log likelihood	-80.34755	F-statistic	3.778206	
Durbin-Watson stat	1.945179	Prob(F-statistic)	0.004449	

Estimation Equation:

$$BHR1 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR$$

Substituted Coefficients:

$$BHR1 = 0.2320040015 - 0.0494291237*DCA + 0.3299397573*NDCA - 0.6629978984*DLA + 2.383928137*NDLA - 0.1565085093*IR$$

Dependent Variable: BHR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.232004	0.185904	1.247976	0.2163
DCA	-0.049429	0.700367	-0.070576	0.9439
NDCA	0.329940	2.247171	0.146825	0.8837
DLA	-0.662998	0.255410	-2.595818	0.0116
NDLA	2.383928	3.070321	0.776443	0.4402
IR	-0.156509	0.115936	-1.349959	0.1815
R-squared	0.152478	Mean dependent var	-0.251221	
Adjusted R-squared	0.090160	S.D. dependent var	0.749804	
S.E. of regression	0.715205	Akaike info criterion	2.245109	
Sum squared resid	34.78320	Schwarz criterion	2.431925	
Log likelihood	-77.06902	F-statistic	2.446785	
Durbin-Watson stat	2.081480	Prob(F-statistic)	0.042444	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

$$\text{CAR2} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{IR}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR2} = 0.05230949998 - 0.0623365961*\text{DCA} + 4.331172643*\text{NDCA} - 0.3620815693*\text{DLA} + 10.4015253*\text{NDLA} + 0.006581029687*\text{IR}$$

Dependent Variable: CAR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.052309	0.279709	0.187014	0.8522
DCA	-0.062337	1.050394	-0.059346	0.9529
NDCA	4.331173	3.376022	1.282922	0.2039
DLA	-0.362082	0.363705	-0.995538	0.3230
NDLA	10.40153	4.276480	2.432263	0.0176
IR	0.006581	0.214613	0.030665	0.9756
R-squared	0.117398	Mean dependent var	-0.139953	
Adjusted R-squared	0.052501	S.D. dependent var	1.040127	
S.E. of regression	1.012455	Akaike info criterion	2.940237	
Sum squared resid	69.70439	Schwarz criterion	3.127054	
Log likelihood	-102.7888	F-statistic	1.808992	
Durbin-Watson stat	2.170274	Prob(F-statistic)	0.122718	

Estimation Equation:

$$\text{BHR2} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{IR}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BHR2} = 0.7251564806 - 0.1537834712*\text{DCA} + 9.8997621*\text{NDCA} - 1.330692047*\text{DLA} + 16.45899741*\text{NDLA} - 0.2829651268*\text{IR}$$

Dependent Variable: BHR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.725156	0.608603	1.191509	0.2376
DCA	-0.153783	2.292824	-0.067072	0.9467
NDCA	9.899762	7.356671	1.345685	0.1829
DLA	-1.330692	0.836148	-1.591455	0.1161
NDLA	16.45900	10.05146	1.637474	0.1062
IR	-0.282965	0.379545	-0.745539	0.4585
R-squared	0.097261	Mean dependent var	-0.131743	
Adjusted R-squared	0.030883	S.D. dependent var	2.378414	
S.E. of regression	2.341400	Akaike info criterion	4.616980	
Sum squared resid	372.7864	Schwarz criterion	4.803796	
Log likelihood	-164.8283	F-statistic	1.465258	
Durbin-Watson stat	2.199949	Prob(F-statistic)	0.212678	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

$$\text{CAR3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{IR}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR3} = 0.1978709996 - 0.1786419383*\text{DCA} - 0.9113549798*\text{NDCA} - 0.3687190004*\text{DLA} + 0.3143154307*\text{IR}$$

Dependent Variable: CAR3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.197871	0.502746	0.393581	0.6951
DCA	-0.178642	1.772449	-0.100788	0.9200
NDCA	-0.911355	3.101337	-0.293859	0.7697
DLA	-0.368719	0.692521	-0.532430	0.5961
IR	0.314315	0.308872	1.017624	0.3124
R-squared	0.024786	Mean dependent var		0.157974
Adjusted R-squared	-0.031748	S.D. dependent var		1.921937
S.E. of regression	1.952207	Akaike info criterion		4.240975
Sum squared resid	262.9668	Schwarz criterion		4.396655
Log likelihood	-151.9161	F-statistic		0.438428
Durbin-Watson stat	2.231191	Prob(F-statistic)		0.780401

Estimation Equation:

$$\text{BHR3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{IR}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BHR3} = 2.306028116 - 0.3543576678*\text{DCA} + 22.49659434*\text{NDCA} - 3.353446404*\text{DLA} + 33.02394143*\text{NDLA} - 0.317977975*\text{IR}$$

Dependent Variable: BHR3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.306028	1.857646	1.241371	0.2187
DCA	-0.354358	6.998410	-0.050634	0.9598
NDCA	22.49659	22.45484	1.001860	0.3200
DLA	-3.353446	2.552182	-1.313952	0.1933
NDLA	33.02394	30.68016	1.076394	0.2856
IR	-0.317978	1.158487	-0.274477	0.7846
R-squared	0.046717	Mean dependent var		0.452206
Adjusted R-squared	-0.021230	S.D. dependent var		7.072002
S.E. of regression	7.146677	Akaike info criterion		6.848777
Sum squared resid	3473.100	Schwarz criterion		7.035593
Log likelihood	-247.4047	F-statistic		0.696484
Durbin-Watson stat	2.116761	Prob(F-statistic)		0.627908

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

4. Initial Return (Kelompok Kecil)

Estimation Equation:

$$CAR1 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR$$

Substituted Coefficients:

$$CAR1 = -0.1002998008 + 0.4337776818*DCA - 1.136656214*NDCA - 0.03203911679*DLA - 1.098281067*NDLA - 0.8386180308*IR$$

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.100300	0.168465	-0.595376	0.5536
DCA	0.433778	0.424279	1.022387	0.3102
NDCA	-1.136656	1.424801	-0.797765	0.4278
DLA	-0.032039	0.247977	-0.129202	0.8976
NDLA	-1.098281	1.875104	-0.585717	0.5600
IR	-0.838618	1.176801	-0.712625	0.4785
R-squared	0.029655	Mean dependent var	-0.068860	
Adjusted R-squared	-0.041684	S.D. dependent var	0.741924	
S.E. of regression	0.757233	Akaike info criterion	2.359313	
Sum squared resid	38.99130	Schwarz criterion	2.546129	
Log likelihood	-81.29457	F-statistic	0.415636	
Durbin-Watson stat	2.216908	Prob(F-statistic)	0.836314	

Estimation Equation:

$$BHR1 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR$$

Substituted Coefficients:

$$BHR1 = 0.2917546723 + 0.405679317*DCA - 0.2853760288*NDCA - 0.6091625154*DLA - 1.044242296*NDLA - 2.826127295*IR$$

Dependent Variable: BHR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.291755	0.411068	0.709748	0.4803
DCA	0.405679	1.035277	0.391856	0.6964
NDCA	-0.285376	3.476634	-0.082084	0.9348
DLA	-0.609163	0.605084	-1.006740	0.3176
NDLA	-1.044242	4.575413	-0.228229	0.8202
IR	-2.826127	2.871493	-0.984201	0.3285
R-squared	0.029901	Mean dependent var	0.029929	
Adjusted R-squared	-0.041430	S.D. dependent var	1.810586	
S.E. of regression	1.847712	Akaike info criterion	4.143378	
Sum squared resid	232.1547	Schwarz criterion	4.330194	
Log likelihood	-147.3050	F-statistic	0.419184	
Durbin-Watson stat	2.113349	Prob(F-statistic)	0.833823	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

$$CAR2 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR$$

Substituted Coefficients:

$$CAR2 = 0.1664218737 - 0.2788944538*DCA - 1.864249309*NDCA + 0.101248448*DLA + 0.5193385047*NDLA - 2.698929206*IR$$

Dependent Variable: CAR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.166422	0.289903	0.574061	0.5678
DCA	-0.278894	0.730121	-0.381984	0.7037
NDCA	-1.864249	2.451870	-0.760338	0.4497
DLA	0.101248	0.426731	0.237265	0.8132
NDLA	0.519339	3.226776	0.160947	0.8726
IR	-2.698929	2.025099	-1.332739	0.1871
R-squared	0.067508	Mean dependent var		0.133516
Adjusted R-squared	-0.001057	S.D. dependent var		1.302396
S.E. of regression	1.303085	Akaike info criterion		3.444951
Sum squared resid	115.4661	Schwarz criterion		3.631767
Log likelihood	-121.4632	F-statistic		0.984578
Durbin-Watson stat	1.610231	Prob(F-statistic)		0.433680

Estimation Equation:

$$BHR2 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR$$

Substituted Coefficients:

$$BHR2 = -0.05591939371 - 0.5652919648*DCA - 0.05151237021*NDCA + 0.779793731*DLA + 4.694345279*NDLA - 2.438321825*IR$$

Dependent Variable: BHR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.055919	0.727858	-0.076827	0.9390
DCA	-0.565292	1.833112	-0.308378	0.7587
NDCA	-0.051512	6.155899	-0.008368	0.9933
DLA	0.779794	1.071392	0.727832	0.4692
NDLA	4.694345	8.101451	0.579445	0.5642
IR	-2.438322	5.084407	-0.479569	0.6331
R-squared	0.020274	Mean dependent var		0.249427
Adjusted R-squared	-0.051764	S.D. dependent var		3.190124
S.E. of regression	3.271649	Akaike info criterion		5.286070
Sum squared resid	727.8508	Schwarz criterion		5.472886
Log likelihood	-189.5846	F-statistic		0.261437
Durbin-Watson stat	2.224413	Prob(F-statistic)		0.921755

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

$$\text{CAR3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{IR}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR3} = 0.1561018257 - 0.05321814361*\text{DCA} - 2.625430604*\text{NDCA} + 0.205729484*\text{DLA} - 0.7057004282*\text{NDLA} - 2.734822341*\text{IR}$$

Dependent Variable: CAR3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.156102	0.384972	0.405489	0.6864
DCA	-0.053218	0.969553	-0.054889	0.9564
NDCA	-2.625431	3.255923	-0.806355	0.4228
DLA	0.205729	0.566671	0.363049	0.7177
NDLA	-0.705700	4.284946	-0.164693	0.8697
IR	-2.734822	2.689199	-1.016966	0.3128
R-squared	0.035909	Mean dependent var		0.216577
Adjusted R-squared	-0.034980	S.D. dependent var		1.700918
S.E. of regression	1.730411	Akaike info criterion		4.012200
Sum squared resid	203.6140	Schwarz criterion		4.199016
Log likelihood	-142.4514	F-statistic		0.506555
Durbin-Watson stat	1.731962	Prob(F-statistic)		0.770312

Estimation Equation:

$$\text{BHR3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{IR}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BHR3} = 0.1571403009 - 1.128898476*\text{DCA} + 9.796834334*\text{NDCA} + 1.399045812*\text{DLA} + 22.86007572*\text{NDLA} - 13.01607543*\text{IR}$$

Dependent Variable: BHR3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.157140	2.142239	0.073353	0.9417
DCA	-1.128896	5.395239	-0.209239	0.8349
NDCA	9.796834	18.11812	0.540720	0.5905
DLA	1.399046	3.153334	0.443672	0.6587
NDLA	22.86008	23.84429	0.958723	0.3411
IR	-13.01608	14.96449	-0.869798	0.3875
R-squared	0.029118	Mean dependent var		0.849397
Adjusted R-squared	-0.042270	S.D. dependent var		9.431877
S.E. of regression	9.629159	Akaike info criterion		7.445074
Sum squared resid	6305.007	Schwarz criterion		7.631890
Log likelihood	-269.4677	F-statistic		0.407882
Durbin-Watson stat	2.185196	Prob(F-statistic)		0.841726

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

5. Harga Penawaran Perdana (Kelompok Besar)

Estimation Equation:

=====

$$\text{CAR1} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{OFF}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{CAR1} = 0.3546143659 + 0.4729644823*\text{DCA} - 0.2981979815*\text{NDCA} - 0.2249356925*\text{DLA} - 0.3965660615*\text{NDLA} - 0.000153616678*\text{OFF}$$

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.354614	0.183504	1.932463	0.0575
DCA	0.472964	0.313271	1.509762	0.1357
NDCA	-0.298198	1.052240	-0.283394	0.7777
DLA	-0.224936	0.194988	-1.153589	0.2527
NDLA	-0.396566	1.328397	-0.298530	0.7662
OFF	-0.000154	3.77E-05	-4.070648	0.0001
R-squared	0.218490	Mean dependent var	-0.184243	
Adjusted R-squared	0.161026	S.D. dependent var	0.597381	
S.E. of regression	0.547174	Akaike info criterion	1.709505	
Sum squared resid	20.35915	Schwarz criterion	1.896321	
Log likelihood	-57.25167	F-statistic	3.802207	
Durbin-Watson stat	1.911330	Prob(F-statistic)	0.004272	

Estimation Equation:

=====

$$\text{BHR1} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{OFF}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{BHR1} = 0.1780568674 + 0.4339222407*\text{DCA} + 0.2485693849*\text{NDCA} - 0.1811823892*\text{DLA} + 0.2220753169*\text{NDLA} - 0.0001394906952*\text{OFF}$$

Dependent Variable: BHR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.178057	0.172238	1.033784	0.3049
DCA	0.433922	0.294038	1.475734	0.1446
NDCA	0.248569	0.987639	0.251680	0.8020
DLA	-0.181182	0.183017	-0.989977	0.3257
NDLA	0.222075	1.246843	0.178110	0.8592
OFF	-0.000139	3.54E-05	-3.938099	0.0002
R-squared	0.207157	Mean dependent var	-0.287264	
Adjusted R-squared	0.148859	S.D. dependent var	0.556684	
S.E. of regression	0.513581	Akaike info criterion	1.582788	
Sum squared resid	17.93606	Schwarz criterion	1.769604	
Log likelihood	-52.56314	F-statistic	3.553449	
Durbin-Watson stat	1.841394	Prob(F-statistic)	0.006501	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

=====

$$\text{CAR2} = \text{C}(1) + \text{C}(2)*\text{DCA} + \text{C}(3)*\text{NDCA} + \text{C}(4)*\text{DLA} + \text{C}(5)*\text{OFF}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{CAR2} = 1.340215565 + 0.03948273736*\text{DCA} - 1.567621125*\text{NDCA} - 0.3441759849*\text{DLA} - 0.0003686082112*\text{OFF}$$

Dependent Variable: CAR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.340216	0.364877	3.673065	0.0005
DCA	0.039483	0.632203	0.062453	0.9504
NDCA	-1.567621	1.317047	-1.190255	0.2380
DLA	-0.344176	0.387508	-0.888177	0.3775
OFF	-0.000369	7.62E-05	-4.839825	0.0000
R-squared	0.274062	Mean dependent var	-0.030362	
Adjusted R-squared	0.231978	S.D. dependent var	1.261301	
S.E. of regression	1.105364	Akaike info criterion	3.103403	
Sum squared resid	84.30624	Schwarz criterion	3.259083	
Log likelihood	-109.8259	F-statistic	6.512355	
Durbin-Watson stat	1.495524	Prob(F-statistic)	0.000166	

Estimation Equation:

=====

$$\text{BHR2} = \text{C}(1) + \text{C}(2)*\text{DCA} + \text{C}(3)*\text{NDCA} + \text{C}(4)*\text{DLA} + \text{C}(5)*\text{NDLA} + \text{C}(6)*\text{OFF}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{BHR2} = 2.407301128 - 0.1219120226*\text{DCA} - 0.2946943233*\text{NDCA} - 0.2598773346*\text{DLA} + 2.563333946*\text{NDLA} - 0.0006409557111*\text{OFF}$$

Dependent Variable: BHR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.407301	1.030055	2.337060	0.0224
DCA	-0.121912	1.758472	-0.069328	0.9449
NDCA	-0.294694	5.906498	-0.049893	0.9604
DLA	-0.259877	1.094517	-0.237436	0.8130
NDLA	2.563334	7.456644	0.343765	0.7321
OFF	-0.000641	0.000212	-3.025783	0.0035
R-squared	0.126233	Mean dependent var	0.247766	
Adjusted R-squared	0.061986	S.D. dependent var	3.171291	
S.E. of regression	3.071431	Akaike info criterion	5.159769	
Sum squared resid	641.4910	Schwarz criterion	5.346585	
Log likelihood	-184.9115	F-statistic	1.964796	
Durbin-Watson stat	1.325977	Prob(F-statistic)	0.095027	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

$$\text{CAR3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{OFF}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR3} = 1.464292169 + 0.1109648985*\text{DCA} - 2.419012897*\text{NDCA} + 0.006400306806*\text{DLA} - 1.404601915*\text{NDLA} - 0.0004766494945*\text{OFF}$$

Dependent Variable: CAR3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.464292	0.473096	3.095129	0.0029
DCA	0.110965	0.807652	0.137392	0.8911
NDCA	-2.419013	2.712805	-0.891702	0.3757
DLA	0.006400	0.502703	0.012732	0.9899
NDLA	-1.404602	3.424775	-0.410130	0.6830
OFF	-0.000477	9.73E-05	-4.899145	0.0000
R-squared	0.273346	Mean dependent var	-0.023579	
Adjusted R-squared	0.219916	S.D. dependent var	1.597197	
S.E. of regression	1.410683	Akaike info criterion	3.603630	
Sum squared resid	135.3218	Schwarz criterion	3.790446	
Log likelihood	-127.3343	F-statistic	5.115923	
Durbin-Watson stat	1.292139	Prob(F-statistic)	0.000485	

Estimation Equation:

$$\text{BH3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{OFF}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BH3} = 3.54543933 - 0.9240842612*\text{DCA} + 7.286299024*\text{NDCA} + 0.5299684223*\text{DLA} + 17.54737087*\text{NDLA} - 0.000984338211*\text{OFF}$$

Dependent Variable: BH3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.545439	3.178238	1.115536	0.2685
DCA	-0.924084	5.425769	-0.170314	0.8653
NDCA	7.286299	18.22451	0.399808	0.6906
DLA	0.529968	3.377135	0.156928	0.8758
NDLA	17.54737	23.00749	0.762681	0.4483
OFF	-0.000984	0.000654	-1.506011	0.1367
R-squared	0.044127	Mean dependent var	0.741700	
Adjusted R-squared	-0.026158	S.D. dependent var	9.355340	
S.E. of regression	9.476909	Akaike info criterion	7.413198	
Sum squared resid	6107.202	Schwarz criterion	7.600014	
Log likelihood	-268.2883	F-statistic	0.627828	
Durbin-Watson stat	1.024532	Prob(F-statistic)	0.679073	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

6. Harga Penawaran (Kelompok Kecil)

Estimation Equation:

$$\text{CAR1} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{OFF}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR1} = -0.2133507717 + 0.4775557493*\text{DCA} - 2.098870343*\text{NDCA} - 0.4643822351*\text{DLA} - 2.519905226*\text{NDLA} + 0.0007272556965*\text{OFF}$$

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.213351	0.245135	-0.870339	0.3872
DCA	0.477556	0.774859	0.616313	0.5397
NDCA	-2.098870	2.805499	-0.748127	0.4570
DLA	-0.464382	0.318835	-1.456495	0.1499
NDLA	-2.519905	3.871717	-0.650850	0.5173
OFF	0.000727	0.000455	1.598973	0.1145
R-squared	0.068095	Mean dependent var	-0.133976	
Adjusted R-squared	-0.000427	S.D. dependent var	0.926271	
S.E. of regression	0.926468	Akaike info criterion	2.762731	
Sum squared resid	58.36738	Schwarz criterion	2.949547	
Log likelihood	-96.22106	F-statistic	0.993764	
Durbin-Watson stat	1.728022	Prob(F-statistic)	0.428213	

Estimation Equation:

$$\text{BHR1} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{OFF}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BHR1} = 0.1029820667 + 0.7289807636*\text{DCA} - 2.190794637*\text{NDCA} - 1.259317394*\text{DLA} - 2.823587279*\text{NDLA} + 0.00143566646*\text{OFF}$$

Dependent Variable: BHR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.102982	0.490471	0.209966	0.8343
DCA	0.728981	1.550351	0.470204	0.6397
NDCA	-2.190795	5.613293	-0.390287	0.6975
DLA	-1.259317	0.637932	-1.974063	0.0524
NDLA	-2.823587	7.746601	-0.364494	0.7166
OFF	0.001436	0.000910	1.577611	0.1193
R-squared	0.063524	Mean dependent var	0.074428	
Adjusted R-squared	0.016136	S.D. dependent var	1.868834	
S.E. of regression	1.853695	Akaike info criterion	4.149844	
Sum squared resid	233.6606	Schwarz criterion	4.336660	
Log likelihood	-147.5442	F-statistic	1.239451	
Durbin-Watson stat	1.849281	Prob(F-statistic)	0.300453	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

$$\text{CAR2} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{OFF}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR2} = 0.06069704749 - 0.1311749047*\text{DCA} + 3.165442012*\text{NDCA} + 0.03040342317*\text{DLA} + 9.893657434*\text{NDLA} + 0.0002187138332*\text{OFF}$$

Dependent Variable: CAR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.060697	0.318862	0.190355	0.8496
DCA	-0.131175	1.222279	-0.107320	0.9149
NDCA	3.165442	3.638463	0.869994	0.3874
DLA	0.030403	0.419490	0.072477	0.9424
NDLA	9.893657	5.098810	1.940386	0.0565
OFF	0.000219	0.000585	0.373625	0.7098
R-squared	0.080385	Mean dependent var		0.100952
Adjusted R-squared	0.012766	S.D. dependent var		1.200708
S.E. of regression	1.193019	Akaike info criterion		3.268457
Sum squared resid	96.78409	Schwarz criterion		3.455273
Log likelihood	-114.9329	F-statistic		1.188797
Durbin-Watson stat	1.757822	Prob(F-statistic)		0.323908

Estimation Equation:

$$\text{BHR2} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{OFF}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BHR2} = -0.3332248087 - 1.357111557*\text{DCA} + 18.25008994*\text{NDCA} + 0.02706169953*\text{DLA} + 30.66941184*\text{NDLA} + 0.001492073417*\text{OFF}$$

Dependent Variable: BHR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.333225	0.896356	-0.371755	0.7112
DCA	-1.357112	2.833331	-0.478981	0.6335
NDCA	18.25009	10.25853	1.779016	0.0797
DLA	0.027062	1.165847	0.023212	0.9815
NDLA	30.66941	14.15724	2.166341	0.0338
OFF	0.001492	0.001663	0.897159	0.3728
R-squared	0.093387	Mean dependent var		0.167470
Adjusted R-squared	0.026724	S.D. dependent var		3.433900
S.E. of regression	3.387705	Akaike info criterion		5.355787
Sum squared resid	780.4052	Schwarz criterion		5.542603
Log likelihood	-192.1641	F-statistic		1.400888
Durbin-Watson stat	0.989891	Prob(F-statistic)		0.235055

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

=====

$$\text{CAR3} = \text{C}(1) + \text{C}(2)*\text{DCA} + \text{C}(3)*\text{NDCA} + \text{C}(4)*\text{DLA} + \text{C}(5)*\text{NDLA} + \text{C}(6)*\text{OFF}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{CAR3} = 0.4942259837 - 0.4937951374*\text{DCA} + 4.633493509*\text{NDCA} - 0.1365806599*\text{DLA} + 15.23210952*\text{NDLA} + 0.0002616462579*\text{OFF}$$

Dependent Variable: CAR3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.494226	0.438740	1.126466	0.2639
DCA	-0.493795	1.681804	-0.293610	0.7699
NDCA	4.633494	5.006369	0.925520	0.3580
DLA	-0.136581	0.577200	-0.236626	0.8137
NDLA	15.23211	7.015743	2.171133	0.0334
OFF	0.000262	0.000805	0.324840	0.7463
R-squared	0.102732	Mean dependent var	0.399550	
Adjusted R-squared	0.036756	S.D. dependent var	1.672570	
S.E. of regression	1.641543	Akaike info criterion	3.906756	
Sum squared resid	183.2372	Schwarz criterion	4.093572	
Log likelihood	-138.5500	F-statistic	1.557123	
Durbin-Watson stat	1.694739	Prob(F-statistic)	0.184047	

Estimation Equation:

=====

$$\text{BH3} = \text{C}(1) + \text{C}(2)*\text{DCA} + \text{C}(3)*\text{NDCA} + \text{C}(4)*\text{DLA} + \text{C}(5)*\text{NDLA} + \text{C}(6)*\text{OFF}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{BH3} = 0.8262204068 - 3.9354251*\text{DCA} + 61.5822736*\text{NDCA} - 0.5411437874*\text{DLA} + 98.61576073*\text{NDLA} + 0.00350549492*\text{OFF}$$

Dependent Variable: BH3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.826220	3.067935	0.269308	0.7885
DCA	-3.935425	9.697566	-0.405816	0.6862
NDCA	61.58227	35.11158	1.753902	0.0840
DLA	-0.541144	3.990313	-0.135614	0.8925
NDLA	98.61576	48.46559	2.035178	0.0457
OFF	0.003505	0.005692	0.615833	0.5401
R-squared	0.078094	Mean dependent var	1.658455	
Adjusted R-squared	0.010306	S.D. dependent var	11.65522	
S.E. of regression	11.59501	Akaike info criterion	7.816631	
Sum squared resid	9142.204	Schwarz criterion	8.003447	
Log likelihood	-283.2153	F-statistic	1.152040	
Durbin-Watson stat	0.992252	Prob(F-statistic)	0.341851	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

7. Perubahan Net Income (Kelompok Besar)

Estimation Equation:

$$CAR1 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*DNI$$

Substituted Coefficients:

$$CAR1 = -0.43564786 - 0.3767582507*DCA - 0.7274694518*NDCA + 0.1724266215*DLA + 0.5337451595*NDLA + 1.350643717*DNI$$

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.435648	0.166402	-2.618049	0.0109
DCA	-0.376758	0.389305	-0.967770	0.3366
NDCA	-0.727469	1.446140	-0.503042	0.6166
DLA	0.172427	0.206235	0.836069	0.4060
NDLA	0.533745	1.493304	0.357426	0.7219
DNI	1.350644	0.645844	2.091285	0.0402
R-squared	0.081096	Mean dependent var	-0.324553	
Adjusted R-squared	0.013529	S.D. dependent var	0.619004	
S.E. of regression	0.614802	Akaike info criterion	1.942572	
Sum squared resid	25.70274	Schwarz criterion	2.129388	
Log likelihood	-65.87515	F-statistic	1.200239	
Durbin-Watson stat	2.286278	Prob(F-statistic)	0.318482	

Estimation Equation:

$$BHR1 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*DNI$$

Substituted Coefficients:

$$BHR1 = -0.3675209747 - 0.180653926*DCA - 0.834263285*NDCA - 0.05421956437*DLA + 0.4748054907*NDLA + 1.513646983*DNI$$

Dependent Variable: BHR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.367521	0.145286	-2.529636	0.0137
DCA	-0.180654	0.339904	-0.531485	0.5968
NDCA	-0.834263	1.262632	-0.660734	0.5110
DLA	-0.054220	0.180065	-0.301112	0.7642
NDLA	0.474805	1.303811	0.364167	0.7169
DNI	1.513647	0.563889	2.684298	0.0091
R-squared	0.120066	Mean dependent var	-0.357942	
Adjusted R-squared	0.055365	S.D. dependent var	0.552293	
S.E. of regression	0.536786	Akaike info criterion	1.671171	
Sum squared resid	19.59349	Schwarz criterion	1.857988	
Log likelihood	-55.83334	F-statistic	1.855700	
Durbin-Watson stat	2.205439	Prob(F-statistic)	0.113700	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

$$\text{CAR2} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{DNI}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR2} = -0.2077040454 - 0.9213332759*\text{DCA} + 1.663929285*\text{NDCA} - 0.0269603672*\text{DLA} + 7.640115662*\text{NDLA} + 1.818203744*\text{DNI}$$

Dependent Variable: CAR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.207704	0.391835	-0.530081	0.5978
DCA	-0.921333	0.916717	-1.005035	0.3184
NDCA	1.663929	3.405300	0.488629	0.6267
DLA	-0.026960	0.485632	-0.055516	0.9559
NDLA	7.640116	3.516360	2.172734	0.0333
DNI	1.818204	1.520802	1.195556	0.2360
R-squared	0.098486	Mean dependent var	-0.267244	
Adjusted R-squared	0.032198	S.D. dependent var	1.471591	
S.E. of regression	1.447705	Akaike info criterion	3.655442	
Sum squared resid	142.5179	Schwarz criterion	3.842258	
Log likelihood	-129.2513	F-statistic	1.485737	
Durbin-Watson stat	1.538548	Prob(F-statistic)	0.205968	

Estimation Equation:

$$\text{BHR2} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{DNI}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BHR2} = 0.1333600493 - 0.6853138512*\text{DCA} - 0.09388040264*\text{NDCA} - 0.8604441842*\text{DLA} + 5.152416955*\text{NDLA} + 3.275929516*\text{DNI}$$

Dependent Variable: BHR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.133360	0.601649	0.221657	0.8252
DCA	-0.685314	1.407590	-0.486870	0.6279
NDCA	-0.093880	5.228728	-0.017955	0.9857
DLA	-0.860444	0.745672	-1.153918	0.2526
NDLA	5.152417	5.399257	0.954283	0.3433
DNI	3.275930	2.335142	1.402862	0.1652
R-squared	0.080345	Mean dependent var	-0.313779	
Adjusted R-squared	0.012723	S.D. dependent var	2.237182	
S.E. of regression	2.222905	Akaike info criterion	4.513111	
Sum squared resid	336.0088	Schwarz criterion	4.699927	
Log likelihood	-160.9851	F-statistic	1.188146	
Durbin-Watson stat	1.703688	Prob(F-statistic)	0.324219	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

$$\text{CAR3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{DNI}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR3} = -0.1751761882 - 0.6814714816*\text{DCA} - 1.277369163*\text{NDCA} - 0.06238997439*\text{DLA} + 7.465762087*\text{NDLA} + 2.085504663*\text{DNI}$$

Dependent Variable: CAR3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.175176	0.480589	-0.364503	0.7166
DCA	-0.681471	1.124362	-0.606096	0.5465
NDCA	-1.277369	4.176633	-0.305837	0.7607
DLA	-0.062390	0.595632	-0.104746	0.9169
NDLA	7.465762	4.312848	1.731051	0.0880
DNI	2.085505	1.865278	1.118067	0.2675
R-squared	0.088227	Mean dependent var	-0.325581	
Adjusted R-squared	0.021185	S.D. dependent var	1.794737	
S.E. of regression	1.775624	Akaike info criterion	4.063786	
Sum squared resid	214.3932	Schwarz criterion	4.250802	
Log likelihood	-144.3601	F-statistic	1.315996	
Durbin-Watson stat	1.629596	Prob(F-statistic)	0.267722	

Estimation Equation:

$$\text{BH3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{DNI}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BH3} = 2.351348821 - 1.363208328*\text{DCA} - 2.216605455*\text{NDCA} - 3.496601672*\text{DLA} + 8.759680861*\text{NDLA} + 4.050343407*\text{DNI}$$

Dependent Variable: BH3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.351349	1.880353	1.250482	0.2154
DCA	-1.363208	4.399183	-0.309878	0.7576
NDCA	-2.216605	16.34150	-0.135643	0.8925
DLA	-3.496602	2.330470	-1.500385	0.1381
NDLA	8.759681	16.87446	0.519109	0.6054
DNI	4.050343	7.298090	0.554987	0.5807
R-squared	0.054209	Mean dependent var	0.194287	
Adjusted R-squared	-0.015334	S.D. dependent var	6.894651	
S.E. of regression	6.947312	Akaike info criterion	6.792191	
Sum squared resid	3282.030	Schwarz criterion	6.979008	
Log likelihood	-245.3111	F-statistic	0.779501	
Durbin-Watson stat	1.635257	Prob(F-statistic)	0.567928	

8. Perubahan Net Income (Kelompok Kecil)

Estimation Equation:

=====

$$CAR1 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*DNI$$

Substituted Coefficients:

=====

$$CAR1 = -0.05632035004 + 1.843513196*DCA - 1.016865644*NDCA - 0.417569402*DLA - 1.577335203*NDLA - 3.612010454*DNI$$

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.056320	0.187331	-0.300646	0.7646
DCA	1.843513	0.623906	2.954792	0.0043
NDCA	-1.016866	2.656957	-0.382718	0.7031
DLA	-0.417569	0.290110	-1.439349	0.1546
NDLA	-1.577335	3.737916	-0.421983	0.6744
DNI	-3.612010	1.552814	-2.326107	0.0230
R-squared	0.213941	Mean dependent var	-0.006310	
Adjusted R-squared	0.156142	S.D. dependent var	0.894497	
S.E. of regression	0.821701	Akaike info criterion	2.522724	
Sum squared resid	45.91307	Schwarz criterion	2.709540	
Log likelihood	-87.34079	F-statistic	3.701496	
Durbin-Watson stat	2.051944	Prob(F-statistic)	0.005063	

Estimation Equation:

=====

$$BHR1 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*DNI$$

Substituted Coefficients:

=====

$$BHR1 = 0.270373312 + 1.463644642*DCA + 1.969737235*NDCA - 0.8066132874*DLA + 1.799396743*NDLA - 5.260835122*DNI$$

Dependent Variable: BHR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.270373	0.419165	0.645028	0.5211
DCA	1.463645	1.396031	1.048433	0.2982
NDCA	1.969737	5.945115	0.331320	0.7414
DLA	-0.806613	0.649140	-1.242587	0.2183
NDLA	1.799397	8.363833	0.215140	0.8303
DNI	-5.260835	3.474523	-1.514117	0.1346
R-squared	0.087653	Mean dependent var	0.136650	
Adjusted R-squared	0.020569	S.D. dependent var	1.857816	
S.E. of regression	1.838610	Akaike info criterion	4.133501	
Sum squared resid	229.8730	Schwarz criterion	4.320317	
Log likelihood	-146.9395	F-statistic	1.306616	
Durbin-Watson stat	2.028452	Prob(F-statistic)	0.271562	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

$$\text{CAR2} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{DNI}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR2} = -0.006146122652 + 0.9563433904*\text{DCA} + 2.242981408*\text{NDCA} + 0.2970938868*\text{DLA} + 5.640583103*\text{NDLA} - 5.520536774*\text{DNI}$$

Dependent Variable: CAR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.006146	0.288221	-0.021324	0.9830
DCA	0.956343	0.959922	0.996272	0.3227
NDCA	2.242981	4.087909	0.548687	0.5850
DLA	0.297094	0.446354	0.665601	0.5079
NDLA	5.640583	5.751038	0.980794	0.3302
DNI	-5.520537	2.389110	-2.310709	0.0239
R-squared	0.137985	Mean dependent var	0.357687	
Adjusted R-squared	0.074601	S.D. dependent var	1.314214	
S.E. of regression	1.264243	Akaike info criterion	3.384428	
Sum squared resid	108.6851	Schwarz criterion	3.571245	
Log likelihood	-119.2239	F-statistic	2.176984	
Durbin-Watson stat	2.023493	Prob(F-statistic)	0.066789	

Estimation Equation:

$$\text{BHR2} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{DNI}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BHR2} = -0.6043185837 + 0.6942878489*\text{DCA} + 11.59436718*\text{NDCA} + 1.450501251*\text{DLA} + 21.21821709*\text{NDLA} - 9.505255206*\text{DNI}$$

Dependent Variable: BHR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.604319	0.735670	-0.821453	0.4143
DCA	0.694288	2.450152	0.283365	0.7778
NDCA	11.59437	10.43417	1.111192	0.2704
DLA	1.450501	1.139295	1.273156	0.2073
NDLA	21.21822	14.67923	1.445459	0.1529
DNI	-9.505255	6.098079	-1.558730	0.1237
R-squared	0.086730	Mean dependent var	0.431463	
Adjusted R-squared	0.019577	S.D. dependent var	3.258973	
S.E. of regression	3.226914	Akaike info criterion	5.258534	
Sum squared resid	708.0822	Schwarz criterion	5.445350	
Log likelihood	-188.5658	F-statistic	1.291537	
Durbin-Watson stat	2.169182	Prob(F-statistic)	0.277833	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

$$\text{CAR3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{DNI}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR3} = 0.3864374325 - 0.1668245392*\text{DCA} + 6.549126028*\text{NDCA} + 0.4696389633*\text{DLA} + 10.96957128*\text{NDLA} - 3.760169549*\text{DNI}$$

Dependent Variable: CAR3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.386437	0.386013	1.001100	0.3203
DCA	-0.166825	1.285617	-0.129762	0.8971
NDCA	6.549126	5.474907	1.196208	0.2358
DLA	0.469639	0.597799	0.785614	0.4348
NDLA	10.96957	7.702324	1.424190	0.1590
DNI	-3.760170	3.199718	-1.175157	0.2440
R-squared	0.057805	Mean dependent var		0.700132
Adjusted R-squared	-0.011474	S.D. dependent var		1.683560
S.E. of regression	1.693191	Akaike info criterion		3.968712
Sum squared resid	194.9489	Schwarz criterion		4.155528
Log likelihood	-140.8423	F-statistic		0.834376
Durbin-Watson stat	2.196840	Prob(F-statistic)		0.529860

Estimation Equation:

$$\text{BH3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{DNI}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BH3} = -0.1874891721 - 1.094525437*\text{DCA} + 61.84265034*\text{NDCA} + 3.741461981*\text{DLA} + 100.2365304*\text{NDLA} + 8.492867716*\text{DNI}$$

Dependent Variable: BH3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.187489	2.164185	-0.086633	0.9312
DCA	-1.094525	7.207828	-0.151852	0.8796
NDCA	61.84265	30.69513	2.014738	0.0479
DLA	3.741462	3.351566	1.116333	0.2682
NDLA	100.2365	43.18318	2.321194	0.0233
DNI	8.492868	17.93926	0.473424	0.6374
R-squared	0.078511	Mean dependent var		1.107317
Adjusted R-squared	0.010754	S.D. dependent var		9.544357
S.E. of regression	9.492897	Akaike info criterion		7.416570
Sum squared resid	6127.826	Schwarz criterion		7.603386
Log likelihood	-268.4131	F-statistic		1.158718
Durbin-Watson stat	2.090396	Prob(F-statistic)		0.338533

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

9. Market Value (Kelompok Besar)

Estimation Equation:

=====

$$CAR1 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*LOGMV1$$

Substituted Coefficients:

=====

$$CAR1 = -3.007150044 - 0.1183907807*DCA + 0.4638186634*NDCA - 0.2986985341*DLA - 0.6112063517*NDLA + 0.2511284642*LOGMV1$$

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.007150	1.663946	-1.807240	0.0751
DCA	-0.118391	0.321341	-0.368427	0.7137
NDCA	0.463819	1.101169	0.421206	0.6749
DLA	-0.298699	0.196388	-1.520958	0.1329
NDLA	-0.611206	1.382354	-0.442149	0.6598
LOGMV1	0.251128	0.140367	1.789084	0.0781
R-squared	0.082727	Mean dependent var	-0.196557	
Adjusted R-squared	0.015280	S.D. dependent var	0.561315	
S.E. of regression	0.557010	Akaike info criterion	1.745138	
Sum squared resid	21.09769	Schwarz criterion	1.931954	
Log likelihood	-58.57009	F-statistic	1.226554	
Durbin-Watson stat	2.033332	Prob(F-statistic)	0.306287	

Estimation Equation:

=====

$$BHR1 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*LOGMV1$$

Substituted Coefficients:

=====

$$BHR1 = -3.916385925 - 0.2750980758*DCA + 1.564688576*NDCA - 0.4598982064*DLA + 0.6002782321*NDLA + 0.3368654622*LOGMV1$$

Dependent Variable: BHR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.916386	3.255167	-1.203129	0.2331
DCA	-0.275098	0.628638	-0.437610	0.6631
NDCA	1.564689	2.154208	0.726340	0.4701
DLA	-0.459898	0.384193	-1.197049	0.2354
NDLA	0.600278	2.704289	0.221973	0.8250
LOGMV1	0.336865	0.274599	1.226754	0.2241
R-squared	0.048002	Mean dependent var	-0.189052	
Adjusted R-squared	-0.021997	S.D. dependent var	1.077884	
S.E. of regression	1.089675	Akaike info criterion	3.087240	
Sum squared resid	80.74258	Schwarz criterion	3.274056	
Log likelihood	-108.2279	F-statistic	0.685750	
Durbin-Watson stat	2.047181	Prob(F-statistic)	0.635834	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

=====

$$\text{CAR2} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{LOGMV2}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{CAR2} = -2.715196158 - 0.7191868102*\text{DCA} - 3.013273992*\text{NDCA} - 0.01332598446*\text{DLA} + 2.373195517*\text{NDLA} + 0.2425272151*\text{LOGMV2}$$

Dependent Variable: CAR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.715196	2.915946	-0.931154	0.3551
DCA	-0.719187	0.761098	-0.944933	0.3480
NDCA	-3.013274	2.333904	-1.291088	0.2010
DLA	-0.013326	0.318370	-0.041857	0.9667
NDLA	2.373196	2.506218	0.946923	0.3470
LOGMV2	0.242527	0.244170	0.993270	0.3241
R-squared	0.077018	Mean dependent var	-0.052290	
Adjusted R-squared	0.009152	S.D. dependent var	0.942101	
S.E. of regression	0.937781	Akaike info criterion	2.787003	
Sum squared resid	59.80141	Schwarz criterion	2.973820	
Log likelihood	-97.11913	F-statistic	1.134847	
Durbin-Watson stat	1.782122	Prob(F-statistic)	0.350515	

Estimation Equation:

=====

$$\text{BHR2} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{LOGMV2}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{BHR2} = -3.802599829 - 0.5861415889*\text{DCA} - 5.705159716*\text{NDCA} + 0.05786410183*\text{DLA} + 3.083275184*\text{NDLA} + 0.3261317919*\text{LOGMV2}$$

Dependent Variable: BHR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.802600	3.944933	-0.963920	0.3385
DCA	-0.586142	0.942874	-0.621654	0.5362
NDCA	-5.705160	3.870917	-1.473852	0.1451
DLA	0.057864	0.374651	0.154448	0.8777
NDLA	3.083275	3.416661	0.902424	0.3700
LOGMV2	0.326132	0.330655	0.986319	0.3275
R-squared	0.085446	Mean dependent var	-0.163774	
Adjusted R-squared	0.018199	S.D. dependent var	1.090448	
S.E. of regression	1.080480	Akaike info criterion	3.070293	
Sum squared resid	79.38577	Schwarz criterion	3.257109	
Log likelihood	-107.6009	F-statistic	1.270628	
Durbin-Watson stat	1.952635	Prob(F-statistic)	0.286734	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

$$\text{CAR3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{LOGMV3}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR3} = -4.662247248 - 0.6900743994*\text{DCA} - 0.722503434*\text{NDCA} + 0.3740435416*\text{DLA} + 9.478106128*\text{NDLA} + 0.4102716335*\text{LOGMV3}$$

Dependent Variable: CAR3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.662247	5.703141	-0.817488	0.4165
DCA	-0.690074	1.373545	-0.502404	0.6170
NDCA	-0.722503	4.881621	-0.148005	0.8828
DLA	0.374044	0.751258	0.497890	0.6202
NDLA	9.478106	5.147821	1.841188	0.0700
LOGMV3	0.410272	0.484358	0.847043	0.3999
R-squared	0.067179	Mean dependent var		0.185098
Adjusted R-squared	-0.001411	S.D. dependent var		2.047346
S.E. of regression	2.048790	Akaike info criterion		4.349981
Sum squared resid	285.4328	Schwarz criterion		4.536797
Log likelihood	-154.9493	F-statistic		0.979427
Durbin-Watson stat	1.902412	Prob(F-statistic)		0.436768

Estimation Equation:

$$\text{BH3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{LOGMV3}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BH3} = 5.37392869 - 3.119990962*\text{DCA} + 3.173098345*\text{NDCA} + 1.307632272*\text{DLA} + 30.14104653*\text{NDLA} - 0.3945893221*\text{LOGMV3}$$

Dependent Variable: BH3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.373929	27.09656	0.198325	0.8434
DCA	-3.119991	6.525937	-0.478091	0.6341
NDCA	3.173098	23.19338	0.136811	0.8916
DLA	1.307632	3.569349	0.366350	0.7152
NDLA	30.14105	24.45814	1.232352	0.2221
LOGMV3	-0.394589	2.301263	-0.171466	0.8644
R-squared	0.026125	Mean dependent var		1.044768
Adjusted R-squared	-0.045483	S.D. dependent var		9.520045
S.E. of regression	9.734139	Akaike info criterion		7.466760
Sum squared resid	6443.235	Schwarz criterion		7.653576
Log likelihood	-270.2701	F-statistic		0.364835
Durbin-Watson stat	1.990578	Prob(F-statistic)		0.870888

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

10. Market Value (Kelompok Kecil)

Estimation Equation:

$$CAR1 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*LOGMV1$$

Substituted Coefficients:

$$CAR1 = -9.280411981 + 1.194671258*DCA - 1.11894992*NDCA - 0.4309727084*DLA + 0.894553894*NDLA + 0.8657215957*LOGMV1$$

Dependent Variable: CAR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.280412	2.756899	-3.366251	0.0013
DCA	1.194671	0.699964	1.706760	0.0924
NDCA	-1.118950	2.686328	-0.416535	0.6783
DLA	-0.430973	0.297457	-1.448857	0.1520
NDLA	0.894554	3.495884	0.255888	0.7988
LOGMV1	0.865722	0.260886	3.318386	0.0015
R-squared	0.218231	Mean dependent var	-0.134306	
Adjusted R-squared	0.160748	S.D. dependent var	0.957907	
S.E. of regression	0.877545	Akaike info criterion	2.654227	
Sum squared resid	52.36577	Schwarz criterion	2.841043	
Log likelihood	-92.20641	F-statistic	3.796454	
Durbin-Watson stat	2.014963	Prob(F-statistic)	0.004314	

Estimation Equation:

$$BHR1 = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*LOGMV1$$

Substituted Coefficients:

$$BHR1 = -7.340374551 + 1.361104015*DCA - 1.790856476*NDCA - 0.9450085533*DLA + 0.1528568755*NDLA + 0.7193251504*LOGMV1$$

Dependent Variable: BHR1

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.340375	5.100028	-1.439281	0.1547
DCA	1.361104	1.294874	1.051148	0.2969
NDCA	-1.790856	4.969478	-0.360371	0.7197
DLA	-0.945009	0.550270	-1.717354	0.0905
NDLA	0.152857	6.467088	0.023636	0.9812
LOGMV1	0.719325	0.482618	1.490466	0.1407
R-squared	0.092871	Mean dependent var	-0.032240	
Adjusted R-squared	0.026170	S.D. dependent var	1.645052	
S.E. of regression	1.629383	Akaike info criterion	3.884507	
Sum squared resid	179.2054	Schwarz criterion	4.071323	
Log likelihood	-137.7267	F-statistic	1.392356	
Durbin-Watson stat	2.040543	Prob(F-statistic)	0.238173	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

$$\text{CAR2} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{LOGMV2}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{CAR2} = 11.49909012 + 0.5267758452*\text{DCA} + 13.21151126*\text{NDCA} + 0.3081988086*\text{DLA} + 20.72363704*\text{NDLA} - 1.084706869*\text{LOGMV2}$$

Dependent Variable: CAR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.49909	5.339551	2.153569	0.0348
DCA	0.526776	1.073029	0.490924	0.6251
NDCA	13.21151	4.911973	2.689655	0.0090
DLA	0.308199	0.570870	0.539876	0.5910
NDLA	20.72364	6.694859	3.095455	0.0029
LOGMV2	-1.084707	0.503680	-2.153565	0.0348
R-squared	0.181375	Mean dependent var	0.142733	
Adjusted R-squared	0.121182	S.D. dependent var	1.784334	
S.E. of regression	1.672729	Akaike info criterion	3.944395	
Sum squared resid	190.2655	Schwarz criterion	4.131211	
Log likelihood	-139.9426	F-statistic	3.013230	
Durbin-Watson stat	1.291433	Prob(F-statistic)	0.016247	

Estimation Equation:

$$\text{BHR2} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{LOGMV2}$$

Substituted Coefficients:

$$\text{BHR2} = 12.09773651 + 0.8099194218*\text{DCA} + 15.69249123*\text{NDCA} - 0.04667028706*\text{DLA} + 23.72100482*\text{NDLA} - 1.124273153*\text{LOGMV2}$$

Dependent Variable: BHR2

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.09774	11.94265	1.012986	0.3147
DCA	0.809919	2.399979	0.337469	0.7368
NDCA	15.69249	10.98631	1.428368	0.1578
DLA	-0.046670	1.276829	-0.036552	0.9709
NDLA	23.72100	14.97398	1.584148	0.1178
LOGMV2	-1.124273	1.126550	-0.997979	0.3218
R-squared	0.054574	Mean dependent var	0.183532	
Adjusted R-squared	-0.014943	S.D. dependent var	3.713648	
S.E. of regression	3.741291	Akaike info criterion	5.554343	
Sum squared resid	951.8136	Schwarz criterion	5.741159	
Log likelihood	-199.5107	F-statistic	0.785050	
Durbin-Watson stat	1.331493	Prob(F-statistic)	0.564016	

LAMPIRAN D: ANALISIS TAMBAHAN HIPOTESIS 2

Estimation Equation:

=====

$$\text{CAR3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{LOGMV3}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{CAR3} = 14.33965285 + 0.0528495765*\text{DCA} - 0.1026683444*\text{NDCA} - 0.04361766273*\text{DLA} + 1.062722513*\text{NDLA} - 1.322995063*\text{LOGMV3}$$

Dependent Variable: CAR3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	14.33965	5.249863	2.731434	0.0080
DCA	0.052850	1.015494	0.052043	0.9586
NDCA	-0.102668	5.089184	-0.020174	0.9840
DLA	-0.043618	0.500094	-0.087219	0.9308
NDLA	1.062723	7.111659	0.149434	0.8817
LOGMV3	-1.322995	0.496332	-2.665543	0.0096
R-squared	0.108080	Mean dependent var		0.189453
Adjusted R-squared	0.042497	S.D. dependent var		1.548247
S.E. of regression	1.514992	Akaike info criterion		3.746302
Sum squared resid	156.0736	Schwarz criterion		3.933118
Log likelihood	-132.6132	F-statistic		1.647998
Durbin-Watson stat	2.132409	Prob(F-statistic)		0.159224

Estimation Equation:

=====

$$\text{BH3} = C(1) + C(2)*\text{DCA} + C(3)*\text{NDCA} + C(4)*\text{DLA} + C(5)*\text{NDLA} + C(6)*\text{LOGMV3}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{BH3} = 47.65221031 + 1.572296631*\text{DCA} + 11.3850914*\text{NDCA} - 1.753567081*\text{DLA} + 13.87900927*\text{NDLA} - 4.384184213*\text{LOGMV3}$$

Dependent Variable: BH3

Method: Least Squares

Sample: 1 74

Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	47.65221	23.94016	1.990472	0.0506
DCA	1.572297	4.630804	0.339530	0.7353
NDCA	11.38509	23.20743	0.490580	0.6253
DLA	-1.753567	2.280504	-0.768938	0.4446
NDLA	13.87901	32.43022	0.427965	0.6700
LOGMV3	-4.384184	2.263349	-1.937034	0.0569
R-squared	0.075831	Mean dependent var		0.256836
Adjusted R-squared	0.007878	S.D. dependent var		6.935961
S.E. of regression	6.908587	Akaike info criterion		6.781012
Sum squared resid	3245.543	Schwarz criterion		6.967828
Log likelihood	-244.8974	F-statistic		1.115930
Durbin-Watson stat	2.175294	Prob(F-statistic)		0.360248

NPar Tests (Wilcoxon Signed Ranks Test)

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
IR - CAR1	Negative Ranks	39 ^a	64.03	2497.00
	Positive Ranks	110 ^b	78.69	8676.00
	Ties	0 ^c		
	Total	149		

- a. IR < CAR1
- b. IR > CAR1
- c. IR = CAR1

Test Statistics^b

	IR - CAR1
Z	-5.857 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

- a. Based on negative ranks.
- b. Wilcoxon Signed Ranks Test

NPar Tests (Wilcoxon Signed Ranks Test)

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
IR - CAR3	Negative Ranks	58 ^a	77.10	4472.00
	Positive Ranks	91 ^b	73.68	6703.00
	Ties	0 ^c		
	Total	149		

- a. IR < CAR3
- b. IR > CAR3
- c. IR = CAR3

Test Statistics^b

	IR - CAR3
Z	-2.114 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.035

- a. Based on negative ranks.
- b. Wilcoxon Signed Ranks Test

NPar Tests (Wilcoxon Signed Ranks Test)

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
IR - CAR2	Negative Ranks	51 ^a	72.84	3715.00
	Positive Ranks	98 ^b	76.12	7460.00
	Ties	0 ^c		
	Total	149		

- a. IR < CAR2
- b. IR > CAR2
- c. IR = CAR2

Test Statistics^b

	IR - CAR2
Z	-3.549 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

- a. Based on negative ranks.
- b. Wilcoxon Signed Ranks Test

NPar Tests (Wilcoxon Signed Ranks Test)

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
IR - BH1	Negative Ranks	33 ^a	63.55	2097.00
	Positive Ranks	116 ^b	78.26	9078.00
	Ties	0 ^c		
	Total	149		

- a. IR < BH1
- b. IR > BH1
- c. IR = BH1

Test Statistics^b

	IR - BH1
Z	-6.615 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

- a. Based on negative ranks.
- b. Wilcoxon Signed Ranks Test

NPar Tests (Wilcoxon Signed Ranks Test)

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
IR - BH3	Negative Ranks	30 ^a	91.37	2741.00
	Positive Ranks	119 ^b	70.87	8434.00
	Ties	0 ^c		
	Total	149		

- a. IR < BH3
- b. IR > BH3
- c. IR = BH3

Test Statistics^b

	IR - BH3
Z	-5.394 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

- a. Based on negative ranks.
- b. Wilcoxon Signed Ranks Test

NPar Tests (Wilcoxon Signed Ranks Test)

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
IR - BH2	Negative Ranks	34 ^a	72.76	2474.00
	Positive Ranks	115 ^b	75.66	8701.00
	Ties	0 ^c		
	Total	149		

- a. IR < BH2
- b. IR > BH2
- c. IR = BH2

Test Statistics^b

	IR - BH2
Z	-5.900 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

- a. Based on negative ranks.
- b. Wilcoxon Signed Ranks Test

NPar Tests (Wilcoxon Signed Ranks Test)

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
ROE0 - ROE1	Negative Ranks	53 ^a	68.01	3604.50
	Positive Ranks	95 ^b	78.12	7421.50
	Ties	1 ^c		
	Total	149		

- a. ROE0 < ROE1
- b. ROE0 > ROE1
- c. ROE0 = ROE1

Test Statistics ^b

		ROE0 - ROE1
Z		-3.653 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000

- a. Based on negative ranks.
- b. Wilcoxon Signed Ranks Test

NPar Tests (Wilcoxon Signed Ranks Test)

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
ROE0 - ROE2	Negative Ranks	66 ^a	67.78	3795.50
	Positive Ranks	83 ^b	79.35	7379.50
	Ties	0 ^c		
	Total	149		

- a. ROE0 < ROE2
- b. ROE0 > ROE2
- c. ROE0 = ROE2

Test Statistics ^b

		ROE0 - ROE2
Z		-3.396 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)		.001

- a. Based on negative ranks.
- b. Wilcoxon Signed Ranks Test

NPar Tests (Wilcoxon Signed Ranks Test)

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
ROE0 - ROE3	Negative Ranks	47 ^a	73.22	3441.50
	Positive Ranks	102 ^b	75.82	7733.50
	Ties	0 ^c		
	Total	149		

- a. ROE0 < ROE3
- b. ROE0 > ROE3
- c. ROE0 = ROE3

Test Statistics ^b

		ROE0 - ROE3
Z		-4.067 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000

- a. Based on negative ranks.
- b. Wilcoxon Signed Ranks Test

T-Test

Hasil Uji Hipotesis 5 Mengenai Perbedaan Kinerja Jangka Panjang antara Kelompok Perusahaan yang Melakukan Earnings Management pada Level Konservatif dengan Level Agresif Berdasarkan Variabel DCA

Group Statistics

	GROUP	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
CAR1	.00	37	-.346986	.846209757	.139116027
	1.00	37	-.106553	.914561001	.150352902
CARADJ	.00	37	-.357308	.866332371	.142424164
	1.00	37	-.141831	.909409857	.149506059
BH1	.00	37	-.212926	1.442240668	.237102905
	1.00	37	-.092610	.761880950	.125252467
BH1ADJ	.00	37	-.214370	1.479784986	.243275153
	1.00	37	-.095703	.784899661	.129035065
CAR2	.00	37	-.258466	.967267770	.159017842
	1.00	37	.00746979	1.039811448	.170779550
CAR2ADJ	.00	37	-.278429	.973566407	.160056619
	1.00	37	-.015375	1.068854691	.175718629
BH2	.00	37	-.401450	1.269717046	.208740196
	1.00	37	-.109351	1.258902616	.206962315
BH2ADJ	.00	37	-.396318	1.282737029	.210880669
	1.00	37	-.086299	1.309484273	.215277688
CAR3	.00	37	-.030520	1.393806984	.229140467
	1.00	37	.13618474	1.198765096	.197075768
CAR3ADJ	.00	37	-.097106	1.387359078	.228080428
	1.00	37	.06391715	1.225467870	.201465677
BH3	.00	37	-.343795	2.045545904	.336285675
	1.00	37	-.448621	1.117662779	.183742628
BH3ADJ	.00	37	-.383046	2.088276646	.340022586
	1.00	37	-.471012	1.175184497	.193199141

Independent Samples Test

	Levene's Test for Equality of Variances		t-Test for Equality of Means									
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference		Lower	Upper	
								Lower	Upper			
CAR1	.620	.434	-.173	72	.245	-.2403287	.20481981	-.64887326	.168307325			
			.173	71.570	.245	-.2403287	.20481981	-.64871519	.168049254			
CARADJ	.289	.592	-1.044	72	.300	-.21547751	.20648637	-.62710087	.196145844			
			1.044	71.031	.300	-.21547751	.20648637	-.62711751	.199162460			
BHT	.176	.676	-.449	72	.655	-.12031577	.26915288	-.65486879	.414231220			
			.449	54.041	.655	-.12031577	.26915288	-.65378558	.417154036			
BHTADJ	.281	.597	-.431	72	.669	-.11866790	.27537765	-.68767320	.430287409			
			.431	54.770	.669	-.11866790	.27537765	-.67058906	.433253364			
CAR2	.438	.510	-1.140	72	.258	-.28983530	.23335023	-.73111048	.169239879			
			1.140	71.630	.258	-.28983530	.23335023	-.73115081	.199280215			
CARZADJ	.809	.364	-1.107	72	.272	-.28530599	.23768710	-.73687457	.210764585			
			1.107	71.981	.272	-.28530599	.23768710	-.73694472	.2108336739			
BH2	.055	.759	-.594	72	.324	-.23208936	.39364875	-.87607540	.283876770			
			.594	71.095	.324	-.23208936	.39364875	-.87807622	.283377502			
BH2ADJ	.220	.640	-1.029	72	.307	-.31001841	.30135565	-.91876031	.290722693			
			1.029	71.859	.307	-.31001841	.30135565	-.91076408	.290727683			
CAR3	.680	.409	-.552	72	.583	-.18679515	.30223204	-.76919371	.435763417			
			.552	70.424	.583	-.18679515	.30223204	-.76942421	.436013916			
CAR3ADJ	.429	.515	-.529	72	.588	-.181602360	.30431743	-.78786932	.419822113			
			.529	70.819	.588	-.181602360	.30431743	-.78782738	.445760096			
BH3	2.124	.148	.274	72	.785	.10482632	.38520835	-.65908758	.888740208			
			.274	55.738	.785	.10482632	.38520835	-.89291453	.672582177			
BH3ADJ	1.756	.189	.225	72	.823	.08790845	.39187706	-.69185142	.887564332			
			.225	57.051	.823	.08790845	.39187706	-.88513075	.871048851			

T-Test

Hasil Uji Hipotesis 5 Mengenai Perbedaan Kinerja Jangka Panjang antara Kelompok Perusahaan yang Melakukan Earnings Management pada Level Konservatif dengan Level Agresif Berdasarkan Variabel DLA

Group Statistics

	GROUP	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
CAR1	.00	37	-.059921	1.019579807	.167617888
	1.00	37	-.259353	.726350372	.119411266
CARADJ	.00	37	-.073704	1.011431613	.166278333
	1.00	37	-.289001	.737210643	.121186683
BH1	.00	37	.21784588	2.199805933	.361645888
	1.00	37	-.283384	.637117093	.104741405
BH1ADJ	.00	37	.22035196	2.183529565	.358970049
	1.00	37	-.298612	.670699331	.110262291
CAR2	.00	37	.07959438	1.243874920	.204491777
	1.00	37	-.092395	.923032742	.151745648
CAR2ADJ	.00	37	.05870208	1.246886118	.204988815
	1.00	37	-.126735	.942764350	.154989504
BH2	.00	37	.08580021	3.068030442	.504381098
	1.00	37	-.134982	1.516894697	.249375952
BH2ADJ	.00	37	.09107468	3.071583581	.504965227
	1.00	37	-.135606	1.523271869	.250424353
CAR3	.00	37	.18063477	1.768458215	.290732740
	1.00	37	.04166462	1.156113912	.190063956
CAR3ADJ	.00	37	.11209567	1.784045571	.293295285
	1.00	37	-.011614	1.165733051	.191645333
BH3	.00	37	1.102948	9.487179645	1.558682728
	1.00	37	-.025948	2.554098205	.419891158
BH3ADJ	.00	37	1.068536	9.493194202	1.580871513
	1.00	37	-.049808	2.586072633	.421859742

Independent Samples Test

	Levene's Test for Equality of Variances		t-Test for Equality of Means									
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference		Lower	Upper	
CAR1	2.395	.128	.969	72	.336	.19043165	.20560293	-.2109288	.606992090	-.2109288	.606992090	
												Equal variances assumed
CARADJ	1.965	.165	1.095	72	.277	.22528674	.20375980	-.1848780	.635471520	-.1848780	.635471520	
												Equal variances not assumed
BH1	2.523	.117	1.331	72	.187	.50123870	.37850029	-.2493159	1.2577953	-.2493159	1.2577953	
												Equal variances assumed
BH1ADJ	2.410	.125	1.385	72	.170	.51098392	.37552286	-.2863285	1.2695347	-.2863285	1.2695347	
												Equal variances not assumed
CAR2	1.157	.284	.875	72	.502	.17108922	.25464412	-.3356346	.879512897	-.3356346	.879512897	
												Equal variances assumed
CAR2ADJ	1.132	.281	.722	67.022	.473	.18543674	.26899510	-.3268537	.69727171	-.3268537	.69727171	
												Equal variances not assumed
BH2	1.044	.310	.993	72	.686	.22498183	.56298212	-.9007645	1.3425264	-.9007645	1.3425264	
												Equal variances assumed
BH2ADJ	1.080	.305	.402	52.698	.686	.22088193	.56268212	-.9078717	1.3495355	-.9078717	1.3495355	
												Equal variances not assumed
CAR3	5.787	.019	.400	72	.880	.13858015	.34734683	-.8334431	.831400443	-.8334431	.831400443	
												Equal variances assumed
CAR3ADJ	5.722	.019	.400	62.019	.880	.13898035	.34734685	-.8333821	.833312424	-.8333821	.833312424	
												Equal variances not assumed
BH3	1.786	.184	.689	72	.487	1.12899805	1.8152140	-2.0909976	4.3487663	-2.0909976	4.3487663	
												Equal variances assumed
BH3ADJ	1.783	.185	.692	72	.481	1.1181445	1.8168822	-2.104853	4.3409415	-2.104853	4.3409415	
												Equal variances not assumed

LAMPIRAN G: SENSITIVITAS ANALISIS

Output Regresi Hipotesis 2 Dengan Index LQ45 Sebagai Penyesuai *Return* Saham

Estimation Command:

=====

LS CAR1ADJ C DCA NDCA DLA NDLA IR OFF DNI_TA LOGAGE LOGMV1 D_PBK D_PAK

Estimation Equation:

=====

CAR1ADJ = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR + C(7)*OFF + C(8)*DNI_TA + C(9)*LOGAGE + C(10)*LOGMV1 + C(11)*D_PBK + C(12)*D_PAK

Substituted Coefficients:

=====

CAR1ADJ = -1.213303688 + 0.5391113383*DCA - 0.5610123717*NDCA - 0.4145637382*DLA - 0.8708223815*NDLA - 0.3786989704*IR - 0.0001524624412*OFF + 0.32122543*DNI_TA - 0.1740306478*LOGAGE + 0.2097288606*LOGMV1 - 0.601421076*D_PBK - 0.7739440245*D_PAK

Dependent Variable: CAR1ADJ

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.213304	1.033678	-1.173773	0.2425
DCA	0.539111	0.314453	1.714439	0.0887
NDCA	-0.561012	1.095945	-0.511898	0.6096
DLA	-0.414564	0.163199	-2.540239	0.0122
NDLA	-0.870822	1.422079	-0.612359	0.5413
IR	-0.378699	0.105256	-3.597893	0.0004
OFF	-0.000152	4.85E-05	-3.142130	0.0021
DNI_TA	0.321225	0.580093	0.553748	0.5807
LOGAGE	-0.174031	0.219413	-0.793164	0.4291
LOGMV1	0.209729	0.091433	2.293793	0.0233
D_PBK	-0.601421	0.207248	-2.901933	0.0043
D_PAK	-0.773944	0.187362	-4.130761	0.0001
R-squared	0.321221	Mean dependent var	-0.192422	
Adjusted R-squared	0.266319	S.D. dependent var	0.785647	
S.E. of regression	0.672947	Akaike info criterion	2.123304	
Sum squared resid	61.58862	Schwarz criterion	2.366321	
Log likelihood	-145.1245	F-statistic	5.850877	
Durbin-Watson stat	1.875775	Prob(F-statistic)	0.000000	

LAMPIRAN G: SENSITIVITAS ANALISIS

Output Regresi Hipotesis 2 Dengan Index LQ45 Sebagai Penyesuai *Return* Saham

Estimation Command:

=====

LS CAR2ADJ C DCA NDCA DLA NDLA IR OFF DNI_TA LOGAGE LOGMV2 D_PBK D_PAK

Estimation Equation:

=====

CAR2ADJ = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR + C(7)*OFF + C(8)*DNI_TA + C(9)*LOGAGE + C(10)*LOGMV2 + C(11)*D_PBK + C(12)*D_PAK

Substituted Coefficients:

=====

CAR2ADJ = 2.725602512 - 0.07360711945*DCA + 2.442858993*NDCA - 0.1125343802*DLA + 5.476457427*NDLA - 0.09549671213*IR - 0.0002196112159*OFF - 0.07445576976*DNI_TA - 0.3526304052*LOGAGE - 0.08730755725*LOGMV2 - 0.7794539012*D_PBK - 1.159803571*D_PAK

Dependent Variable: CAR2ADJ

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.725603	2.090562	1.303765	0.1945
DCA	-0.073607	0.630602	-0.116725	0.9072
NDCA	2.442859	2.197188	1.111812	0.2682
DLA	-0.112534	0.326923	-0.344223	0.7312
NDLA	5.476457	2.845355	1.924701	0.0564
IR	-0.095497	0.210184	-0.454349	0.6503
OFF	-0.000220	9.76E-05	-2.250300	0.0260
DNI_TA	-0.074456	1.159478	-0.064215	0.9489
LOGAGE	-0.352630	0.440354	-0.800788	0.4247
LOGMV2	-0.087308	0.183906	-0.474740	0.6357
D_PBK	-0.779454	0.418786	-1.861221	0.0649
D_PAK	-1.159804	0.376700	-3.078850	0.0025
R-squared	0.176958	Mean dependent var	0.014195	
Adjusted R-squared	0.110388	S.D. dependent var	1.427255	
S.E. of regression	1.346176	Akaike info criterion	3.510018	
Sum squared resid	246.4579	Schwarz criterion	3.753036	
Log likelihood	-247.7414	F-statistic	2.658238	
Durbin-Watson stat	1.842129	Prob(F-statistic)	0.004060	

LAMPIRAN G: SENSITIVITAS ANALISIS
Output Regresi Hipotesis 2 Dengan Index LQ45 Sebagai Penyesuai *Return* Saham

Estimation Command:

=====

LS CAR3ADJ C DCA NDCA DLA NDLA IR OFF DNI_TA LOGAGE LOGMV3 D_PBK D_PAK

Estimation Equation:

=====

CAR3ADJ = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR + C(7)*OFF + C(8)*DNI_TA + C(9)*LOGAGE + C(10)*LOGMV3 + C(11)*D_PBK + C(12)*D_PAK

Substituted Coefficients:

=====

CAR3ADJ = 1.001174354 - 0.03991943625*DCA + 1.871397602*NDCA - 0.09984755117*DLA + 4.988251186*NDLA + 0.1401760569*IR - 0.0004995547209*OFF - 0.7469212048*DNI_TA - 0.3794250695*LOGAGE + 0.07596177214*LOGMV3 + 0.1346657582*D_PBK - 1.03368763*D_PAK

Dependent Variable: CAR3ADJ

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.001174	2.500843	0.400367	0.6895
DCA	-0.039919	0.808654	-0.049365	0.9607
NDCA	1.871398	2.784265	0.672134	0.5026
DLA	-0.099848	0.419422	-0.238060	0.8122
NDLA	4.988251	3.599951	1.385644	0.1681
IR	0.140176	0.265773	0.527428	0.5988
OFF	-0.000500	0.000119	-4.188006	0.0001
DNI_TA	-0.746921	1.472046	-0.507404	0.6127
LOGAGE	-0.379425	0.557025	-0.681164	0.4969
LOGMV3	0.075962	0.221501	0.342941	0.7322
D_PBK	0.134666	0.524738	0.256634	0.7978
D_PAK	-1.033688	0.475930	-2.171930	0.0316
R-squared	0.178832	Mean dependent var		0.122292
Adjusted R-squared	0.112414	S.D. dependent var		1.814814
S.E. of regression	1.709769	Akaike info criterion		3.988198
Sum squared resid	397.5700	Schwarz criterion		4.231215
Log likelihood	-283.1267	F-statistic		2.692527
Durbin-Watson stat	1.999898	Prob(F-statistic)		0.003647

LAMPIRAN G: SENSITIVITAS ANALISIS
Output Regresi Hipotesis 2 Dengan Index LQ45 Sebagai Penyesuai *Return* Saham

Estimation Command:

=====

LS BHR1ADJ C DCA NDCA DLA NDLA IR OFF DNI_TA LOGAGE LOGMV1 D_PBK D_PAK

Estimation Equation:

=====

BHR1ADJ = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR + C(7)*OFF + C(8)*DNI_TA + C(9)*LOGAGE + C(10)*LOGMV1 + C(11)*D_PBK + C(12)*D_PAK

Substituted Coefficients:

=====

BHR1ADJ = -0.6606236169 + 0.6441806441*DCA + 0.2698410011*NDCA - 0.7382610285*DLA - 0.04307543694*NDLA - 0.3181172689*IR - 0.0001681548036*OFF - 0.2394172427*DNI_TA - 0.4640148799*LOGAGE + 0.2300791327*LOGMV1 - 0.8847623266*D_PBK - 0.9391298775*D_PAK

Dependent Variable: BHR1ADJ

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.660624	2.043289	-0.323314	0.7470
DCA	0.644181	0.621585	1.036351	0.3019
NDCA	0.269841	2.166373	0.124559	0.9011
DLA	-0.738261	0.322598	-2.288489	0.0237
NDLA	-0.043075	2.811046	-0.015324	0.9878
IR	-0.318117	0.208061	-1.528963	0.1286
OFF	-0.000168	9.59E-05	-1.753179	0.0818
DNI_TA	-0.239417	1.146679	-0.208792	0.8349
LOGAGE	-0.464015	0.433718	-1.069854	0.2866
LOGMV1	0.230079	0.180738	1.273001	0.2052
D_PBK	-0.884762	0.409671	-2.159688	0.0326
D_PAK	-0.939130	0.370361	-2.535717	0.0124
R-squared	0.162544	Mean dependent var	-0.115422	
Adjusted R-squared	0.094809	S.D. dependent var	1.398154	
S.E. of regression	1.330225	Akaike info criterion	3.486178	
Sum squared resid	240.6519	Schwarz criterion	3.729196	
Log likelihood	-245.9772	F-statistic	2.399691	
Durbin-Watson stat	1.951857	Prob(F-statistic)	0.009413	

LAMPIRAN G: SENSITIVITAS ANALISIS
Output Regresi Hipotesis 2 Dengan Index LQ45 Sebagai Penyesuai *Return* Saham

Estimation Command:

=====

LS BHR2ADJ C DCA NDCA DLA NDLA IR OFF DNI_TA LOGAGE LOGMV2 D_PBK D_PAK

Estimation Equation:

=====

BHR2ADJ = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR + C(7)*OFF + C(8)*DNI_TA + C(9)*LOGAGE + C(10)*LOGMV2 + C(11)*D_PBK + C(12)*D_PAK

Substituted Coefficients:

=====

BHR2ADJ = 3.639279476 + 0.002496497746*DCA + 2.580244153*NDCA - 0.3355138867*DLA + 5.747800527*NDLA - 0.4981289438*IR - 0.0003286417703*OFF + 0.920219005*DNI_TA - 0.05078754403*LOGAGE - 0.1108677265*LOGMV2 - 1.261703259*D_PBK - 1.936958548*D_PAK

Dependent Variable: BHR2ADJ

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.639279	4.316112	0.843185	0.4006
DCA	0.002496	1.301921	0.001918	0.9985
NDCA	2.580244	4.536249	0.568806	0.5704
DLA	-0.335514	0.674955	-0.497091	0.6199
NDLA	5.747801	5.874435	0.978443	0.3296
IR	-0.498129	0.433939	-1.147923	0.2530
OFF	-0.000329	0.000201	-1.631094	0.1052
DNI_TA	0.920219	2.393825	0.384414	0.7013
LOGAGE	-0.050788	0.909142	-0.055863	0.9555
LOGMV2	-0.110868	0.379687	-0.291998	0.7707
D_PBK	-1.261703	0.864614	-1.459268	0.1468
D_PAK	-1.936959	0.777724	-2.490547	0.0140
R-squared	0.099385	Mean dependent var		0.063990
Adjusted R-squared	0.026541	S.D. dependent var		2.816909
S.E. of regression	2.779276	Akaike info criterion		4.959863
Sum squared resid	1050.515	Schwarz criterion		5.202880
Log likelihood	-355.0298	F-statistic		1.364359
Durbin-Watson stat	1.823243	Prob(F-statistic)		0.196673

LAMPIRAN G: SENSITIVITAS ANALISIS

Output Regresi Hipotesis 2 Dengan Index LQ45 Sebagai Penyesuai *Return* Saham

Estimation Command:

=====

LS BHR3ADJ C DCA NDCA DLA NDLA IR OFF DNI_TA LOGAGE LOGMV3 D_PBK D_PAK

Estimation Equation:

=====

BHR3ADJ = C(1) + C(2)*DCA + C(3)*NDCA + C(4)*DLA + C(5)*NDLA + C(6)*IR + C(7)*OFF + C(8)*DNI_TA + C(9)*LOGAGE + C(10)*LOGMV3 + C(11)*D_PBK + C(12)*D_PAK

Substituted Coefficients:

=====

BH3ADJ = 7.077598191 - 0.4476133908*DCA + 10.61071332*NDCA - 0.8381731669*DLA + 21.24691458*NDLA - 0.9462123162*IR - 0.001060722164*OFF + 2.056389364*DNI_TA - 1.814832098*LOGAGE - 0.2006586921*LOGMV3 + 1.852347919*D_PBK - 0.7065017979*D_PAK

Dependent Variable: BHR3ADJ

Method: Least Squares

Sample: 1 148

Included observations: 148

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.077598	12.34409	0.573359	0.5673
DCA	-0.447613	3.991810	-0.112133	0.9109
NDCA	10.61071	13.74415	0.772017	0.4414
DLA	-0.838173	2.070420	-0.404832	0.6862
NDLA	21.24691	17.77067	1.195617	0.2339
IR	-0.946212	1.311952	-0.721225	0.4720
OFF	-0.001061	0.000589	-1.801435	0.0738
DNI_TA	2.056389	7.266554	0.282994	0.7776
LOGAGE	-1.814832	2.749676	-0.660017	0.5104
LOGMV3	-0.200659	1.093410	-0.183517	0.8547
D_PBK	1.852348	2.590297	0.715110	0.4758
D_PAK	-0.706502	2.349366	-0.300720	0.7641
R-squared	0.047462	Mean dependent var		0.623663
Adjusted R-squared	-0.029581	S.D. dependent var		8.317911
S.E. of regression	8.440041	Akaike info criterion		7.181456
Sum squared resid	9687.865	Schwarz criterion		7.424473
Log likelihood	-519.4278	F-statistic		0.616046
Durbin-Watson stat	2.071467	Prob(F-statistic)		0.812732