



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**PENGARUH MANAJEMEN LABA TERHADAP *UNDERPRICING*  
SAHAM IPO DAN *UNDERPERFORMANCE* PASCA-IPO**

**SKRIPSI**

**DINDA NIRMALASARI TARIGAN  
1006811671**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM S1 EKSTENSI AKUNTANSI  
DEPOK  
JULI 2012**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**PENGARUH MANAJEMEN LABA TERHADAP *UNDERPRICING*  
SAHAM IPO DAN *UNDERPERFORMANCE* PASCA-IPO**

**SKRIPSI**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana**

**DINDA NIRMALASARI TARIGAN  
1006811671**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM S1 EKSTENSI AKUNTANSI  
DEPOK  
JULI 2012**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

**Nama : Dinda Nirmalasari Tarigan**

**NPM : 1006811671**

**Tanda Tangan :**



**Tanggal : 12 Juli 2012**

## HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :

Nama : Dinda Nirmalasari Tarigan  
NPM : 1006811671  
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi  
Kekhususan :-  
Judul Skripsi  
\*) Indonesia : Pengaruh Manajemen Laba terhadap *Underpricing*  
Saham IPO dan *Underperformance* Pasca-IPO  
\*) Inggris : *The Impact of Earning Management on Underpricing of*  
*IPO Shares and Post-IPO Underperformance*

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

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Rachman Untung Budiman, S.E., Ak., MBA., CFA.

Penguji : Budi Frensidy, S.E., M.Com.

Penguji : Eko Wisnu Warsitosunu, S.E., M.M.

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 12 Juli 2012

KPS Ekstensi Akuntansi

Sri Nurhayati, MM. S.A.S

NIP : 19600317198602201

## KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yesus Kristus karena berkat kasih karunia dan berkat-Nya, penulis dapat menyelesaikan skripsi ini yang berjudul “Pengaruh Manajemen Laba Terhadap *Underpricing* Saham IPO dan *Underperformance* pasca-IPO”. Adapun tujuan dari penulisan skripsi ini adalah untuk memenuhi persyaratan dalam mencapai gelar Sarjana Ekonomi pada Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Penulis menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, baik dari masa awal perkuliahan sampai pada penyusunan skripsi ini. Dengan selesainya penyusunan skripsi ini, penulis ingin menyampaikan ucapan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Rachman Untung selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran dalam mengarahkan penulis dalam penyusunan skripsi ini.
2. Bapak Budi Frensidy dan bapak Eko Wisnu selaku tim dosen penguji, terima kasih atas saran terhadap penelitian ini.
3. Seluruh staff pengajar di Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia yang telah membantu selama masa perkuliahan.
4. (Alm.) Juni Herry Tarigan yang selalu menjadi motivasi dalam setiap perjuangan hidup yang telah saya lalui, serta Suzy Handayani Sebayang yang sudah memberi dukungan secara moril dan material.
5. Kakek nenek penulis yang sudah dianggap seperti orang-tua sendiri, yang tak henti-hentinya memberikan dukungan yang lebih dari segalanya dalam hidup ini.
6. Segala benda mati yang berteknologi tinggi, yang membantu penulis dalam menyelesaikan gelar sarjana ini.

7. Teman-teman seperjuangan dalam menjalani kehidupan perskripsian, Nita, Vivi, Maria, Wynda, Arin, Agustia, Damarlita, Adhika, Itin.
8. Teman-teman selama perkuliahan, Mone, Evanti, Karina, kak Ferry, Retno, Aulia.
9. Teman-teman seluruh angkatan ekstensi 2010 yang telah banyak membantu penulis dalam hal apapun.

Penulis menyadari bahwa penulisan skripsi ini masih kurang sempurna. Karena itu, kritik dan saran yang membangun dari para pembaca sangat diharapkan demi kesempurnaan skripsi ini. Akhirnya penulis berharap semoga karya ini dapat bermanfaat bagi para pembaca.

Depok, Juli 2012

Penulis

HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

---

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

Nama : Dinda Nirmalasari Tarigan

NPM : 1006811671

Program Studi : S1 Ekstensi

Departemen : Akuntansi

Fakultas : Ekonomi

Jenis karya : Skripsi

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

“Pengaruh Manajemen Laba terhadap *Underpricing* Saham dan  
*Underperformance* pasca-IPO”

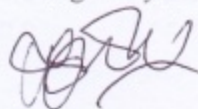
berserta perangkat yang ada (bila diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta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

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada tanggal : 12 Juli 2012

Yang menyatakan



Dinda Nirmalasari Tarigan

## ABSTRAK

Nama : Dinda Ns Tarigan  
Program Studi : Akuntansi  
Judul : Pengaruh Manajemen Laba Terhadap *Underpricing*  
Saham IPO Dan *Underperformance* Pasca-IPO

Penelitian ini menguji pengaruh dari manajemen laba yang diukur dengan diskresi akrual, baik total diskresi akrual, diskresi akrual jangka pendek (*discretionary current accrual*) maupun diskresi akrual jangka panjang (*discretionary longterm accrual*) terhadap *underpricing* yang diukur dengan inisial *return* hari pertama perusahaan IPO, serta pengaruh manajemen laba terhadap *underperformance* yang diukur melalui perhitungan *buy and hold abnormal return* selama dua puluh empat bulan pasca-IPO. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa total diskresi akrual dan diskresi akrual jangka pendek memengaruhi signifikan positif terhadap *return* inisial saham pada saat hari pertama di bursa, tetapi tidak untuk diskresi akrual jangka panjang. Selain itu hasil dari penelitian ini juga menunjukkan bahwa total diskresi akrual dan diskresi akrual jangka pendek tidak memengaruhi kinerja saham perusahaan melalui *buy and hold abnormal return* selama dua puluh empat bulan pasca-IPO tetapi diskresi akrual jangka panjang memengaruhi kinerja saham pasca-IPO secara signifikan positif.

### Kata Kunci:

Diskresi akrual, diskresi akrual jangka pendek, diskresi akrual jangka panjang, *underpricing*, inisial *return*, *underperformance*, *buy and hold abnormal return*.



## ABSTRACT

Name : Dinda Ns Tarigan  
Study Program : Accounting  
Title : The Impact Of Earning Management On Underpricing Of  
IPO Shares And Post-IPO Underperformance

This study examined the impact of earning management measured by discretionary accrual, which consists of total discretionary accrual, discretionary current accrual, and discretionary long-term accrual, on underpricing measured by return of the first day trading, and the impact of earning management on underperformance through buy and hold abnormal return after twenty four months post-IPO. The result shows that total discretionary accrual and discretionary current accrual significantly positive affected the return IPO's stock on the first day trading, but not for discretionary long-term accrual. Another result shows that total discretionary accrual and discretionary current accrual did not affect IPO's stock performance after twenty-four months through buy and hold abnormal return, but discretionary long term accrual significantly positive affected the IPO's stock performance.

Keywords:

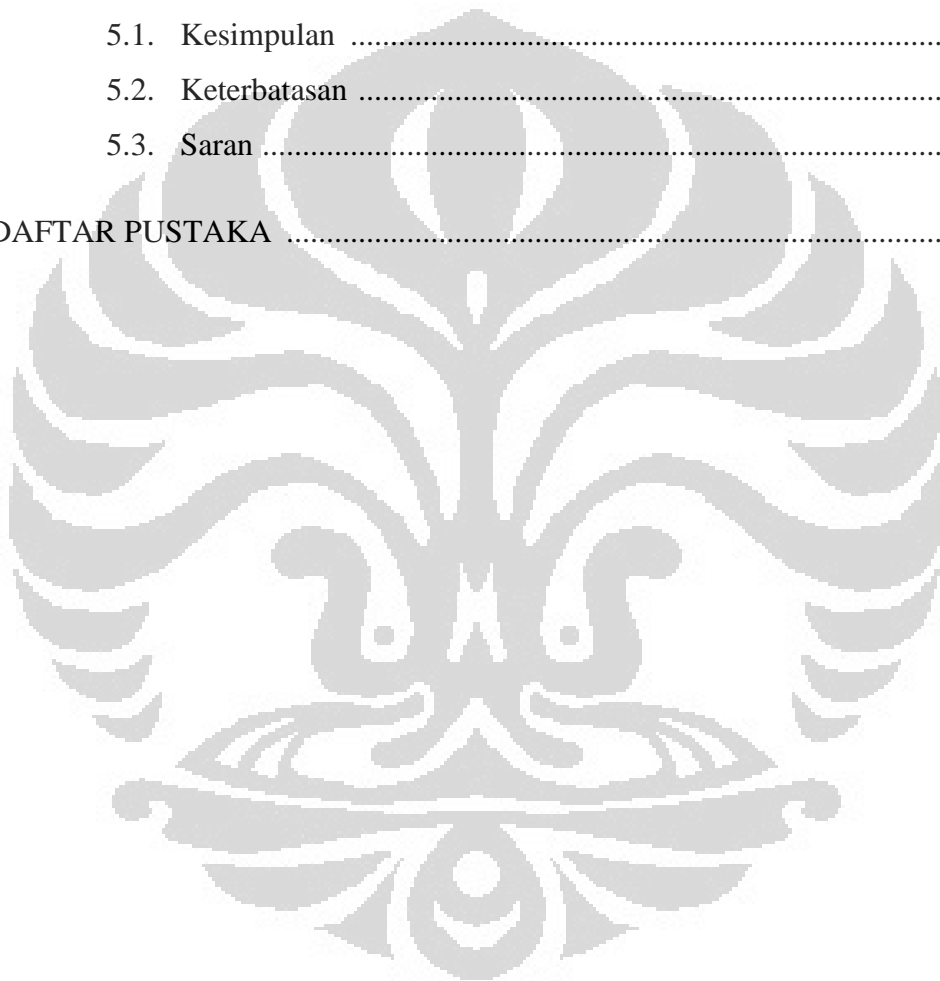
Discretionary accrual, discretionary current accrual, discretionary long-term accrual, underpricing, initial return, underperformance, buy and hold abnormal return.

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	i
LEMBAR PERNYATAAN ORISINALITAS .....	ii
LEMBAR PENGESAHAN .....	iii
KATA PENGANTAR .....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH .....	vi
ABSTRAK .....	vii
DAFTAR ISI .....	ix
DAFTAR TABEL .....	xii
DAFTAR LAMPIRAN .....	xiii
BAB 1 PENDAHULUAN .....	1
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	6
1.3 Tujuan Penelitian .....	6
1.4 Manfaat dan Kontribusi Penelitian.....	7
1.5 Batasan Penelitian .....	7
1.6 Sistematika Penulisan .....	7
BAB 2 TEORI DAN TINJAUAN PUSTAKA .....	9
2.1 Asimetri Informasi .....	9
2.2 Konsep Dasar Pasar Efisien .....	10
2.3 Teori Keagenan .....	13
2.4 Konsekuensi Ekonomis .....	14
2.5 Teori Akuntansi Positif .....	15
2.6 Manajemen Laba .....	17
2.6.1 Deteksi Manajemen Laba .....	23
2.7 Penawaran Saham Perdana (Initial Public Offering) .....	25
2.7.1 Tahapan dalam Initial Public Offering .....	29
2.8 Underpricing .....	36
2.9 Underperformance .....	38
2.10 Buy and Hold Strategy .....	40

2.11	Penelitian Terdahulu .....	40
2.11.1	Manajemen Laba Menjelang IPO .....	40
2.11.2	Manajemen Laba dan Kaitannya dengan <i>Underpricing</i> Saham pada Periode IPO .....	43
2.11.3	Manajemen Laba dan Kaitannya dengan <i>Underperformance</i> Pasca IPO .....	44
BAB 3	METODE PENELITIAN .....	47
3.1.	Pengembangan Hipotesis .....	47
3.2.	Kerangka Konseptual .....	51
3.3.	Model Penelitian .....	51
3.4.	Pengukuran Variabel dan Definisi Operasional .....	53
3.4.1.	Variabel Dependen .....	53
3.4.2.	Variabel Independen .....	53
3.4.3.	Variabel Kontrol .....	57
3.5.	Populasi dan Sample Penelitian .....	59
3.6.	Jenis dan Sumber Data .....	60
3.6.1.	Jenis Data.....	60
3.6.2.	Sumber Data .....	60
3.7.	Metode Pengolahan Data .....	60
3.7.1.	Analisis Deskriptif .....	60
3.7.2.	Uji Asumsi .....	61
3.7.3.	Uji Hipotesis .....	62
BAB 4	ANALISIS HASIL PENELITIAN .....	64
4.1.	Pemilihan Sampel .....	64
4.2.	Statistik Deskriptif .....	65
4.3.	Hasil Pengujian Model <i>Underpricing</i> IPO (Hipotesis 1a, 1b dan 1c) .....	67
4.3.1.	Identifikasi Data <i>Outliers</i> dari Sampel .....	67
4.3.2.	Uji Asumsi Klasik .....	67
4.3.3.	Koefisien Determinasi dan Hasil Uji F .....	70
4.3.4.	Hasil Uji Signifikansi Variabel Independen .....	71

4.4. Hasil Pengujian Model Underperformance Pasca-IPO (Hipotesis 2a, 2b dan 2c) .....	75
4.4.1. Identifikasi <i>Outliers</i> dari Sampel .....	75
4.4.2. Uji Asumsi Klasik .....	75
4.4.3. Koefisien Determinasi dan Hasil Uji F .....	78
4.4.4. Hasil Uji Signifikansi Variabel Independen .....	79
 BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN .....	 85
5.1. Kesimpulan .....	85
5.2. Keterbatasan .....	86
5.3. Saran .....	87
 DAFTAR PUSTAKA .....	 88

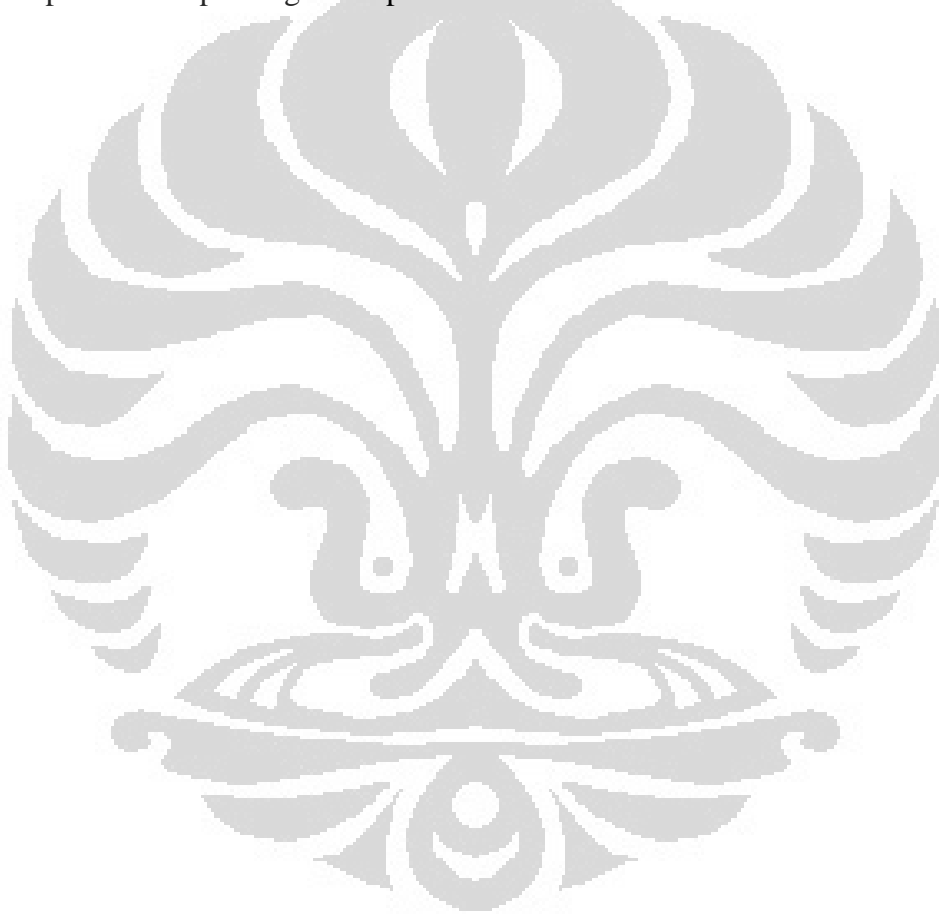


## DAFTAR TABEL DAN GAMBAR

Tabel 4.1	Pemilihan Sampel .....	64
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif Model Penelitian .....	65
Tabel 4.3	Uji Heteroskedastisitas Model <i>Underpricing</i> .....	68
Tabel 4.4	Uji Multikolinearitas Model <i>Underpricing</i> .....	68
Tabel 4.5	Uji Autokorelasi Model <i>Underpricing</i> .....	69
Tabel 4.6	Koefisien Determinasi Uji-F <i>Underpricing</i> .....	70
Tabel 4.7	Hasil Regresi <i>Underpricing</i> 1 .....	71
Tabel 4.8	Hasil Regresi <i>Underpricing</i> 2 .....	74
Tabel 4.9	Uji Heteroskedastisitas Model <i>Underperformance</i> .....	76
Tabel 4.10	Uji Multikolinearitas <i>Underperformance</i> .....	76
Tabel 4.11	Uji Autokorelasi Model <i>Underperformance</i> .....	77
Tabel 4.12	Koefisien Determinasi Uji –F <i>Underperformance</i> .....	78
Tabel 4.13	Hasil Regresi <i>Underperformance</i> 1 .....	79
Tabel 4.14	Hasil Regresi <i>Underperformance</i> 2 .....	81
Gambar 3.1	Kerangka Konseptual.....	51

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Data Perusahaan Sampel .....	94
Lampiran 2 Data Perusahaan <i>Benchmark</i> .....	96
Lampiran 3 Output Regresi Hipotesis 1a.....	97
Lampiran 4 Output Regresi Hipotesis 1b dan 1c .....	100
Lampiran 5 Output Regresi Hipotesis 2a.....	103
Lampiran 6 Output Regresi Hipotesis 2b dan 2c .....	106



# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Laporan keuangan merupakan media yang penting untuk pengambilan keputusan bagi investor, karena di dalamnya berisi informasi keuangan yang menggambarkan kondisi kinerja perusahaan. Kriteria dasar dalam penyusunan laporan keuangan antara lain relevan dan reliabel, kriteria tersebut harus dipenuhi agar laporan keuangan dapat digunakan untuk pengambilan keputusan. Informasi keuangan yang ada dalam laporan keuangan dikatakan relevan jika mampu memengaruhi keputusan para penggunanya, baik untuk menguatkan atau mengubah rencana dari pengguna tersebut. Di sisi lain, informasi keuangan dikatakan reliabel apabila dapat dipercaya isinya dan menyebabkan pengguna informasi bergantung pada informasi tersebut (bebas dari salah saji material, pengertian yang menyesatkan dan disajikan sesuai fakta). Salah satu informasi keuangan yang penting dan umumnya dijadikan patokan untuk mengukur kualitas kinerja dari perusahaan adalah nilai laba. Laba menjadi penting karena banyak pihak yang menggunakannya sebagai tolok ukur untuk mengevaluasi kinerja perusahaan (Dechow, 1994 dalam Kusumawardhani dan Siregar, 2009). Hal yang harus diperhatikan oleh investor adalah laba disusun berdasarkan basis akrual, sehingga didalamnya terkandung *judgement* dari para penyusunnya, oleh karena itu dapat dimungkinkan pengguna laporan keuangan akan dirugikan karena manajemen memiliki kontrol atas *judgement* tersebut. Salah satu contohnya adalah manajer dapat menggunakan kebijakannya untuk menetapkan waktu dan jumlah dari pendapatan dan biaya yang terjadi dalam perusahaan (Assih et al., 2005). Scott (2000) mengatakan bahwa pemilihan kebijakan akuntansi yang dilakukan manajer untuk tujuan spesifik disebut dengan manajemen laba. Dalam prakteknya manajemen laba juga dapat dilakukan dalam dua kategori, yaitu manajemen laba melalui kebijakan akuntansi dan manajemen laba melalui aktivitas riil. Dimana manajemen laba melalui kebijakan akuntansi lebih kepada manipulasi angka laba yang menggunakan teknik dan kebijakan akuntansi,

sedangkan manajemen laba melalui aktivitas riil salah satunya dilakukan dengan menunda kegiatan promosi produk atau mempercepat penjualan dengan memberikan diskon yang sangat besar atau memberikan kredit yang sangat lunak.

Perusahaan-perusahaan di Indonesia menghadapi permasalahan yang sama, yaitu sama-sama menghadapi sumber daya yang terbatas dalam memenuhi tujuannya untuk mempertahankan kelangsungan usaha dan memperoleh modal. Salah satu cara yang dilakukan perusahaan untuk memenuhi tujuannya tersebut adalah dengan menerbitkan saham untuk mendapatkan pendanaan. Ada dua jenis penawaran umum untuk memperoleh pendanaan yaitu *Initial Public Offering* (IPO) dan *Seasoned Equity Offering* (SEO). IPO merupakan penawaran umum perdana saham kepada publik untuk memperoleh pendanaan, sedangkan SEO merupakan penawaran saham tambahan yang dilakukan perusahaan yang sudah terdaftar, di luar saham yang terlebih dahulu beredar di masyarakat melalui IPO. Menurut Brau dan Fawcett (2006) motivasi utama perusahaan untuk melakukan IPO adalah pengakuisisian. Selain itu IPO juga dijadikan strategi reputasi untuk meningkatkan pergerakan khususnya bagi perusahaan yang menggunakan teknologi tinggi (*high technology*).

Sudah dijelaskan sebelumnya bahwa IPO merupakan kondisi dimana perusahaan sedang membutuhkan pendanaan, maka patut dicurigai ada unsur manipulasi dalam penyajian informasi keuangannya. Oleh karena itu calon investor harus memastikan informasi yang ada benar-benar mencerminkan kondisi yang sebenarnya, atau informasi keuangan tersebut hanya untuk menarik perhatian calon investor untuk menanamkan modalnya. Kondisi tersebut juga didukung oleh adanya asimetri informasi antara emiten dengan calon investor yang dikarenakan tidak adanya publikasi terkait perusahaan yang melakukan IPO sebelumnya, dalam kondisi ini sumber informasi calon investor dalam membuat keputusan hanya prospektus semata. Prospektus merupakan media untuk menyampaikan informasi keuangan perusahaan yang melakukan IPO dan digunakan oleh calon investor untuk menilai perusahaan tersebut, dalam UU No. 8 1995 disebutkan fungsi dari prospektus yaitu untuk menyatakan informasi sehubungan dengan penawaran umum yang tujuannya agar pihak lain membeli efek. Dengan kondisi IPO yang rentan terhadap praktik manipulasi, calon investor



seharusnya memperhatikan pengungkapan yang ada dalam prospektus secara teliti sebelum memutuskan untuk menaruh uangnya pada perusahaan yang baru saja menawarkan sahamnya di pasar perdana.

Penetapan harga penawaran saham oleh perusahaan yang melakukan IPO merupakan hal yang sulit, karena ketepatan dalam menentukan harga penawaran memiliki efek yang signifikan terhadap tingkat kesejahteraan emiten. *Underpricing* merupakan fenomena yang biasa muncul pada saat perusahaan melakukan penawaran perdana, besarnya *underpricing* dinilai dengan besarnya *initial return*. Dari sudut pandang investor *underpricing* merupakan suatu keuntungan, karena investor mendapat kompensasi berupa *return* positif dari selisih harga saham sekunder dengan harga saham perdananya. Fenomena *return* positif di hari pertama ini juga dipengaruhi oleh beberapa variabel yang ada di laporan keuangan, menurut Misnen Adriansyah (2003) dalam Emilia et al., (2008) menyimpulkan bahwa variabel EPS memengaruhi inisial *return* saham *underpriced* selain itu dalam penelitian Uddin (2008) dijelaskan hubungan *underpricing* saham dengan *P/E ratio*, dijelaskan bahwa untuk mendeteksi harga saham IPO mengalami *underpriced* atau tidak, dilakukan dengan menghitung *P/E ratio* (*Price/EPS*) perusahaan, kemudian *P/E ratio* perusahaan tersebut dibandingkan dengan *P/E ratio* perusahaan lain dalam sektor industri yang sama. Jika *P/E ratio* lebih kecil dibandingkan perusahaan lain, dapat diambil kesimpulan bahwa harga saham perusahaan tersebut mengalami *underpriced*. Oleh karena itu *underpricing* terjadi bila *P/E ratio* semakin kecil, EPS yang semakin tinggi mengindikasikan *P/E ratio* yang semakin rendah (kemungkinan terjadi *underpricing*), sedangkan EPS yang tinggi salah satunya dipengaruhi oleh tingginya *income* perusahaan yang mungkin dikarenakan adanya manajemen laba. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa *underpricing* merupakan salah satu *output* dari praktik manajemen laba perusahaan yang melakukan IPO. Berdasarkan penelitian terkait manajemen laba dan *underpricing* saham IPO di Cina, dinyatakan bahwa manajemen laba ,yang diwakilkan dengan nilai diskresi akrual, akan membiarkan keputusan investor oleh karena itu terjadilah *underpricing* yang membuat harga saham dinilai tidak seharusnya (terlalu tinggi) (Shen et al., 2008). Selain itu dalam penelitian DuCharme et al., (2000) dikatakan

bahwa manajemen laba memengaruhi nilai awal perusahaan secara positif dan signifikan, dengan nilai perusahaan yang tinggi di awal dimungkinkan para investor akan mendapatkan *return* positif pada hari pertama perdagangan dan *underpricing* terjadi. Berdasarkan yang sudah dituliskan sebelumnya, maka penulis ingin meneliti fenomena *underpricing* ini lebih dalam lagi untuk kondisi perusahaan-perusahaan IPO di Indonesia, apakah manajemen laba yang dilakukan perusahaan pada periode sebelum IPO memengaruhi inisial *return* secara positif seperti penelitian sebelumnya, yaitu jika manajemen laba sebelum IPO perusahaan tinggi maka *return* yang didapat oleh investor pada hari pertama juga tinggi. Selain itu, di Indonesia jarang penelitian yang meneliti hubungan manajemen laba dengan inisial *return* menggunakan regresi berganda, oleh karena itu penelitian ini memiliki kontribusi dalam pengembangan teori akuntansi positif di Indonesia khususnya yang berkaitan dengan manajemen laba dan *underpricing* saham.

Sebelum menentukan harga saham pada saat IPO, perusahaan sudah menetapkan jumlah dana yang dibutuhkan (*target raise fund*), menjabarkan penggunaan dana tersebut serta memperkirakan *income* ke depan yang akan didapat oleh perusahaan. Harga saham perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara emiten dan *underwriter* (penjamin emisi efek) dan dilakukan dengan mengindahkan *best practices* secara internasional dan pasar (*market*), berbeda dengan pasar sekunder, harga di pasar sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar. Dalam hal kesepakatan harga saham penawaran perdana, informasi yang dimiliki *underwriter* lebih baik daripada emiten dalam hal permintaan saham, *underwriter* akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk mendapatkan kesepakatan yang menguntungkannya, yaitu dengan memperkecil risiko keharusan membeli saham yang tidak laku terjual dengan harga murah, sehingga saham emiten diterbitkan dengan harga yang murah (di bawah harga pasar)/ *underpricing*. Proses pembentukan harga dimulai dengan adanya dokumen berisi informasi tentang calon emiten yang disebut prospektus. Selanjutnya, para analis dari calon emiten ataupun calon *institutional investor* membuat kajian dan melakukan prediksi harga. Prediksi harga ini yang digunakan sebagai acuan oleh para calon *institutional investor* untuk mengajukan

minat beli serta harga yang dikehendaki, proses ini disebut *bookbuilding*. Dari *bookbuilding* akan diketahui berapa besar minat *institutional investor* pada harga-harga, mulai dari yang terendah sampai tertinggi. Dari sini akan ditentukan harga yang optimal yang menjamin dana yang diperoleh, likuiditas pasar, penyebaran kepemilikan, porsi investor berkualitas, dan lain-lain. Apabila melihat proses ini, penentuan harga tidaklah sederhana dan melibatkan banyak pihak. Menurut Ito Warsito, Direktur Utama Bursa Efek Indonesia dalam Temu Wicara Wartawan Pasar Modal di Denpasar, Bali (Detik Finance, 2010) menyatakan bahwa ada beberapa hal yang diperhatikan *underwriter* dalam penetapan harga penawaran, pertama adalah memastikan alokasi jatah saham IPO diberikan kepada investor berkualitas, yang kedua adalah memastikan perdagangan saham di pasar sekunder usai IPO berjalan stabil. Selain itu, saham IPO jangan diambil oleh investor jangka pendek agar menghindari harga saham yang diperdagangkan di pasar sekunder jatuh karena aksi *profit taking*.

Banyak literatur yang menghubungkan fenomena *underpricing* dengan praktik manajemen laba di sekitar periode IPO, dalam literatur tersebut dinyatakan bahwa kondisi yang dimanipulasi ini akan terus dikoreksi dengan sendirinya seiring berjalannya waktu, sehingga kinerja perusahaan jangka panjang akan terlihat buruk di kemudian hari dan mengalami *underperformance* (Shen et al., 2008). Menurut Ritter (1991) dalam Amin (2007) *underperformance* perusahaan berlangsung selama 3 tahun, dan ini dikarenakan adanya kesalahan dalam perhitungan risiko, *bad luck*, adanya *fads* serta optimisme investor terhadap saham-saham IPO. Sejalan dengan Ritter, Teoh et al., (1998) menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan *discretionary accounting accrual* dalam melaporkan laba dan menghasilkan laba yang tinggi, maka perusahaan akan mengalami *underperformance* selama 3 tahun atau 20% lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang lebih konservatif dalam melaporkan labanya. Hasil studi Loughran dan Ritter (1995) dalam Suroso dan Utama (2006) menyatakan bahwa investasi dalam saham-saham IPO merupakan strategi yang merugikan dalam jangka panjang, karena kinerja jangka panjang saham-saham pasca IPO adalah rendah. Menurut Suherman (2010) Performa saham jangka panjang dapat diukur dengan *Cumulative Abnormal Return (CAR)*,

*Buy and Hold Abnormal Return (BHR)* dan *Fama French Three Factor Model (FFTM)*. Disimpulkan bahwa kinerja IPO signifikan *underperformed* ketika pengukuran menggunakan BHAR, ketika menggunakan metode CAR dan FFTM kinerja jangka panjang IPO tidak signifikan *underperformed/ outperformed*. Atas dasar penelitian tersebut penulis fokus pada pengukuran BHAR. Hal ini dikarenakan investor yang berinvestasi pada saham IPO diasumsikan akan melakukan investasi jangka panjang, oleh karena itu investor akan melihat kinerja saham IPO dalam jangka panjang pula, karena pengukuran BHAR digunakan untuk mengukur pengalaman investor jangka panjang dan dapat mengukur secara baik dan kuat (Gershgoren et al., 2008). Berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya dinyatakan bahwa manajemen laba sebelum IPO memiliki hubungan terbalik dengan kinerja saham, oleh karena itu penulis ingin menguji kembali hubungan manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan pada saat IPO dengan kinerja saham jangka panjang 24 bulan (2 tahun) setelah IPO dengan sampel-sampel perusahaan di Indonesia yang melakukan IPO dari tahun 2002-2009.

## 1.2 Perumusan Masalah

Hubungan manajemen laba dengan *underpricing* dan hubungan manajemen laba dengan penurunan performa saham jangka panjang sangat logis terlihat, hal ini dikarenakan sikap oportunistik manajemen serta informasi yang dimiliki oleh perusahaan lebih banyak dibanding pasar. Manipulasi informasi keuangan ini bertujuan agar mendapat respon positif oleh pasar terhadap perusahaan yang melakukan kebijakan IPO. Seiring berjalannya waktu kondisi manipulasi ini akan terus dikoreksi, sehingga perusahaan akan mengalami penurunan kinerja (*underperformance*). Dengan dasar penelitian-penelitian yang sudah dipaparkan sebelumnya, maka penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah praktik manajemen laba memiliki pengaruh terhadap fenomena *underpricing* pada hari pertama pelaksanaan IPO?
2. Apakah praktik manajemen laba memiliki pengaruh terhadap kinerja saham perusahaan 24 bulan setelah IPO?

## 1.3 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian yang ingin dicapai oleh penulis, yaitu :

1. Menguji pengaruh manajemen laba terhadap *underpricing* pada saat perusahaan melakukan IPO
2. Menguji pengaruh manajemen laba terhadap performa saham jangka panjang 24 bulan setelah IPO.

#### **1.4 Manfaat dan Kontribusi Penelitian**

1. Bagi investor, penelitian ini diharapkan dapat memberi informasi mengenai adanya indikasi praktek manajemen laba yang dilakukan perusahaan pada saat IPO serta kaitannya dengan *underpricing* dan *underperformance*, sehingga membantu dalam menghindari kesalahan pembuatan keputusan.
2. Bagi perusahaan, untuk melihat apakah dengan praktek manajemen laba berpengaruh dalam tingkat *underpricing* saham, sehingga perusahaan dapat menghindari kerugian. Dan ingin melihat hubungan yang terjadi antara praktik manajemen laba dengan performa saham perusahaan jangka panjang.
3. Bagi para akademisi, memberikan kontribusi dalam penelitian teori akuntansi positif dengan bukti empiris mengenai fenomena manajemen laba, *underpricing* dan *underperformance* yang terjadi pada IPO. Lebih lanjut diharapkan memberikan pengetahuan baru.
4. Bagi Bapepam-LK, penelitian ini dapat menjadi masukan dalam praktek manajemen laba yang terjadi periode IPO sehingga bisa memunculkan peraturan baru dan mengamankan hak para investor.

#### **1.5 Batasan Penelitian**

Peneliti memiliki keterbatasan dalam penyusunan penelitian yaitu sampel yang diambil sebanyak 62 perusahaan yang melakukan IPO dalam rentang 2002-2009, maka dimungkinkan kurang merepresentasikan keadaan di Indonesia yang sebenarnya.

#### **1.6 Sistematika Penulisan**

- BAB 1 Pendahuluan

Pada bab ini, akan diuraikan latar belakang dilakukannya penelitian, perumusan masalah yang akan dibahas, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika penulisan. Bab pendahuluan ini akan memberikan gambaran

umum mengenai arah penelitian yang akan memandu pembaca dalam memahami permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini.

- **BAB 2 Teori dan Tinjauan Pustaka**

Pada bab ini, agar pembaca mendapatkan pemahaman mengenai teori-teori yang akan digunakan terkait konsep **pengaruh manajemen laba terhadap underpricing saham IPO dan underperformance perusahaan pasca-IPO**.

- **BAB 3 Metode Penelitian**

Bab ini menjelaskan secara rinci mengenai kerangka pemikiran, pengembangan hipotesis, model penelitian, pengukuran variabel-variabel penelitian, metode pengumpulan data dan metode pengujian data sampel.

- **BAB 4 Analisis Pembahasan**

Bab ini membahas mengenai analisis atas hasil pengujian atas sampel yang sudah dilakukan, hasil pengujian tersebut berupa statistik deskriptif, model regresi data panel dan hasil regresi penelitian.

- **BAB 5 Kesimpulan dan Saran**

Bab ini membahas mengenai Kesimpulan, Keterbatasan Penelitian dan Saran dari hasil penelitian yang telah diperoleh.

## BAB 2

### TEORI DAN TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Asimetri Informasi

Informasi merupakan produk akuntansi, dan merupakan komoditi yang berbeda dari komoditi lainnya karena pihak yang ingin mendapatkan informasi harus mengeluarkan sejumlah biaya terlebih dahulu tanpa mengetahui kualitas informasi tersebut sebelumnya (Bachtiar, 2003). Individu-individu yang berbeda menunjukkan reaksi yang berbeda terhadap sebuah informasi yang sama, oleh karena itu diperlukan peran seorang akuntan untuk dapat menyajikan laporan keuangan yang dapat memberikan informasi yang dibutuhkan oleh pengguna laporan keuangan, dan meminimalisasi perbedaan reaksi yang ditampilkan oleh sekelompok pengguna laporan keuangan.

Asimetri informasi sangat umum dijumpai dalam suatu transaksi bisnis antara pihak-pihak yang bersama-sama melakukan transaksi tersebut. Asimetri informasi yang dimaksud adalah suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak atau lebih baik dari pihak lain, sehingga pihak tersebut dikatakan memiliki *information advantage*. Dalam pasar modal, adanya asimetri informasi dapat direpresentasikan oleh timbulnya biaya transaksi, contohnya perusahaan membayar auditor untuk menghasilkan prospektus perusahaan yang berkualitas bagi pihak-pihak yang menggunakannya. Asimetri informasi adalah keadaan yang dibutuhkan untuk melakukan manajemen laba (Dye, 1988). Menurut Scott (2009) ada beberapa jenis asimetri informasi, antara lain:

1. *Adverse Selection*, dalam konsep ini pihak tertentu memiliki informasi yang lebih dibandingkan pihak lain dalam sebuah transaksi yang sedang terjadi atau yang akan terjadi. Dengan kondisi asimetri informasi tersebut, pihak yang memiliki informasi lebih akan berusaha mengambil keuntungan dari kelebihan informasi yang ia miliki dengan mengorbankan keberadaan pihak lain. Kondisi ini memunculkan *insider trading*. Hal ini dapat dikontrol dengan adanya prinsip *full disclosure* dan digunakannya auditor eksternal

yang independen dan kompeten, sehingga informasi keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan memiliki kualitas.

2. *Moral Hazard*, asimetri informasi dalam konsep ini adalah suatu pihak mampu melakukan observasi atas keberlangsungan transaksi, sementara pihak lain tidak dapat mengobservasinya. Hal ini timbul karena adanya pemisahan fungsi kepemilikan dan pengendalian (prinsipal dan agen). Oleh karena itu untuk mengontrol masalah ini, pemilik yang tidak dapat mengobservasi pekerjaan dari pengendali tapi dapat melihat nilai laba perusahaan, apabila laba perusahaan turun maka mencerminkan kinerja pengendali yang tidak baik.

## 2.2 Konsep Dasar Pasar Efisien

Informasi dapat menimbulkan reaksi terhadap pasar saham, konsep pasar efisien pertama kali dipopulerkan oleh Fama (1970) yaitu harga sekuritas yang diperdagangkan sungguh-sungguh merefleksikan informasi publik yang tersedia terkait sekuritas yang diperdagangkan tersebut. Selain itu suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorang-pun, baik investor individu maupun investor institusi, akan mampu memperoleh return tidak normal (*abnormal return*) setelah disesuaikan dengan risiko dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Dengan demikian harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan akibat dari informasi yang ada, dimana harga aset atau sekuritas secara cepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia. Menurut Gumanti dan Utami (2002) untuk mendapatkan kondisi pasar yang efisien, ada beberapa kondisi yang harus dipenuhi, antara lain:

1. Terdapat banyak investor rasional dan berorientasi pada maksimisasi keuntungan yang secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan berdagang saham. Investor-investor ini adalah *price taker*, artinya pelaku itu sendiri tidak akan dapat memengaruhi harga suatu sekuritas.
2. Tidak ada biaya untuk mendapatkan informasi dan informasi tersedia bebas bagi pelaku pasar pada waktu yang hampir sama (tidak jauh berbeda).
3. Informasi diperoleh dalam bentuk acak, artinya setiap pengumuman yang ada di pasar tidak terpengaruh dari pengumuman yang lain.



4. Investor bereaksi dengan cepat terhadap informasi baru yang masuk di pasar, hal ini yang menyebabkan harga saham segera melakukan penyesuaian.

Kondisi-kondisi di atas sangat tidak mungkin terjadi dalam pasar sesungguhnya. Harus diakui bahwa sulit sekali untuk memenuhi kondisi di atas. Menurut Fama (1970) bentuk pasar efisien dapat dikelompokkan menjadi tiga, yang dikenal sebagai hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*). Ketiga bentuk pasar efisien tersebut adalah:

1. Hipotesis Pasar Efisien Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Dalam hipotesis ini harga saham diasumsikan mencerminkan semua informasi yang terkandung dalam sejarah masa lalu tentang harga sekuritas yang bersangkutan. Artinya, harga yang terbentuk atas suatu saham merupakan cerminan dari pergerakan harga saham yang bersangkutan di masa lalu.

2. Hipotesis Pasar Efisien Bentuk Semi-Kuat (*Semi-Strong Form*)

Menurut hipotesis pasar efisien bentuk semi-kuat, Fama (1991) menyebutnya sebagai studi peristiwa (*event studies*), harga mencerminkan semua informasi publik yang relevan. Di samping merupakan cerminan harga saham historis, harga yang tercipta juga terjadi karena informasi yang ada di pasar, termasuk di dalamnya adalah laporan keuangan dan informasi tambahan (pelengkap) sebagaimana diwajibkan oleh peraturan akuntansi. Informasi yang tersedia di publik juga dapat berupa peraturan keuangan lain seperti pajak bangunan (*property*) atau suku bunga dan/atau beta saham termasuk rating perusahaan.

3. Hipotesis Pasar Efisien Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Pasar efisien bentuk kuat menyatakan bahwa harga yang terjadi mencerminkan semua informasi yang ada, baik informasi publik (*public information*) maupun informasi pribadi (*private information*). Jadi dalam hal ini, hipotesis pasar efisien bentuk kuat mencakup semua informasi historis yang relevan, informasi yang ada di publik yang relevan, dan juga informasi yang hanya diketahui oleh beberapa pihak saja, misalnya manajemen perusahaan, dewan direksi, dan kreditor.

Menurut Schroeder (2000) Hipotesis Pasar Efisien memiliki beberapa implikasi, salah satunya adalah laba secara akuntansi memiliki hubungan dengan nilai saham atau dengan perubahan yang terjadi pada nilai saham, oleh karena itu harga saham dapat terbentuk dari adanya praktik manajemen laba. Penelitian pertama yang mengkaji reaksi pasar sekuritas terhadap pengumuman laba akuntansi adalah Ball dan Brown pada tahun 1968 yang merupakan inisiator penelitian-penelitian selanjutnya yang membahas aspek lain dari reaksi pasar saham terhadap pengumuman laba akuntansi. Ball dan Brown menggunakan metodologi *event study* untuk mengungkap reaksi pasar terhadap pengumuman laba akuntansi, dalam penelitian tersebut diidentifikasi *abnormal return* yang terjadi pada setiap pengumuman laba akuntansi. Hasil penelitiannya menyebutkan bahwa semakin jauh perbedaan antara laba sesungguhnya dengan nilai laba ekspektasi, maka semakin besar respon yang ditunjukkan oleh pasar saham. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa informasi akuntansi merupakan komoditi yang sangat penting khususnya untuk membantu mengestimasi risiko ekspektasi dan imbal hasil ekspektasi (*risk and return expectation*) dari sebuah sekuritas yang diperdagangkan di pasar. Jika suatu informasi akuntansi tidak memiliki kandungan informasi maka tidak akan ada dampak terhadap pengambilan keputusan jual atau beli sebuah saham, dan tidak ada perdagangan saham dan harga saham akan terus berada dalam posisi konstan. Dengan adanya informasi akuntansi, ekspektasi investor terhadap perusahaan terus direvisi dan informasi tersebut mengarahkan investor untuk mengambil keputusan di masa yang akan datang.

Dalam kasus penawaran saham umum perdana, para investor di pasar saham membutuhkan informasi mengenai kinerja perusahaan yang sebelumnya tidak terpublikasi dalam media apapun secara umum, oleh karena itu laporan keuangan yang disajikan perusahaan merupakan satu-satunya sumber informasi yang menjadi dasar investor untuk mengambil keputusan dan melakukan valuasi atas saham perusahaan tersebut. Asimetri informasi sering terjadi dalam peristiwa penawaran perdana, atas dasar kondisi tersebut penulis bermaksud melakukan penelitian mengenai pengaruh praktik manajemen laba terhadap return perusahaan hari pertama di bursa dan kinerja saham perusahaan periode 24 bulan setelah IPO.

### 2.3 Teori Keagenan

Scott (2009) menjelaskan teori keagenan dengan mengaitkannya pada tipe-tipe kontrak yang dinilai penting dalam teori akuntansi keuangan, yaitu:

1. *Employment Contract*, yaitu suatu bentuk kontrak kerja antara perusahaan dengan pihak manajemen. Dalam hal ini prinsipal adalah pemilik perusahaan dan agennya adalah manajemen yang dipekerjakan untuk mengelola perusahaan.
2. *Lending Contract*, yaitu kontrak antara manajemen dengan kreditor dimana manajemen (agen) berusaha untuk menemukan suatu perjanjian kontraktual yang efektif yang akan menurunkan suku bunga serta pemberi pinjaman (prinsipal) menetapkan perjanjian.

Alijoyo dan Zaini (2004) juga mendefinisikan teori keagenan sebagai suatu hubungan kontraktual antara pihak yang mendelegasikan pengambilan keputusan tertentu (*principal/* pemilik/ pemegang saham) dengan pihak yang menerima pendelegasian tersebut (*agent/* direksi/ manajemen). Terdapat dua asumsi yang mendasari teori keagenan yang juga dipaparkan oleh Alijoyo dan Zaini (2004), yaitu:

1. Konflik keagenan, yaitu konflik akibat keinginan manajemen atau agen untuk melakukan tindakan yang sesuai dengan kepentingannya dan mengorbankan kepentingan pemegang saham atau *principal* untuk memperoleh *return* dan nilai jangka panjang perusahaan. Konflik keagenan ini dapat memicu beberapa hal, yaitu :
  - Degradasi Moral (*Moral Hazard*), yaitu ketika manajemen akan memilih investasi yang paling sesuai dengan kemampuan dirinya, bukan memilih investasi yang dapat menguntungkan perusahaan.
  - Retensi Pendapatan (*Earning Retention*), yaitu ketika manajemen cenderung akan mempertahankan tingkat pendapatan yang stabil, sedangkan pemegang saham lebih menyukai distribusi kas yang lebih tinggi.
  - *Risk Aversion*, dimana manajemen cenderung menjadi pihak yang takut dalam mengambil risiko. Mereka akan mengambil posisi yang dapat memberikan keamanan bagi mereka sendiri dalam mengambil suatu

keputusan berinvestasi, oleh karena itu mereka akan menghindari pengambilan keputusan yang memiliki risiko lebih tinggi bagi perusahaan walaupun keputusan yang diambil tersebut bukanlah suatu pilihan yang baik untuk perusahaan.

- *Time Horizon*, terjadi ketika manajemen cenderung hanya memperhatikan arus kas perusahaan sejalan dengan waktu penugasan mereka. Hal ini dapat memengaruhi pengambilan keputusan manajemen. Manajemen akan cenderung mengambil keputusan investasi untuk jangka pendek yang memberikan tingkat pengembalian yang tinggi dan jarang mempertimbangkan untuk mengambil keputusan investasi jangka panjang.
2. Masalah keagenan, berdasarkan asumsi ini teori keagenan timbul sebagai akibat adanya kesenjangan antara kepentingan pemegang saham sebagai pemilik dan manajemen sebagai pengelola. Pemilik mempunyai kepentingan agar dana yang diinvestasikan dapat menghasilkan tingkat pengembalian yang maksimal, sedangkan manajemen mempunyai kepentingan untuk mendapatkan insentif atas pengelolaan dana pemilik. Permasalahan hubungan kontraktual muncul ketika adanya perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Ketika diasumsikan bahwa kedua belah pihak berusaha untuk memaksimalkan kepentingan mereka masing-masing, maka dapat disimpulkan bahwa agen atau manajemen tidak selalu bekerja dengan baik untuk kepentingan para pemegang saham (Alijoyo dan Zaini, 2004).

#### 2.4 Konsekuensi Ekonomis

Menurut Scott (2009), konsekuensi ekonomis adalah sebuah konsep yang menyatakan bahwa pemilihan kebijakan atau metode akuntansi tertentu akan sanggup memengaruhi nilai perusahaan. Dengan kata lain peran dari kebijakan dan metode akuntansi merupakan hal yang penting bagi manajemen karena berhubungan dengan *firm value*. Perubahan kebijakan akuntansi dalam sebuah perusahaan, baik yang memengaruhi arus kas perusahaan dan memengaruhi ukuran lain (ie. nilai laba), akan mengakibatkan perubahan dalam sistem operasi atas kegiatan-kegiatan perusahaan serta secara akumulatif akan memengaruhi nilai perusahaan dan setelah itu akan memengaruhi investor. Perusahaan yang merubah

pergantian metode depresiasi dari *declining balance* menjadi *straight line* akan memengaruhi nilai laba, menurut konsep konsekuensi ekonomis hal tersebut mampu memengaruhi nilai perusahaan karena nilai laba berhubungan erat dengan nilai perusahaan.

Konsekuensi ekonomi menjadi penting karena hal tersebut melatarbelakangi terjadinya kejadian penting dalam praktik akuntansi, serta konsep ini merupakan sesuatu yang dapat menjelaskan kejadian yang sebenarnya di lapangan, yang dikarenakan beragam pemilihan metode akuntansi dan kebijakan akuntansi yang dipilih oleh perusahaan.

## 2.5 Teori Akuntansi Positif

Godfrey, Hodgson dan Holmes (1997) menjelaskan bahwa riset dan teori akuntansi positif didasarkan pada asumsi mengenai perilaku individu yang terlibat dalam proses kontrak, maka dapat disimpulkan bahwa teori akuntansi positif didasari oleh asumsi bahwa perusahaan memiliki berbagai macam kontrak dengan kreditur, pegawai dan pihak lainnya. Kontrak-kontrak tersebut terikat pada variabel-variabel akuntansi keuangan, misalnya rasio hutang terhadap ekuitas, laba bersih. Variabel-variabel akuntansi tersebut dipengaruhi oleh kebijakan akuntansi maka pemilihan metode akuntansi yang dipakai perusahaan menjadi fokus penting. Kecenderungan manajemen memilih metode akuntansi yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau memilih metode yang dapat memberikan nilai utilitas yang paling maksimal bagi agen secara individu. Menurut Januarti (2004) dalam teori akuntansi positif manajemen diberikan fleksibilitas dalam memilih kebijakan sesuai prinsip akuntansi yang berlaku umum di masing-masing negara. Fleksibilitas dalam menentukan kebijakan akan menuntun pada perilaku manajemen yang oportunistik, yaitu manajemen memilih kebijakan akuntansi yang paling menguntungkan bagi dirinya sendiri, dan hal tersebut dapat mengurangi efisiensi dari kontrak dan akan merugikan perusahaan.

Teori akuntansi positif memaparkan pilihan kebijakan akuntansi yang dimiliki perusahaan dan melakukan estimasi atas respon manajemen terhadap standar kebijakan akuntansi yang baru tanpa menyatakan apa yang seharusnya dilakukan dalam kondisi tersebut oleh karena itu perusahaan senantiasa berusaha berlaku se-efisien mungkin dalam rangka mempertahankan keberlangsungan

usaha (Scott, 2009). Dalam teori akuntansi positif ada 3 hipotesis yang diformulasikan oleh Watts dan Zimmerman (1986). Hipotesis tersebut dilandasi oleh asumsi perilaku oportunistik, antara lain:

1. *Bonus Plan Hypothesis*, untuk perusahaan yang memberikan bonus maka para manajer perusahaan akan lebih memungkinkan untuk memilih prosedur akuntansi yang dapat menggantikan laporan laba untuk periode mendatang ke periode sekarang. Pemberian bonus disesuaikan dengan nilai laba yang dihasilkan perusahaan sehingga manajemen berusaha menciptakan nilai laba yang besar untuk mendapatkan bonus yang besar pula. Penciptaan laba yang besar dapat dilakukan dengan penggunaan akrual, meskipun dengan penggunaan akrual akan memperkecil nilai laba yang akan dilaporkan di masa yang akan datang, tetapi nilai masa kini dari jumlah bonus yang dinikmati manajemen akan meningkat karena manajemen dapat menikmati bonus tersebut dalam periode yang lebih cepat. Motivasi mendapatkan bonus ini dimanifestasikan dengan nilai *income* perusahaan yang rata (*income smoothing*), dalam kondisi ini manajemen menikmati nilai laba yang stabil dan tidak terlalu menyukai risiko sehingga manajemen dapat menikmati bonus yang stabil.
2. *Debt Covenant Hypothesis*, kondisi ini untuk perusahaan yang memiliki sejumlah kesepakatan terkait kontrak hutang dengan kreditur, maka semakin besar kemungkinan perusahaan melanggar kesepakatan tersebut, dan selanjutnya semakin besar pula kemungkinan manajemen menggunakan kebijakan akuntansi yang mampu menggeser nilai laba yang seharusnya dilaporkan di masa mendatang yang dilaporkan pada periode saat ini. Manajer perusahaan yang mempunyai *ratio leverage* (*debt/equity*) yang besar akan lebih suka memilih prosedur akuntansi yang dapat menggantikan laporan laba untuk periode mendatang ke periode sekarang, alasannya karena nilai laba yang besar pada saat ini mampu mengurangi probabilitas perusahaan jatuh dalam keadaan bangkrut. Kesepakatan hutang antara perusahaan dan kreditur umumnya mencatumkan batasan atas variabel tertentu yang harus dipenuhi perusahaan selama masa perjanjian berlangsung, misalnya rasio *working capital*. Jika perusahaan melanggar

kesepakatan hutang maka kreditur akan memberikan penalti, sehingga keberadaan kesepakatan hutang menjadi batasan bagi manajemen menjalankan perusahaan. Oleh karena itu untuk menghindari pelanggaran kesepakatan, maka manajemen memilih kebijakan akuntansi yang dapat meningkatkan nilai laba yang dicatat perusahaan pada periode sekarang.

3. *Political Cost Hypothesis*, semakin besar biaya politik perusahaan, semakin mungkin manajer perusahaan untuk memilih kebijakan akuntansi yang menggeser laba masa kini ke periode yang akan datang. Biaya politik yang dimaksud adalah perubahan regulasi, perubahan tarif pajak, dan perubahan kebijakan lain terkait keberadaan perusahaan tersebut. Jika perusahaan mencatat laba dalam jumlah besar secara terus-menerus, hal tersebut akan menarik perhatian media, konsumen, ekonomis dan politisi. Maka politisi dan regulator dapat merespon laba yang besar tersebut dengan memunculkan isu untuk meningkatkan tarif pajak penghasilan untuk memperbesar pemasukan bagi negara. Semakin besar tarif pajak akan merugikan perusahaan, oleh karena itu manajemen memilih kebijakan akuntansi untuk memperkecil laba yang dicatat pada periode saat ini. Selain itu apabila importir baru masuk, maka importir baru tersebut akan bersaing dengan perusahaan dan memengaruhi profitabilitas perusahaan. Oleh karena perusahaan memperkecil labanya pada periode saat ini agar regulator membuat perundang-undangan untuk melindungi importir.

## 2.6 Manajemen Laba

Laporan keuangan merupakan media pertanggungjawaban manajemen atas pengelolaan sumber daya yang dimiliki Perusahaan. Para pengguna laporan keuangan akan menggunakan laporan keuangan tersebut untuk pengambilan keputusan, oleh karena itu perlu ditelusuri bagaimana proses penyusunannya agar keputusan yang dibuatnya tepat. Keputusan yang dibuat biasanya terkait dengan penjualan atau penahanan investasi yang ditanamkannya maupun penggantian susunan manajemen yang ada.

Bagian dalam laporan keuangan yang sering menjadi patokan para pengguna laporan keuangan untuk membuat keputusan adalah informasi laba.

Francis, Olsson dan Schipper (2006) menyatakan para pemerhati pasar modal yang menerima informasi dari laporan keuangan biasanya menggunakan informasi laba bersamaan dengan informasi lainnya untuk membuat keputusan. Perilaku pengguna laporan keuangan yang cenderung melihat informasi laba untuk membuat keputusan ini yang membuat pihak manajemen melakukan praktek manajemen laba. Manajemen laba itu sendiri dapat digambarkan sebagai perilaku manajemen dalam memilih kebijakan akuntansi tertentu, atau melalui penerapan aktivitas tertentu, yang bertujuan memengaruhi laba untuk mencapai sebuah tujuan spesifik (Scott, 2009).

Menurut Sulistiawan, Januarsi dan Alvia (2011, p.31-37), perilaku manajemen laba sebagai salah satu bentuk *creative accounting* yang timbul karena ada alasan tertentu, alasan tersebut disebut sebagai motivasi untuk melakukan manajemen laba, antara lain:

1. Motivasi bonus

Di dalam perjanjian bisnis para pemegang saham akan memberikan *feedback* kepada manager berupa insentif dan bonus jika telah menjalankan perusahaan dengan baik. Biasanya pemegang saham sudah menetapkan sejumlah bonus yang akan diberikan dengan tingkat pencapaian yang sudah ditetapkan. Indikator pengukuran tingkat pencapaian manager dalam menjalankan operasional perusahaan adalah laba usaha. Dengan demikian bonus memotivasi para manager untuk memberikan kinerja terbaiknya yang memungkinkan dilakukannya praktik manajemen laba.

2. Motivasi utang

Manager melakukan perjanjian bisnis tidak hanya dengan pemegang saham tetapi juga dilakukan dengan pihak ketiga yaitu kreditor, tujuannya adalah untuk kepentingan ekspansi perusahaan. Dasar kreditor meminjamkan dananya adalah kinerja perusahaan, jika kinerja perusahaan baik sudah barang tentu kreditor bersedia memberikan pinjaman. Untuk memperoleh pinjaman dalam jumlah yang besar maka manager berusaha menggunakan kreatifitasnya untuk menampilkan kinerja perusahaan dalam



bentuk yang baik dan mampu menarik perhatian kreditor meminjamkan dananya dalam jumlah yang besar.

3. Motivasi pajak

Tindakan manajemen laba tidak hanya terjadi pada perusahaan *go public* dan selalu untuk kepentingan harga saham, tetapi juga untuk kepentingan perpajakan. Jika laba sebelum pajak kecil, maka pajak perusahaan juga kecil karena besarnya pajak proporsional dengan besarnya laba.

4. Motivasi penjualan saham

Untuk mendapatkan tambahan dana untuk ekspansi maupun menjalankan kegiatan operasional, salah satu cara yang ditempuh oleh perusahaan adalah dengan melakukan penawaran saham perdana ke publik atau dikenal dengan IPO (*Initial Public Offerings*). Demikian juga bagi perusahaan yang sudah *go public* akan terus melakukan penawaran sahamnya melalui penjualan saham kepada pemilik lama (*right issue*), maupun melakukan akuisisi perusahaan lain. Hal yang membuat para calon investor untuk menanamkan modalnya adalah kinerja emiten yang baik, salah satu ukuran kinerja yang dilihat oleh calon investor adalah penyajian laba pada laporan keuangan perusahaan. Dengan demikian maka diindikasikan manajemen laba dilakukan untuk menarik perhatian para calon investor.

5. Motivasi pergantian direksi

Praktik manajemen laba dapat terjadi pada sekitar periode pergantian direksi atau CEO karena pada akhir masa jabatannya manajer yang memperlihatkan kinerjanya yang baik akan memperoleh bonus. Maka kinerja perusahaan dimungkinkan dipercantik dengan manajemen laba menjelang berakhirnya masa jabatan direksi.

6. Motivasi politis

Motivasi ini terjadi pada perusahaan besar yang bidang usahanya banyak melibatkan masyarakat luas seperti perusahaan-perusahaan industri strategis (ie. perminyakan, gas, listrik dan air). Motivasinya adalah agar mendapatkan subsidi, maka perusahaan-perusahaan tersebut cenderung menjaga posisi keuangannya dalam keadaan tertentu.

Konsep manajemen laba berasal dari pendekatan *agency theory* dan *signalling theory*, dimana kedua pendekatan tersebut membahas masalah perilaku manusia yang memiliki keterbatasan rasional dan menolak risiko. Teori keagenan menyatakan bahwa setiap individu cenderung memaksimalkan utilitasnya. Konsep Agency Theory menurut **Govindarajan (1998)** adalah hubungan atau kontrak antara principal dan agen. Principal memperkerjakan agen untuk melakukan tugas dalam rangka memenuhi kepentingan principal, yang dimaksud principal dalam perusahaan adalah para pemegang saham, sedangkan agen adalah CEO (Chief Executive Officer). Sedangkan teori *signal (signalling theory)* membahas bagaimana seharusnya sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan manajemen (agen) disampaikan kepada pemilik atau prinsipal (Alijoyo dan Zaini 2004). Publikasi laporan keuangan merupakan sinyal atas kinerja manajemen, dalam hal ini akan muncul asimetri informasi yang terjadi antara pihak internal yaitu manajer dan pihak eksternal yaitu investor dan kreditor. Asimetri informasi terjadi ketika manajer mempunyai informasi internal perusahaan yang relatif lebih banyak dan mengetahui informasi tersebut relatif lebih cepat dibandingkan pihak eksternal.

Isu-isu dalam manajemen laba yang dikemukakan oleh Belkaoui (2007) antara lain:

1. Manajemen laba bertujuan untuk memenuhi harapan dari analis keuangan atau manajemen (yang diwakili oleh peramalan laba dari publik).
2. Manajemen laba bertujuan untuk memengaruhi kinerja harga jangka pendek dengan berbagai cara.
3. Manajemen laba berakhir dan dapat bertahan karena informasi yang asimetris, yaitu suatu kondisi yang disebabkan oleh informasi yang diketahui manajemen namun tidak ingin untuk mereka ungkapkan.
4. Manajemen laba terjadi dalam konteks suatu kumpulan pelaporan yang fleksibel dan seperangkat kontrak tertentu yang menentukan pembagian aturan diantara pemegang kepentingan.
5. Strategi perusahaan dalam manajemen laba terkait mengikuti satu atau lebih dari tiga pendekatan (memilih dari pilihan-pilihan yang ada dalam GAAP,

pilihan aplikasi yang ada dalam opsi menggunakan akuisisi serta deposisi aktiva dan waktu untuk melaporkannya).

6. Manajemen laba merupakan suatu hasil usaha untuk melewati ambang batas.
7. Manajemen laba dapat berasal dari pemenuhan perjanjian dari kontrak kompensasi implisit.
8. Manajemen laba tumbuh dari ancaman dua bentuk aturan yakni aturan industri spesifik dan aturan *antitrust*.
9. Laba negatif secara tiba-tiba umumnya lebih merugikan daripada revisi ramalan negatif.

Berdasarkan Scott (2009) dalam bukunya *Financial Accounting Theory*, manajemen laba dibagi menjadi empat bentuk, yaitu:

1. *Taking a Bath*

Jenis manajemen laba ini biasanya dilakukan pada periode organisasi mengalami tekanan atau restrukturisasi (reorganisasi), yaitu dengan mengakui biaya yang sebenarnya baru terjadi di periode yang akan datang ke periode sekarang. Jika perusahaan harus melaporkan sejumlah rugi, maka manajemen menganggap ada baiknya bila perusahaan melaporkan rugi dalam jumlah yang besar dengan konsekuensi perusahaan akan menghapus asetnya yang kemudian menghapus sejumlah beban yang seharusnya masih terjadi di masa yang akan datang, hal tersebut dilakukan untuk mendapatkan keuntungan yang tinggi pada periode mendatang. Dengan melihat bahwa saat ini perusahaan berada dalam posisi rugi yang besar, investor dan analis akan berfokus pada kinerja perusahaan di masa yang akan datang dengan estimasi prospek kinerja yang lebih cerah.

2. *Income Minimization*

Konsepnya sama seperti *taking bath*, tetapi dalam bentuk yang tidak begitu ekstrim. Manajemen laba ini dilakukan pada saat perusahaan mempunyai keuntungan yang tinggi dan motivasinya adalah menghindari atau meminimalisasi pajak penghasilan dan untuk membuktikan kepada pemerintah bahwa profitabilitas perusahaan menurun akibat persaingan importir (hipotesis biaya politik), cara untuk melakukan manajemen laba ini

adalah dengan memilih kebijakan yang menurunkan laba perusahaan misalnya membebaskan biaya iklan dan biaya *research and development* padahal seharusnya beban tersebut dikapitalisasi.

### 3. *Income Maximization*

Pola ini dilakukan saat manajemen berusaha meningkatkan pendapatan dengan melaporkan laba bersih yang tinggi yaitu dengan cara mengakui pendapatan periode berikutnya ke periode sekarang atau mengakui beban periode sekarang ke periode mendatang, motivasi manajemen laba ini sesuai dengan hipotesis rencana bisnis (*bonus plan hypothesis*) atau jika perusahaan sedang berada dalam kesepakatan mengenai hutang sesuai dengan hipotesis kesepakatan hutang (*debt covenant hypothesis*).

### 4. *Income Smoothing*

Manajemen laba inilah yang paling umum dilakukan, karena manajemen memiliki insentif untuk melakukan perataan penghasilan untuk mengurangi fluktuasi laba yang dilaporkan sehingga perusahaan terlihat stabil dan bonus yang didapatkan oleh manajemen setiap periodenya stabil. Teknik ini menekankan pada level laba yang relatif konstan dari suatu periode ke periode lainnya.

Prinsip akuntansi yang berlaku umum bukanlah suatu aturan yang kaku dan tidak memberikan kelonggaran bagi manajemen dalam menerapkan metode yang dipilihnya. Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya, karena fleksibilitas dalam penerapannya maka akan dimungkinkan terjadinya tindakan oportunistik dan manajemen berusaha untuk memaksimalkan fungsi utilitasnya. Teknik manajemen laba sangat beragam, mulai dari teknik legal yang diperbolehkan SAK sampai teknik ilegal. Secara umum, teknik legal yang biasanya dijumpai dalam praktik manajemen laba dapat dikelompokkan ke dalam lima teknik, yaitu: mengubah metode akuntansi, membuat estimasi akuntansi, mengubah periode pengakuan pendapatan dan biaya, mereklasifikasi akun *current* dan *non-current*, serta mereklasifikasi akrual diskresioner dan akrual non-diskresioner (Wol, Dodd, dan Tearney; 2006 dalam Sulistiawan, Januarsi dan Alvia ; 2011 p. 43).

Dalam Scott (2009) dinyatakan bahwa manajemen laba memiliki sisi baik maupun buruk, sisi baiknya jika manajemen laba dilakukan untuk tujuan

meningkatkan informasi dari laporan keuangan melalui *inside information* yang dimiliki manajemen, maka hal tersebut akan memberi manfaat lebih bagi para pengguna laporan keuangan dalam menginterpretasikan kinerja perusahaan. Sisi buruknya adalah manajemen laba dilaksanakan dalam rangka menunda pengakuan kinerja perusahaan yang buruk untuk masa kini maupun masa datang, meskipun manajemen laba ini tetap dilakukan dalam kerangka prinsip akuntansi yang berlaku umum.

### 2.6.1 Deteksi Manajemen Laba

Ayres (1994) dalam Gumanti (2000), menyatakan bahwa ada tiga faktor yang bisa dikaitkan dengan munculnya praktek manajemen laba, yaitu:

1. *Accrual management*, faktor ini dikaitkan dengan segala aktivitas yang dapat memengaruhi aliran kas dan juga keuntungan secara pribadi dan hal ini merupakan wewenang para manajer, contohnya adalah: mempercepat atau menunda pendapatan, mengakui beban atau mengakui biaya sebagai suatu tambahan investasi, perkiraan akuntansi seperti beban piutang ragu-ragu, perubahan metode akuntansi.
2. *Adoption of mandatory accounting changes*, faktor ini berkaitan dengan keputusan manajemen dalam menerapkan kebijakan akuntansi yang wajib diterapkan oleh perusahaan, contohnya adalah: menerapkan lebih awal atau menundanya sampai saat berlakunya kebijakan tersebut. Para manajer akan memilih menerapkan kebijakan akuntansi yang baru jika kebijakan baru tersebut memengaruhi aliran kas maupun keuntungan perusahaan.
3. *Voluntary accounting changes*, faktor ini merupakan perubahan metode akuntansi secara sukarela dan berkaitan dengan upaya manajer untuk mengganti atau merubah metode akuntansi tertentu di antara sekian banyak metode yang dipilih yang tersedia dan diakui oleh badan akuntansi yang ada, contohnya adalah: merubah metode penyusutan dari *straight line* menjadi *decline method*.

Mendeteksi ada tidaknya manajemen laba melalui pengamatan terhadap akrual lebih banyak dilakukan oleh para peneliti, dengan fleksibilitas yang ada dalam menerapkan kebijakan akuntansi maka akrual digunakan sebagai senjata untuk melakukan manajemen laba. Akrual merupakan selisih antara arus kas yang

dicatat perusahaan dan laba bersih yang dicatat perusahaan. AkruaI merupakan produk dari prinsip akuntansi yang berlaku umum yang mengharuskan dasar akruaI dalam pencatatannya. Menurut Scott (2009) akruaI dapat dikelompokkan menjadi dua kategori, yaitu :

1. *Non-discretionary accruals*, akruaI jenis ini berada di luar kebijakan manajemen dan terkait dengan faktor-faktor eksternal perusahaan, antara lain: faktor pasar. Contoh dari *non-discretionary accruals* adalah perubahan piutang yang besar akibat naiknya harga jual barang yang dikarenakan kelangkaan bahan baku.
2. *Discretionary accruals*, merupakan akruaI yang dapat berubah sesuai dengan kebijakan manajemen, maka akruaI diskresioner juga ditenggarai sebagai alat yang dapat membantu manajemen untuk bertindak oportunistik dalam pelaporan laba hanya untuk meningkatkan utilitas dari manajer. AkruaI diskresioner di bawah kontrol manajemen untuk melakukan intervensi berupa pemilihan asumsi atau estimasi yang digunakan dalam pelaporan keuangan. Contoh akruaI diskresioner adalah pencadangan piutang, beban garansi.

Menurut Sulistiawan et al., (2011) deteksi manajemen laba dapat dilakukan secara kualitatif yaitu dengan menggunakan analisis akuntansi dan deteksi secara kuantitatif yaitu dengan menggunakan beberapa indikator manajemen laba. Dalam pendeteksian secara kuantitatif manajemen laba dibagi menjadi dua kelompok besar, yaitu manajemen laba yang menggunakan kebijakan akuntansi (ie. percepatan pengakuan penjualan, percepatan beban depresiasi) dan manajemen laba yang menggunakan kegiatan bisnis normal.

Menurut Teoh et al., (1998) dikatakan bahwa akruaI dapat diklasifikasikan menurut periode waktu dan kontrol manajemen, akruaI yang diklasifikasikan menurut kontrol manajemen telah dijelaskan sebelumnya, sedangkan akruaI yang dibagi menurut periode waktu terdiri dari akruaI jangka pendek dan akruaI jangka panjang. AkruaI jangka pendek lebih sering dipakai oleh manajemen untuk melakukan manajemen laba, hal ini dikarenakan manajemen memiliki diskresi lebih besar terhadap akruaI jangka pendek dibanding akruaI jangka panjangnya (Guenther, 1994) aktivitas manajemen laba melalui akruaI jangka pendek antara

lain terkait dengan operasional harian perusahaan yaitu mempercepat pengakuan penjualan; menunda pengakuan beban iklan yang seharusnya sudah diakui, sedangkan manajemen laba melalui akrual jangka panjang dilakukan menggunakan aset jangka panjang, yaitu: menurunkan beban penyusutan, menurunkan *deffered taxes*; serta mengakui keuntungan yang tidak biasa.

Menurut Dechow dan Skinner (2000), perbedaan antara manajemen laba yang terlegitimasi dengan manajemen laba yang tidak terlegitimasi dan melanggar (*fraud*) adalah intensi dan minat manajemen yang menentukan hasil pada laporan keuangan tersebut.

## 2.7 Penawaran Saham Perdana (Initial Public Offering)

Transaksi penawaran umum penjualan saham pertama kalinya terjadi di pasar perdana (*primary market*). Kegiatan yang dilakukan dalam rangka penawaran umum penjualan saham perdana disebut IPO (*Initial Public Offerings*). Selanjutnya saham dapat diperjualbelikan di Bursa Efek, yang disebut pasar sekunder (*secondary market*) (Rosyati dan Arifin Sebeni, 2002). Undang-undang Republik Indonesia No.8 tahun 1995 tentang pasar modal mendefinisikan penawaran umum sebagai kegiatan penawaran yang dilakukan emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang telah diatur dalam undang-undang tersebut dan peraturan pelaksanaannya. *Initial Public Offering* (IPO) atau sering disebut *go public* merupakan kegiatan penawaran saham atau efek lainnya (Obligasi, Right, Warrant) yang dilakukan oleh emiten (perusahaan yang akan *go public*) untuk menjual saham atau efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur oleh UU Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya. Selain kegiatan penawaran efek kepada pemodal oleh penjamin emisi (*underwriter*) pada periode pasar perdana, IPO juga mencakup kegiatan penjatahan saham, yaitu pengalokasian efek pesanan para pemodal sesuai dengan jumlah efek yang tersedia dan pencatatan efek saat efek mulai diperdagangkan di bursa.

Menurut Kep-305/BEJ/07-2004 tentang pencatatan saham dan efek bersifat ekuitas selain saham yang diterbitkan oleh perusahaan yang tercatat, saham yang dicatatkan di BEI dibagi atas dua papan pencatatan, yaitu : papan utama dan papan pengembangan dimana dasar dari penempatan emiten dan calon emiten

yang disetujui pencatatannya adalah pemenuhan persyaratan pencatatan awal pada masing-masing papan pencatatan. Papan utama ditujukan untuk calon emiten atau emiten yang mempunyai *size* besar dan mempunyai *track record* yang baik. Sementara papan pengembangan dimaksudkan untuk perusahaan-perusahaan yang belum dapat memenuhi persyaratan pencatatan di papan utama, termasuk perusahaan yang prospektif namun belum menghasilkan keuntungan dan merupakan sarana bagi perusahaan yang sedang dalam penyehatan sehingga diharapkan pemulihan ekonomi nasional dapat terlaksana lebih cepat. Berikut adalah persyaratan pencatatan di BEI yang diperoleh dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id):

- Persyaratan Umum Pencatatan di BEI

Calon emiten bisa mencatatkan sahamnya di Bursa, apabila telah memenuhi syarat berikut :

1. Pernyataan Pendaftaran Emisi telah dinyatakan Efektif oleh BAPEPAM-LK.
2. Khusus calon emiten yang bidang usahanya memerlukan ijin pengelolaan (seperti jalan tol, penguasaan hutan) harus memiliki ijin tersebut minimal 15 tahun.
3. Calon emiten yang merupakan anak perusahaan dan/atau induk perusahaan dari emiten yang sudah tercatat (*listing*) di BEI dimana calon emiten memberikan kontribusi pendapatan kepada emiten yang *listing* tersebut lebih dari 50% dari pendapatan konsolidasi, tidak diperkenankan tercatat di Bursa.
4. Persyaratan pencatatan awal yang berkaitan dengan hal finansial didasarkan pada laporan keuangan Auditan terakhir sebelum mengajukan permohonan pencatatan.

- Persyaratan Pencatatan Awal di Papan Utama

Calon Perusahaan Tercatat akan dicatitkan untuk pertama kalinya di Papan Utama apabila memenuhi persyaratan berikut :

1. Telah memenuhi persyaratan umum pencatatan saham
2. Sampai dengan diajukannya permohonan pencatatan, telah melakukan kegiatan operasional dalam usaha utama (*core business*) yang sama minimal 36 bulan berturut-turut.



3. Laporan Keuangan telah diaudit 3 tahun buku terakhir, dengan ketentuan Laporan Keuangan Auditan 2 tahun buku terakhir dan Laporan Keuangan Auditan interim terakhir (jika ada) memperoleh pendapat Wajar Tanpa Pengecualian(WTP).
  4. Berdasarkan Laporan Keuangan Auditan terakhir memiliki Aktiva Berwujud Bersih (*Net Tangible Asset*) minimal Rp 100.000.000.000,- (seratus miliar rupiah)
  5. Jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham yang bukan merupakan Pemegang Saham Pengendali (*minority shareholders*) setelah Penawaran Umum atau perusahaan yang sudah tercatat di Bursa Efek lain atau bagi Perusahaan Publik yang belum tercatat di Bursa Efek lain dalam periode 5 (lima) hari bursa sebelum permohonan pencatatan, sekurang-kurangnya 100.000.000 (seratus juta) saham atau 35% dari modal disetor (mana yang lebih kecil).
  6. Jumlah pemegang saham paling sedikit 1.000 (seribu) pemegang saham yang memiliki rekening Efek di Anggota Bursa Efek, dengan ketentuan:
    - A. Bagi Calon Perusahaan Tercatat yang melakukan penawaran umum, maka jumlah pemegang saham tersebut adalah pemegang saham setelah penawaran umum perdana.
    - B. Bagi Calon Perusahaan Tercatat yang berasal dari perusahaan publik, maka jumlah pemegang saham tersebut adalah jumlah pemegang saham terakhir selambat-lambatnya 1 (satu) bulan sebelum mengajukan permohonan pencatatan.
    - C. Bagi Calon Perusahaan Tercatat yang tercatat di Bursa Efek lain, maka jumlah pemegang saham tersebut adalah dihitung berdasarkan rata-rata per bulan selama 6 (enam) bulan terakhir.
- Persyaratan Pencatatan di Papan Pengembangan:
    1. Telah memenuhi persyaratan umum pencatatan saham
    2. Sampai dengan diajukannya permohonan pencatatan, telah melakukan kegiatan operasional dalam usaha utama (*core business*) yang sama minimal 12 bulan berturut-turut.

3. Laporan Keuangan Audit tahun buku terakhir yang mencakup minimal 12 bulan dan Laporan Keuangan Audit interim terakhir (jika ada) memperoleh pendapat Wajar Tanpa Pengecualian(WTP).
4. Memiliki Aktiva Berwujud Bersih (*Net Tangible Asset*) minimal Rp 5.000.000.000,- (lima miliar rupiah)
5. Jika calon emiten mengalami rugi usaha atau belum membukukan keuntungan atau beroperasi kurang dari 2 tahun, wajib selambat-lambatnya pada akhir tahun buku ke-2 sejak tercatat sudah memperoleh laba usaha dan laba bersih berdasarkan proyeksi keuangan yang akan diumumkan di Bursa. Khusus bagi calon emiten yang bergerak dalam bidang yang sesuai dengan sifat usahanya memerlukan waktu yang cukup lama untuk mencapai titik impas (seperti: infrastruktur, perkebunan tanaman keras, konsesi Hak Pengelolaan Hutan (HPH) atau Hutan Tanaman Industri (HTI) atau bidang usaha lain yang berkaitan dengan pelayanan umum, maka berdasarkan proyeksi keuangan calon perusahaan tercatat tsb selambat-lambatnya pada akhir tahun buku ke-6 sejak tercatat sudah memperoleh laba usaha dan laba bersih.
6. Jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham yang bukan merupakan Pemegang Saham Pengendali (*minority shareholders*) setelah Penawaran Umum atau perusahaan yang sudah tercatat di Bursa Efek lain atau bagi Perusahaan Publik yang belum tercatat di Bursa Efek lain dalam periode 5 (lima) hari bursa sebelum permohonan pencatatan, sekurang-kurangnya 50.000.000 (lima puluh juta) saham atau 35% dari modal disetor (mana yang lebih kecil).
7. Jumlah pemegang saham paling sedikit 500 (lima ratus) pemegang saham yang memiliki rekening Efek di Anggota Bursa Efek, dengan ketentuan:
  1. Bagi Calon Perusahaan Tercatat yang melakukan penawaran umum, maka jumlah pemegang saham tersebut adalah pemegang saham setelah penawaran umum perdana.
  2. Bagi Calon Perusahaan Tercatat yang berasal dari perusahaan publik, maka jumlah pemegang saham tersebut adalah jumlah pemegang

saham terakhir selambat-lambatnya 1 (satu) bulan sebelum mengajukan permohonan pencatatan.

3. Bagi Calon Perusahaan Tercatat yang tercatat di Bursa Efek lain, maka jumlah pemegang saham tersebut adalah dihitung berdasarkan rata-rata per bulan selama 6 (enam) bulan terakhir.
8. Khusus calon emiten yang ingin melakukan IPO, perjanjian penjaminan emisinya harus menggunakan prinsip kesanggupan penuh (*full commitment*).

### 2.7.1 Tahapan dalam Initial Public Offering

Menurut Samsul (2006, p.70) suatu perusahaan yang untuk pertama kalinya akan menjual saham atau obligasi kepada masyarakat umum atau disebut *initial public offering* (IPO), membutuhkan tahapan-tahapan terlebih dahulu. Tahapan tersebut dapat dikelompokkan menjadi 5, yaitu : rencana *go public*, persiapan *go public*, pernyataan pendaftaran ke BAPEPAM, penawaran umum, dan kewajiban emiten setelah *go public*.

#### 1. Rencana *Go Public*

Rencana *go public* membutuhkan waktu yang cukup berkaitan dengan kondisi internal perusahaan, seperti :

- A. Rapat gabungan pemegang saham, dewan direksi, dan dewan komisaris, rapat gabungan ini akan membahas :
  - Alasan *go public*
  - Jumlah dana yang dibutuhkan
  - Penerbitan saham atau obligasi
- B. Kesiapan mental personel. Personel dari semua lapisan manajemen (termasuk pemegang saham mayoritas) harus siap secara mental menghadapi perubahan atau kejadian yang sebelumnya tidak pernah terjadi. Banyak kewajiban yang harus dilaksanakan oleh emiten setelah perusahaan *go public*, seperti kewajiban melaporkan secara rutin atau insidentil atas suatu peristiwa penting yang apabila tidak dilaksanakan emiten akan terkena sanksi denda atau sanksi pidana.
- C. Perbaiki organisasi. Organisasi perusahaan yang ada sebelum *go public* harus disesuaikan dengan ketentuan perundangan yang berlaku di pasar

modal. Misalnya, kewajiban mengelola perusahaan secara baik atau disebut *good corporate governance* yang tercermin dari kewajiban mengangkat komisaris independen, kewajiban membentuk komite audit, dan kewajiban mengangkat *corporate secretary*.

- D. Perbaiki sistem informasi. Mengingat banyak kewajiban pelaporan yang harus dilaksanakan oleh emiten, baik yang bersifat rutin maupun insidental, yang diminta oleh BAPEPAM ataupun Bursa Efek, maka emiten harus memiliki sistem informasi yang dapat diterbitkan setiap kali dibutuhkan. Perbaiki sistem meliputi keberadaan sistem akuntansi keuangan yang mengacu pada Standar Akuntansi Keuangan dari Ikatan Akuntan Indonesia, sistem laporan tahunan yang memasukkan standar tambahan dari bursa efek seperti hasil kerja dari komite audit, dan sistem akuntansi manajemen yang dapat menghitung laba ekonomis yang akan digunakan sebagai dasar menentukan jumlah dividen tunai yang harus dibagikan.
- E. Perbaiki aspek hukum. Pada umumnya emiten berasal dari perusahaan keluarga walaupun berbadan hukum perseroan terbatas. *Go public* berarti perseroan terbatas tertutup harus berubah menjadi perseroan terbatas terbuka (PT Tbk.), status kepemilikan aset tetap dan aset bergerak harus jelas, semua jenis aset yang ada dalam laporan keuangan yang telah diaudit harus sudah atas nama perseroan, termasuk rekening yang ada di bank. Semua perjanjian dengan pihak ketiga harus dilakukan secara tertulis notariil, tidak boleh secara lisan. Semua perizinan usaha yang diwajibkan harus dipenuhi, dan yang belum ada izin harus segera diupayakan. Semua perizinan usaha yang diwajibkan harus dipenuhi, dan yang belum ada izin harus diupayakan. Semua kewajiban pajak harus dipenuhi dan dibuktikan keabsahannya. Konsultan hukum akan membantu perusahaan yang akan *go public* dari segi hukum sehingga sesuai dengan hukum yang berlaku.
- F. Perbaiki struktur permodalan. Perbaiki struktur modal dengan cara pemegang saham menambah modal sendiri, atau mengubah struktur modal pinjaman dengan beban bunga yang lebih rendah.
- G. Persiapkan dokumen. Sebelum persiapan menuju *go public* dimulai, yaitu penunjukkan lembaga penunjang dan lembaga profesi, semua dokumen

yang dibutuhkan oleh lembaga tersebut harus disediakan. Pihak yang terlibat dalam proses *go public* adalah *underwriter*, akuntan publik, notaris, konsultan hukum, dan perusahaan penilai (*appraisal company*). Dokumen yang dibutuhkan antara lain : laporan keuangan yang telah diaudit, proyeksi laporan keuangan, bukti kepemilikan aktiva tetap dan aktiva bergerak, anggaran dasar perseroan, perjanjian notariil ataupun yang dibawah tangan, polis asuransi, peraturan perusahaan, pajak-pajak, perkara pengadilan, dan lain-lain.

## 2. **Persiapan Menuju *Go public***

Setelah rincian rencana *go public* diselesaikan seperti uraian sebelumnya, calon emiten akan menunjuk perusahaan penjamin emisi efek, akuntan publik, notaris, konsultan hukum, dan perusahaan penilai yang terdaftar di Bapepam, persiapan menuju *go public* meliputi:

- Penunjukkan Lembaga Penunjang dan Lembaga Profesi Penjamin Emisi, yang akan bertindak sebagai koordinator dalam kegiatan-kegiatan berikut :
  - a. Menentukan komitmen sesuai kondisi pasar
  - b. Rapat-rapat teknis
  - c. Pernyataan pendaftaran kepada BAPEPAM
  - d. *Public expose* dan *road show*
  - e. Persiapan prospektus
  - f. Penawaran resmi

Tanggung jawab penjamin emisi untuk mendapat persetujuan dari emiten mencakup:

### a. *Full commitment*

Penjamin emisi berkomitmen untuk membayar penuh dana pada saat penawaran umum usai dilaksanakan, sesuai dengan yang tertera dalam perjanjian penjaminan. Jumlah penuh yang dimaksudkan disini adalah jumlah saham yang ditawarkan dikali harga perdana.

### b. *Best effort commitment*

Penjamin emisi berkomitmen untuk membayar kepada emiten sebesar yang didapat dalam penawaran umum atau dengan kata lain tidak penuh.

Komitmen ini muncul karena kondisi pasar sedang lesu (*bearish*) sehingga penjamin emisi tidak berani memberi komitmen pembayaran penuh.

c. *Standby commitment*

Penjamin emisi memberi komitmen siap untuk membeli sendiri atau ada pihak lain yang bersedia membeli apabila kondisi pasar sangat lemah sehingga sasaran yang ditargetkan dalam penawaran umum tidak tercapai. Penjamin emisi atau pihak lain akan membeli dengan harga lebih rendah daripada harga perdana seperti yang telah disepakati sejak awal.

- *Due Diligence Meeting*, Untuk memperoleh gambaran awal mengenai kekuatan pasar, emiten memerlukan *due diligence meeting* yang dikoordinasikan oleh *underwriter*, yaitu pertemuan antara emiten, *underwriter*, dan lembaga profesi lainnya di satu sisi dengan para pialang dan para analis keuangan perusahaan serta investor kelembagaan di sisi lainnya.
- Pernyataan Pendaftaran kepada BAPEPAM, Pernyataan pendaftaran adalah dokumen yang wajib disampaikan kepada BAPEPAM oleh emiten dalam rangka penawaran umum atau perusahaan publik.
- *Public Expose* dan *Road Show*, *Public expose* dan *road show* merupakan upaya sendiri oleh emiten yang menjual saham dengan nilai kapitalisasi sangat besar sehingga perlu mengundang calon investor.

3. **Pelaksanaan *Go Public***

Kegiatan pelaksanaan *go public* meliputi :

- a. Penyerahan dokumen ke BAPEPAM
- b. Tanggapan dari BAPEPAM
- c. Perbaikan dokumen pernyataan pendaftaran
- d. *Mini expose* di BAPEPAM
- e. Penentuan harga perdana
- f. Sindikasi dan perjanjian penjaminan emisi

4. **Penawaran Umum**

Kegiatan penawaran umum meliputi :

- a. Distribusi prospektus
- b. Penyusunan prospektus ringkas untuk diiklankan

- c. Penawaran
- d. Penjatahan
- e. Pengembalian dana
- f. Penyerahan saham
- g. Pencatatan saham/perdagangan saham

Dalam kegiatan penawaran umum terdapat pendistribusian prospektus, prospektus adalah setiap informasi tertulis yang berkaitan dengan penawaran umum dan bertujuan agar pihak lain membeli efek (Undang-undang No. 8 Tahun 1995). Pada umumnya, prospektus dibagikan oleh emiten melalui *underwriter* dan agen penjual efek yang ditunjuk oleh *underwriter* menjelang penawaran umum dilaksanakan. Calon investor harus berupaya untuk mendapatkan prospektus itu dan mempelajarinya sebelum melakukan pesanan saham. Prospektus berisikan antara lain :

1. Penjelasan tentang penawaran umum, misalnya tanggal efektif, masa penawaran, tanggal alokasi penjatahan, tanggal pengembalian uang pemesanan, tanggal distribusi saham, tanggal pencatatan, nama perusahaan, logo perusahaan, jumlah saham yang ditawarkan ke masyarakat, harga penawaran, harga nominal saham, penjamin emisi efek dan sindikasinya.
2. Rencana penawaran saham, bursa tempat pencatatan saham, rencana stabilisasi harga.
3. Tabel proforma susunan pemegang saham sebelum dan sesudah penawaran umum, termasuk komposisi pemegang saham dalam nilai rupiah, jumlah saham serta prosentase kepemilikan.
4. Rencana penggunaan dana yang diperoleh dari penawaran umum secara terperinci dan komposisi serta prosentase
5. Pernyataan utang perseroan.
6. Analisis dan pembahasan oleh manajemen.
7. Risiko usaha.
8. Kejadian penting setelah tanggal pelaporan keuangan.
9. Keterangan tentang emiten, menjelaskan mengenai kedudukan perusahaan baik secara vertikal kepemilikan pemegang saham institusinya maupun

kepemilikan pada anak-anak perusahaan. Keterangan singkat tentang operasional perusahaan, susunan direksi dan komisaris. Keterangan tentang kesejahteraan dan sumber daya manusia dalam perusahaan.

10. Kegiatan dan prospek usaha emiten, menjelaskan mengenai kondisi perusahaan yang fundamental, terdiri dari aspek keuangan, pemasaran, operasional, cabang, serta penjelasan mengenai prospek usaha perseroan dan prospek bidang industrinya.
11. Ikhtisar data keuangan penting.
12. Ekuitas, menyatakan perubahan ekuitas perseroan dalam tiga tahun terakhir.
13. Kebijakan dividen.
14. Perpajakan.
15. Penjamin emisi efek, bagian ini menjelaskan bagaimana cara perseroan menghitung harga penawaran berdasarkan rasio harga terhadap pendapatan perusahaan, serta dijelaskan daftar penjamin emisi beserta sindikasinya.
16. Lembaga dan profesi penunjang pasar modal, keterlibatan dari konsultan hukum, auditor independen, notaris, Biro Administrasi Efek (BAE), dan penilai.
17. Pendapat dari segi hukum, menyajikan opini konsultan hukum terhadap eksistensi perseroan termasuk kondisi kontijensinya.
18. Laporan keuangan, disajikan paling sedikit tiga tahun terakhir.
19. Laporan penilai (jika ada).
20. Anggaran Dasar yang telah disesuaikan dengan regulasi Undang-Undang Perseroan Terbatas serta peraturan tentang perusahaan yang telah *go public*.
21. Persyaratan pemesanan pembelian efek.
22. Penyebarluasan prospektus dan formulir pemesanan pembelian efek.
23. Wali amanat dan penanggung (jika ada penerbitan obligasi).

Prospektus harus didistribusikan kepada para agen penjual yang ditunjuk oleh *underwriter* sebelum penawaran resmi dilaksanakan. Calon investor dapat memesan saham secara langsung dari penjamin emisi atau para agen penjual



sekaligus dengan pembayarannya dan menyerahkan fotocopy identitas, misalnya, Kartu Tanda Penduduk yang masih berlaku.

Penawaran resmi efek melibatkan 5 tahapan, yaitu :

- Periode penawaran (*offering period*) adalah periode (minimal 3 hari kerja) dimulainya penawaran sekuritas.
- Periode penjatahan (*allotment period*) adalah periode (maksimal 6 hari kerja) akan dilakukannya pembagian perolehan saham.
- Periode pengembalian dana (*refund period*) adalah periode tertentu (maksimal 4 hari kerja) yang telah ditetapkan dan tertera dalam prospektus untuk mengembalikan dana kepada calon investor akibat kelebihan pembayaran oleh calon investor berkaitan dengan penjatahan saham.
- Periode penyerahan saham (*delivery period*) adalah 3 hari sebelum saham itu dicatatkan atau diperdagangkan di Bursa Efek, saham tersebut sudah diterima oleh investor.
- Periode pencatatan di bursa efek (*listing date*) adalah suatu tanggal yang telah ditetapkan terlebih dahulu dan tertera pada halaman depan prospektus yang menunjukkan hari pertama saham itu diperdagangkan di bursa efek.

Setelah selesai melakukan penjualan saham di pasar perdana, selanjutnya saham tersebut dicatatkan di Bursa Efek Indonesia sampai perdagangan di pasar sekunder dilaksanakan selambat-lambatnya 90 hari sesudah dimulainya masa penawaran umum, atau 30 hari sesudah ditutupnya masa penawaran umum tersebut tergantung mana yang lebih dahulu.

Di BEI, proses pencatatan efek dimulai dari pengajuan permohonan pencatatan ke bursa oleh emiten tentunya berdasarkan persyaratan pencatatan efek yang berlaku di BEI. Persyaratan untuk tiap efek berbeda, tetapi persyaratan pertama yang harus dipenuhi terlebih dahulu antara lain mendapat pernyataan efektif dari BAPEPAM atas pernyataan pendaftaran emisi emiten.

##### **5. Kewajiban Emiten setelah *Go Public***

Pemegang saham mayoritas atau pemilik lama sebagai pemegang saham pendiri (*founding stakeholder*) harus menjaga kepercayaan yang sudah diberikan oleh pemegang saham minoritas atau masyarakat dengan cara :

- Tidak melakukan tindakan yang menjatuhkan harga saham di pasar
- Selalu memberi informasi secepat mungkin kepada investor
- Tidak melakukan penipuan harga dalam transaksi internal yang mengandung *conflic of interest*, misalnya *transfer pricing*, dan pinjaman tanpa bunga
- Menyampaikan laporan keuangan yang sudah diaudit (*short form report*) langsung ke alamat pemegang saham
- Menyampaikan laporan berkala yang sudah diwajibkan oleh BAPEPAM/Bursa
- Menyampaikan laporan insidentil atas suatu peristiwa yang terjadi dan dapat memengaruhi harga saham di pasar.

## 2.8 *Underpricing*

Yolana dan Dwi Martani (2005) mendefinisikan *underpricing* adalah selisih positif antara harga saham di pasar sekunder dengan harga saham di pasar perdana atau saat IPO. Selisih harga inilah yang dikenal sebagai *initial return* (IR) atau positif *return* bagi investor, *underpricing* adalah fenomena yang umum dan sering terjadi di pasar modal manapun saat emiten melakukan IPO. Fenomena *underpricing* dikarenakan adanya *mispriced* di pasar perdana sebagai akibat adanya ketidakseimbangan informasi antara pihak *underwriter* dengan pihak perusahaan, dalam literatur keuangan masalah tersebut disebut adanya *asymetry informasi*. Menurut Stoughton and Zechner (1998) dikatakan bahwa *underpricing* merupakan akibat dari *moral hazard*, yang mana *underpricing* merupakan kompensasi dari kegiatan *monitoring* yang dilakukan oleh pemegang saham profesional.

Di Indonesia, fungsi penjaminan hanya ada satu yaitu tipe *full commitment*, sehingga pihak *underwriter* berusaha untuk mengurangi resiko dengan jalan menekan harga di pasar perdana, agar terhindar dari kerugian (Ghozali dan Mudrik Al Mansur, 2002). Tipe penjaminan *full commitment* adalah tipe penjaminan yang beresiko tinggi bagi *underwriter* (Nurhidayati dan Nur Indriantoro, 1998), oleh karena itu fenomena *underpricing* dimungkinkan terjadi di Indonesia karena *underwriter* tidak ingin rugi jika saham yang diperdagangkan tidak laku dipasar, oleh karena itu harga penawaran ditekan serendah mungkin.

Sebaliknya fenomena *underpricing* tidak menguntungkan bagi perusahaan yang melakukan *go public*, karena dana yang diperoleh perusahaan atau *emiten* tidak maksimal tetapi di lain pihak menguntungkan para investor (Prastiwi dan Kusuma, 2001), perusahaan menginginkan agar meminimalkan kemungkinan *underpricing*, karena terjadinya *underpricing* akan menyebabkan adanya transfer kemakmuran (*Wealth*) dari pemilik kepada *investor* Beatty (1989).

Ada tiga teori pokok yang menentukan *underpricing*, yaitu *information asymetry*, *signalling hypothesis*, *litigation risk*. Teori-teori yang menjelaskan *underpricing* :

#### A. Asimetri Informasi

Emiten, *underwriter* (penjamin emisi), masyarakat pemodal adalah pihak-pihak yang terlibat dalam penawaran perdana pada saat terjadinya *underpricing* karena adanya asimetri informasi yang menjelaskan perbedaan informasi. Model Baron (1982), sebagaimana dikutip oleh Daljono (2000), menganggap *underwriter* memiliki informasi lebih mengenai pasar modal, sedangkan emiten tidak memiliki informasi mengenai pasar modal. Oleh karena itu, *underwriter* memanfaatkan informasi yang dimiliki untuk membuat kesepakatan harga IPO yang maksimal, yaitu harga yang memperkecil resikonya apabila saham tidak terjual semua. Karena emiten kurang memiliki informasi, maka emiten menerima harga yang murah bagi penawaran sahamnya. Semakin besar ketidakpastian emiten tentang kewajaran harga sahamnya, maka lebih besar permintaan terhadap jasa *underwriter* dalam menetapkan harga. Sehingga *underwriter* menawarkan harga perdana sahamnya dibawah harga ekuilibrium. Oleh karena itu akan menyebabkan tingkat *underpricing* semakin tinggi.

#### B. *Signalling Hypothesis*

Dalam konteks ini *underpricing* merupakan suatu fenomena ekuilibrium yang berfungsi sebagai sinyal kepada para investor bahwa kondisi perusahaan cukup baik atau mempunyai prospek yang bagus (Ernyan dan Husnan, 2002). Titman dan Trueman (1986) menyajikan *signalling model* yang menyatakan bahwa auditor yang memiliki kualitas akan menghasilkan informasi yang berguna bagi investor didalam menaksir nilai perusahaan

yang melakukan IPO. Hal ini sesuai dengan *signalling theory* yang dikemukakan Leland dan Pyle (1977) yang menunjukkan bahwa laporan keuangan yang *audited* dan prosentase kepemilikan saham akan mengurangi tingkat ketidakpastian. Sumarsono (2003) menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal kepada pasar, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan perusahaan yang berkualitas buruk. Oleh karena itu, *issuer* dan *underwriter* dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar. *Underpricing* beserta sinyal yang lain (reputasi *underwriter*, reputasi auditor, umur perusahaan, *financial leverage*, *return on asset*) merupakan sinyal positif yang berusaha diberikan oleh *issuer* guna menunjukkan kualitas perusahaan pada saat IPO.

#### C. *Litigation Risk*

Hal ini terkait dengan perusahaan IPO dan *underwriter* secara sengaja *underprice* saham mereka untuk mengasuransikan kewajiban jangka panjang mereka dengan menarik, namun bukti atas ini adalah *mixed* dan tidak meyakinkan (Lowry dan Shu, 2002).

#### 2.9. *Underperformance*

*Underperformance* adalah performa rendah perusahaan yang berasal dari selisih antara return jangka panjang dari perusahaan IPO yang dibandingkan dengan *benchmark*-nya. Beberapa kajian di banyak negara menyatakan underperforma terjadi setelah satu tahun (Aggarwal dan Rivoli, 1990), tiga tahun (Ritter, 1991 dan Loughran et al., 1994) dan lima tahun (Loughran and Ritter, 1995). Brav dan Gomper (1997) menyatakan bahwa performa perusahaan yang dengan modal sendiri (privat) lebih baik dibanding perusahaan IPO, yang dapat dilihat dari *book-to-market ratio* pada saat tanggal IPO yang memiliki pengaruh besar kepada performa setelah IPO, selain itu Carter et al., (1998) menyatakan bahwa underperforma juga dipengaruhi oleh *lead manager* yang baik.

Teori yang menjelaskan *long run underperformance* disebut *fads theory*. Menurut Aggarwal dan Rivoli (1990) dan Ritter (1991) underperforma yang besar setelah tiga tahun dari peluncuran saham perdana dialami emiten sebesar  $-13.73\%$  and  $-29.13\%$ . Kedua penelitian tersebut fokus pada perilaku harga abnormal pada

saat IPO yang dikarenakan *overoptimistic* investor mengharapkan return sisa yang besar dan akan menjual saham IPO-nya ketika ekspektasi mereka tidak tercapai pada jangka waktu yang lama. Ini dapat dikatakan bahwa *fad* menyebabkan demand yang tinggi pada waktu di awal, tetapi setelahnya membuat investor kecewa dan kemudian menjual sahamnya, maka inilah yang menyebabkan kondisi *underperformance*. Ritter (1991) telah lebih maju meneliti mengenai *fads theory* dan menyatakan bahwa perusahaan yang IPO dengan profil risiko yang tinggi (ie. Lebih muda, lebih kecil dan aktif dalam sektor-sektor tertentu) akan menjadi subjek sentimen dari pemegang saham yang akan kemudian disebut *fads of the stock market*.

Loughran dan Ritter (1995) menemukan bukti bahwa undeperforma merupakan hasil dari pemanfaatan *windows opportunity* oleh emiten dan *lead manager*. Perusahaan menjadi perusahaan publik pada saat memiliki *overvalue* relatif (ie. *Market-to-book* rasio), jika setelah IPO, kinerja emiten tidak sesuai ekspektasi investor, maka *value* perusahaan tersebut akan terjustifikasi dan menurun. Teoh et al., (1998) menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan *window dressing* sesaat sebelum IPO akan mengalami *underperformance* sesaat setelahnya karena berdasarkan informasi yang disediakan, investor menilai perusahaan terlalu tinggi pada awalnya, dan jika perusahaan tidak memenuhi ekspektasi setelah periode IPO investor akan melakukan *revalue* atas perusahaan tersebut yang kemudian akan mengakibatkan nilai saham akan jatuh.

Merupakan hal yang penting untuk membahas pilihan matriks untuk mengukur performa perusahaan, dalam penelitian sebelumnya ada beberapa pilihan pengukuran. Barber dan Lyon (1997), Kothari dan Warner (1997), dan Lyon, Barber, dan Tsai (1999) melalui penelitiannya memberikan penelitian yang menyeluruh terkait berbagai model untuk pengukuran kinerja abnormal.

Fama (1998), Mitchell dan Stafford (2000) menyatakan bahwa performa abnormal yang diukur dengan *buy and hold return* lebih representatif untuk menilai keadaan *underperformance* suatu perusahaan dibanding menggunakan kumulatif pengembalian abnormal (CAR) dan regresi *time series*, dimana *buy and hold return* menggabungkan return periode tunggal (*single periode return*) pada frekuensi bulanan. Dengan adanya *buy and hold return* maka *underperformance*

kemungkinan lebih besar terjadi, karena adanya penggabungan return periode tunggal tersebut. Tetapi pendistribusi properti dan statistik tes untuk CAR lebih mudah dipahami. Pemilihan penggunaan BHAR maupun CAR tergantung pada strategi trading implisit yang diasumsikan.

### **2.10 Buy and Hold Strategy**

Strategi *buy and hold* dapat didefinisikan sebagai strategi dimana investor membeli satu atau lebih saham dan memilikinya sampai beberapa periode di masa mendatang untuk mencapai target tertentu atas tujuan investasinya (Jones, 2007). Dalam strategi ini hal yang diutamakan adalah dapat menekan serendah-rendahnya biaya transaksi, biaya tambahan untuk riset dan biaya lainnya. Para investor percaya bahwa setelah beberapa periode mendatang strategi ini akan menghasilkan kinerja yang sama baiknya atau bahkan lebih baik dibandingkan dibandingkan strategi lainnya dimana investor diharuskan membentuk portofolio saham yang optimal untuk satu periode waktu tertentu kemudian menjual dan menggantinya dengan saham lain karena komposisi saham lama dianggap sudah tidak optimal lagi, maka dengan alternatif ini akan timbul biaya transaksi yang tinggi dan adanya kemungkinan kesalahan dan ketidakpastian dalam prosesnya. Menurut Jones (2007) kesuksesan dari strategi ini sangat bergantung pada langkah awal dalam memilih saham-saham yang tepat untuk masuk ke dalam portofolionya. Jika suatu ketika pergerakan portofolionya sudah menyimpang jauh dari risiko yang dapat ditolerir maka sebaiknya investor melakukan penyesuaian atas portofolio sahamnya.

### **2.11 Penelitian Terdahulu**

#### **2.11.1 Manajemen Laba Menjelang IPO**

Penelitian empiris mengenai praktik manajemen laba disekitar periode IPO telah banyak dilakukan. Berikut dipaparkan ringkasan hasil penelitian dari para peneliti terdahulu yang membuktikan adanya manajemen laba pada periode sekitar IPO.

Menurut penelitian Amin (2007) yang meneliti waktu dilakukannya manajemen laba oleh perusahaan IPO, dan hasil pengujiannya menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan IPO terindikasi melakukan kebijakan manajemen

laba tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah pelaksanaan IPO dengan memainkan komponen akrual. Dari penelitian tersebut didapatkan bahwa diskresi akrual, yang merupakan proksi dari manajemen laba, periode sebelum dan sesudah IPO tidak terlalu signifikan perbedaannya, oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa perusahaan masih melanjutkan kebijakan manajemen laba sampai tiga tahun setelah IPO.

Dalam penelitian Zhou dan Elder (2003) yang meneliti hubungan antara kualitas audit (yang diukur oleh audit atas besarnya perusahaan dan audit spesialisasi industri) terhadap manajemen laba (yang diukur dengan diskresi akrual) pada saat proses IPO. Manajemen laba di saat proses IPO merupakan perhatian khusus atas asimetri informasi antara manajemen dan investor dan hal tersebut merupakan insentif bagi manajemen untuk melakukan hal tersebut. Dalam penelitian ini menyatakan bahwa KAP yang termasuk dalam big 5 dan auditor spesialis industri memengaruhi dalam pengurangan praktik manajemen laba pada saat proses IPO.

Nastiti dan Gumanti (2011) dalam penelitiannya yang menguji hubungan antara manajemen laba (yang diukur dengan *discretionary current accrual*) dengan kualitas audit, arus kas operasi, ukuran perusahaan, perubahan laba, dan tingkat leverage pada perusahaan yang melakukan IPO. Dengan menggunakan sampel 62 perusahaan yang melakukan IPO periode 2000-2006 menyatakan bahwa kualitas audit (yang diukur dengan ukuran KAP) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap manajemen laba pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia pada periode 2000-2006, oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa auditor berafiliasi (*big-5*) mampu membatasi manajemen laba pada perusahaan yang melakukan IPO. Arus kas operasi ditemukan berhubungan negatif dan signifikan dengan manajemen laba, jadi perusahaan yang memiliki arus kas dari aktivitas operasi perusahaan tinggi, motivasi untuk melakukan manajemen laba akan menurun karena perusahaan secara riil mampu menghasilkan dana yang cukup sehingga tidak perlu melakukan manajemen laba. Selain itu dalam penelitiannya ditemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap manajemen laba, perusahaan besar yang IPO di Indonesia cenderung melakukan manajemen laba pada saat IPO, hal ini

dikarenakan perusahaan-perusahaan publik di Asia Timur memiliki level transparansi dan kualitas pengungkapan yang rendah, yang mengakibatkan investor kurang memiliki informasi yang akurat tentang kredibilitas laporan keuangan (Sanjaya, 2008 dalam Nastiti dan Gumanti, 2011). Perubahan laba berhubungan positif tetapi tidak signifikan dengan praktik manajemen laba pada saat IPO, hal ini mengindikasikan perubahan laba tidak selalu dikarenakan perusahaan melakukan praktik manajemen laba, namun karena perusahaan benar-benar meningkatkan kinerjanya sehingga menghasilkan penjualan dan laba yang tinggi pada saat *go public*. Dan yang terakhir terkait dengan *leverage* perusahaan IPO dinyatakan bahwa manajemen laba berpengaruh negatif tidak signifikan, perusahaan yang memiliki tingkat leverage yang tinggi cenderung melakukan manajemen laba dibanding perusahaan yang tingkat leverage kecil. Di Indonesia perusahaan pada saat IPO memiliki nilai ekuitas yang bernilai negatif (defisiensi ekuitas), hal ini menyebabkan tingkat leverage dihitung dari total kewajiban dibandingkan dengan total aset akan menghasilkan nilai yang tinggi. Penelitian ini belum mempertimbangkan efek dari ekuitas yang negatif pada periode sebelum IPO.

Friedlan (1994) telah membuktikan bahwa perusahaan yang melakukan IPO cenderung melakukan kebijakan akuntansi yang meningkatkan laba melalui penggunaan akrual pada periode laporan keuangan terakhir menjelang peristiwa IPO. Hal ini terkait dengan penelitian Hughes (1986) yang menyebutkan bahwa informasi yang ada dilaporan keuangan, salah satunya net income, akan memberikan sinyal bagi investor untuk memprediksi nilai perusahaan. Dengan melaporkan nilai perusahaan yang baik, maka hal itu akan membuat investor tertarik membeli sahamnya.

Bloch (1986), Buck (1990), dan Gumanti (2001) menunjukkan bahwa informasi akuntansi berhubungan dengan harga penawaran suatu IPO, yang menyiratkan suatu anggapan bahwa emiten memiliki insentif atau dorongan untuk memilih metode-metode akuntansi tertentu yang dapat meningkatkan penerimaan (*proceeds*) melalui pengaturan tingkat keuntungan yang dikenal dengan istilah manajemen laba (*earnings management*). Praktik manajemen laba yang dilakukan



oleh perusahaan sebelum melakukan IPO adalah *income increasing* atau meningkatkan laba yang dilaporkan (Friedlan, 1994) dan (Teoh et al., 1998).

### **2.11.2 Manajemen Laba dan Kaitannya dengan *Underpricing* Saham pada Periode IPO**

*Underpricing* merupakan fenomena yang sering terjadi pada pasar perdana, banyak penelitian yang melakukannya antara lain: Ritter, 1991; Mc Guinness, 1992; Husnan, 1993; Aggrawal et al., 1993; Ernyan dan Husnan, 2002.

Dalam penelitian Uddin (2008) yang meneliti apakah inisial *return* pada hari pertama perdagangan benar-benar diinginkan oleh emiten dan penjamin emisi. Dalam penelitiannya menyatakan bahwa salah satu indikator untuk mengukur apakah saham perusahaan mengalami *underpriced* dengan membandingkan P/E rasio perusahaan tersebut dengan P/E rasio perusahaan lain dengan industri yang sama, jika P/E rasio perusahaan lebih rendah dibandingkan pembandingnya, maka dapat disimpulkan perusahaan tersebut mengalami *underpriced*. P/E rasio merupakan harga saham penawaran dibagi Earning Per Share perusahaan, oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa manajemen laba dapat memengaruhi fenomena *underpricing* yang terjadi.

Banyak penelitian yang meneliti hubungan antara manajemen laba dengan fenomena *underpricing*, salah satunya Shen et al., (2008) yang meneliti hubungan manajemen laba terhadap *underpricing* saham di perusahaan-perusahaan IPO selama tahun 1998-2003 di Cina. Dalam penelitiannya disusun beberapa variabel ke dalam kuantil berdasarkan besarnya *underpricing*, diskresi akrual dan diskresi akrual jangka pendek, dinyatakan bahwa emiten yang agresif dalam penggunaan akrual akan meningkatkan besarnya *underpricing*. Dalam penelitiannya disimpulkan bahwa akrual diskresioner yang positif di sekitar periode IPO membiaskan pandangan investor dan mengakibatkan harga meningkat di pasar sekunder.

Menurut penelitian DuCharme et al., (2000) yang meneliti bagaimana manajemen memengaruhi penentuan nilai perusahaan perdana, hasilnya menunjukkan bahwa manajemen laba memengaruhi nilai awal perusahaan secara positif dan signifikan. Dapat disimpulkan bahwa manajemen laba dilakukan agar nilai perusahaan yang tinggi pada saat IPO. Dengan nilai perusahaan yang tinggi

di awal dimungkinkan para investor akan mendapatkan return positif pada hari pertama perdagangan, *underpricing* terjadi. Selain menguji hubungan laba dengan pembentukan nilai perusahaan perdana saat IPO, penelitian ini menguji hubungan manajemen laba dengan variabel arus kas kegiatan operasi, variabel manajemen laba yang tidak terbentuk akibat diskresi dari manajemen, variabel proporsi kepemilikan saham yang ditahan pemilik saham lama, variabel auditor dan penjamin emisi yang digunakan, variabel adanya pemodal ventura, dan juga variabel tingkat pertumbuhan penjualan pada tahun fiskal terakhir sebelum IPO.

Dalam penelitian Chiu dan Sinha (2009) menguji apakah tingginya nilai inisial *return* IPO dikarenakan tingginya tingkat diskresi akrual jangka pendek (*discretionary current accrual*). Dalam penelitiannya disebutkan bahwa diskresi akrual jangka pendek perusahaan yang nilainya lebih besar dari pada nol mengindikasikan bahwa akrual jangka pendek suatu perusahaan melebihi normal dibandingkan dengan industri *benchmark*-nya, dan perusahaan tersebut agresif dalam mengakui laba. Hasil dari penelitian tersebut menyimpulkan bahwa perusahaan yang secara agresif melaporkan labanya, akan menerima *initial return* yang tinggi pada saat perusahaan IPO.

Seiring dengan penelitian-penelitian tersebut, menurut Mayangsari dan Wilopo (2002) manajemen laba dapat memengaruhi nilai perusahaan yang mengakibatkan respon positif dari pasar. Lebih lanjut dijelaskan dalam penelitian Shivakumar (2010) bahwa investor sebenarnya sudah menduga bahwa manajemen telah melakukan *overstate* terhadap laba perusahaannya sebelum melakukan IPO, dan secara rasional berusaha melepaskan pengaruhnya pada saat pengumuman IPO. Hal ini menyebabkan investor memiliki penilaian rendah terhadap laba sebelum IPO dan memberikan nilai yang rendah untuk perusahaan.

### **2.11.3 Manajemen Laba dan Kaitannya dengan *Underperformance* pasca-IPO**

Penurunan kinerja perusahaan jangka panjang diakibatkan adanya pengkoreksian harga saham *overvalue* yang dikarenakan adanya manajemen laba (Bowman dan Navissi, 1998). Jika dibandingkan dengan performa jangka pendek, menurut penelitian Pratiwi dan Kusuma (2001) dinyatakan bahwa kinerja IPO

dalam waktu tiga bulan adalah positif dan kinerja dalam waktu dua puluh empat bulan adalah negatif.

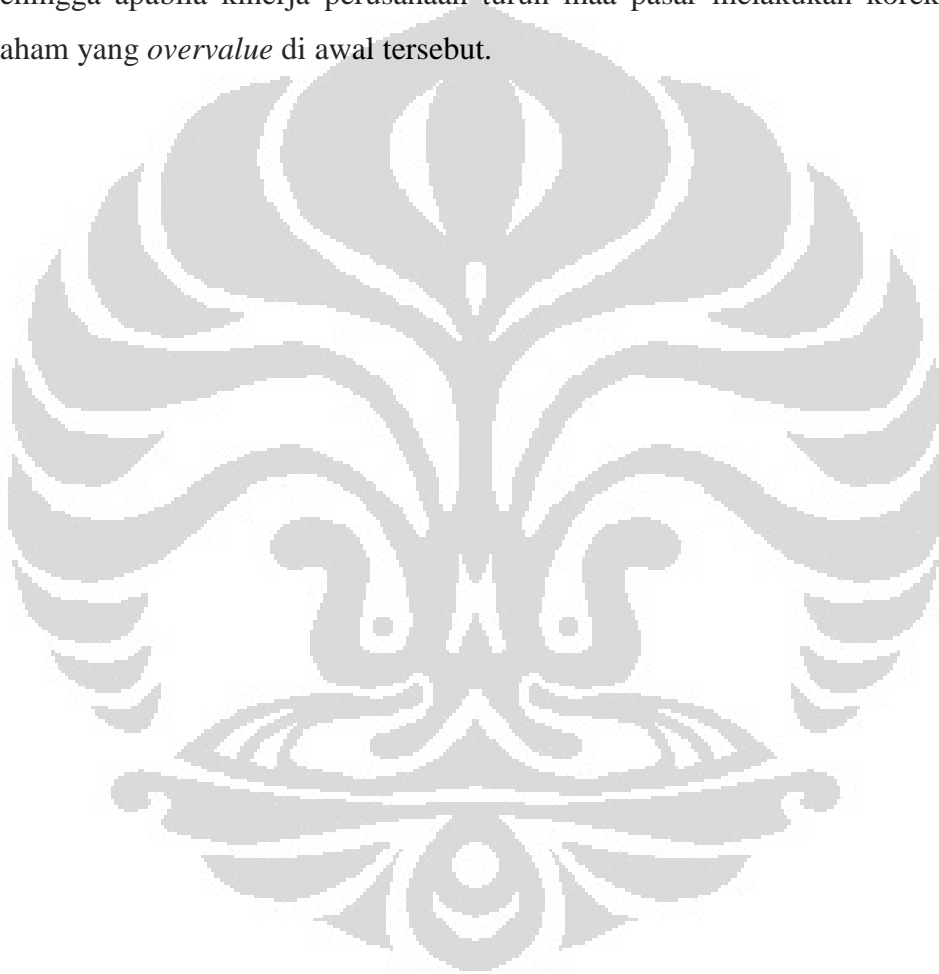
Menurut penelitian DuCharme et al., (2000) selain meneliti hubungan manajemen laba dengan nilai awal perusahaan, juga diteliti hubungan manajemen laba dengan performa perusahaan setelah IPO. Jika emiten secara oportunistik memanipulasi laba untuk mendapatkan *raising fund* yang tinggi pada saat IPO, maka investor secara temporer tertipu dan membentuk suatu harapan yang optimis terkait prospek perusahaan kedepannya. Nilai perusahaan akan turun ketika perusahaan menunjukkan keadaan yang sebenarnya. Oleh karena itu hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa manajemen laba dan performa saham setelah IPO berhubungan negatif.

Suherman (2011) memberikan bukti baru dalam penelitiannya terkait kinerja jangka panjang penawaran umum perdana di Indonesia *underperformed*, dinyatakan bahwa kinerja jangka panjang ditentukan oleh metode yang digunakan, hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian terdahulu di Indonesia yang mengatakan bahwa kinerja jangka panjang IPO mengalami *underperformed*, dalam penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja jangka panjang IPO signifikan *underperformed* ketika pengukuran menggunakan BHAR's tetapi jika menggunakan metode CAR's dan FFTM kinerja perusahaan jangka panjang tidak signifikan *underperformed/ outperformed*.

Shen et al., (2008) menguji apakah manajemen laba yang dilakukan disekitar periode IPO memengaruhi *underperformance* perusahaan dengan sampel perusahaan-perusahaan yang IPO di Cina. Dalam penelitiannya dinyatakan bahwa fenomena *underpricing* di awal IPO dikoreksi oleh waktu sejalan dengan performa saham perusahaan IPO, oleh karena itu dalam penelitiannya dibuktikan adanya hubungan yang negatif signifikan antara manajemen laba dengan performa saham jangka panjang yang diukur dengan *buy and hold return* selama tiga tahun.

Dalam penelitian Teoh et al., (1998) yang menguji hubungan performa return saham jangka panjang setelah IPO dengan manajemen laba pada saat IPO, hasilnya adalah perusahaan yang melakukan manajemen laba pada di awal IPO memiliki return saham yang buruk tiga tahun setelahnya.

Penelitian-penelitian lain seperti Ritter (1991); Agrawal et al., (1993); dan Levis (1993) menyebutkan bahwa kinerja IPO untuk jangka panjang menunjukkan kinerja yang kurang baik. Hampir semua penelitian sebelumnya menyimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO cenderung mengalami *underperformance*, hal ini dikarenakan adanya praktik manajemen laba pada saat IPO. Kondisi tersebut dikarenakan harga saham di pasar sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar, oleh karenanya harga saham berkorelasi dengan kinerja perusahaan, sehingga apabila kinerja perusahaan turun maka pasar melakukan koreksi harga saham yang *overvalue* di awal tersebut.



## BAB 3

### METODE PENELITIAN

#### 3.1 Pengembangan Hipotesis

Kegiatan penawaran saham perdana merupakan peristiwa yang mengandung kondisi asimetri informasi, asimetri ini terjadi karena sebelum penawaran perdana perusahaan tidak mempublikasikan informasi terkait perusahaannya (Rao, 1993). Satu-satunya informasi yang dimiliki investor hanyalah laporan keuangan yang dikeluarkan perusahaan IPO. Investor terpusat pada informasi laba ketika mengambil keputusan untuk berinvestasi, sehingga hal tersebut memicu manajemen melakukan manajemen laba untuk menghasilkan laba yang dianggap normal untuk suatu perusahaan (Bartov, 1993 dalam Wahyuningsih, 2007). Laba sering menjadi daya tarik investor untuk berinvestasi karena laba merupakan ukuran yang merangkum kinerja operasional perusahaan yang disusun berdasarkan basis akrual (Niken dan Sylvia, 2009). Salah satu hal yang menjadi pemicu manajemen laba adalah motivasi untuk memanfaatkan kegiatan Initial Public Offering (IPO) sebagai sebuah kondisi asimetri informasi dalam rangka mendapatkan harga saham perdana yang tinggi (Scott, 2009). Selain tindakan oportunistik terkait asimetri informasi yang dilakukan oleh manajemen, pemicu lain yang memengaruhi praktik manajemen laba pada saat IPO adalah karena adanya ketakutan yang dirasakan oleh perusahaan bahwa saham yang ditawarkannya tidak direspon dengan baik oleh pasar jika laba yang tercatat tidak menarik (Gumanti dan Niagara, 2007). Oleh karena itu calon emiten biasanya melakukan manajemen laba sebelum melaksanakan IPO, alasan ini dikarenakan agar menarik minat para calon investor yang belum paham kondisi perusahaan sebelumnya untuk berinvestasi di perusahaan yang akan terdaftar di bursa efek. Dalam penelitian ini manajemen laba diukur dengan nilai diskresi akrual pada periode satu tahun sebelum IPO, baik total diskresi akrual; diskresi akrual jangka pendek maupun diskresi akrual jangka panjang, hal ini dikarenakan manajer memiliki diskresi yang besar pada akrual jangka pendek (Teoh et al., 1998).

Fenomena initial *return* positif pada hari pertama di bursa merupakan hal yang sering terjadi. Perusahaan-perusahaan yang privat ataupun perusahaan milik negara (BUMN) yang melakukan IPO umumnya mengalami *underpriced*, harga pada penawaran perdana lebih rendah daripada harga pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder (Husnan, 1996). Penelitian-penelitian terdahulu menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO mengalami fenomena *underpriced*, hal ini dikarenakan untuk menandai bahwa perusahaan yang melakukan IPO memiliki kualitas, yaitu dengan memberikan *return* positif pada hari pertama di bursa dan memberikan kinerja yang baik pada masa yang akan datang. Selain perusahaan yang memang memiliki kualitas, fenomena *underpriced* juga dikarenakan adanya asimetri informasi (Baron, 1986; Fock, 1986). Mengikuti penelitian Ritter dan Welch (2002), dalam penelitian ini digunakan inisial *return* pada saat hari pertama di perdagangan sebagai proksi dari *underpricing*.

Praktik manajemen laba berkaitan dengan kinerja jangka pendek perusahaan, seperti yang dikemukakan Chiu dan Sinha (2009) bahwa perusahaan yang secara agresif melaporkan labanya, akan menerima inisial *return* yang tinggi pada saat perusahaan IPO. Menurut DuCharme et al., (2000) perusahaan yang memiliki laba yang baik karena manajemen laba akan meningkatkan *value of firm* perusahaan perdana, sehingga pada hari pertama peluncuran di bursa para investor pemegang saham IPO akan mendapat *return* positif. Shen, et al. (2008) menyatakan bahwa manajemen laba memiliki hubungan yang positif dengan diskresi akrual baik melalui komponen total diskresi akrual, diskresi akrual jangka pendek maupun diskresi akrual jangka panjang. Diskresi akrual tersebut mampu membiaskan keputusan investor saat ingin memutuskan berinvestasi di perusahaan IPO, hal ini menjadi penyebab tingginya harga saham perusahaan di pasar sekunder. Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, fenomena *underpricing* saham yang diwakili dengan nilai inisial *return* pada hari pertama di bursa, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**H1a: Praktik manajemen laba dilakukan oleh perusahaan yang melaksanakan IPO melalui komponen total diskresi akrual periode**

sebelum IPO berhubungan positif dengan inisial *return* perusahaan di hari pertama bursa.

**H1b: Praktik manajemen laba dilakukan oleh perusahaan yang melaksanakan IPO melalui komponen diskresi akrual jangka pendek (*discretionary current accrual*) periode sebelum IPO berhubungan positif dengan inisial *return* perusahaan di hari pertama bursa.**

**H1c: Praktik manajemen laba dilakukan oleh perusahaan yang melaksanakan IPO melalui komponen diskresi akrual jangka panjang (*discretionary long term accrual*) periode sebelum IPO berhubungan positif dengan inisial *return* perusahaan di hari pertama bursa.**

Pada awal IPO perusahaan, berusaha menunjukkan kinerja yang baik agar mendapat respon yang baik dari pasar, hal ini ditandai dengan terjadinya fenomena *underpricing*. Salah satu usaha perusahaan untuk menunjukkan kinerja yang baik salah satunya dengan melakukan manajemen laba, yaitu mengakui biaya sekarang sebagai biaya masa depan serta mengakui pendapatan masa depan menjadi pendapatan sekarang. Kondisi kinerja perusahaan seperti ini akan terkoreksi sendiri oleh waktu yang berjalan, karena manipulasi tersebut tidak dapat terus dilakukan, oleh karena itu sangat dimungkinkan terjadinya penurunan kinerja emiten pada periode setelah penawaran perdana. Menurut teori *fads*, harapan investor yang terlalu tinggi pada saat IPO dan kinerja perusahaan yang tidak sesuai harapan investor adalah pemicu terjadinya fenomena *underperformance*. DuCharme et al., (2000) menyatakan bahwa manajemen laba dan performa saham setelah IPO berhubungan negatif, hal itu diakibatkan oleh harapan investor yang tinggi terhadap performa perusahaan, sedangkan kondisi performa perusahaan yang dulunya baik terkoreksi dengan sendirinya seiring dengan perkembangan waktu dan menunjukkan keadaan sebenarnya. Penurunan kinerja ini merupakan akibat dari praktik sikap oportunistik manajemen pada saat awal penawaran saham perdana. Tetapi, penurunan kinerja saham jangka panjang yang terlalu tajam dapat diatasi dengan penggunaan *underwriter* yang baik, oleh karena itu dibutuhkan reputasi *underwriter* yang baik untuk menanggulangi penurunan kinerja yang terlalu signifikan. (Nasirwan, 2002). Dalam pengujian terhadap performa saham jangka panjang peneliti menggunakan akrual diskresi

saat ini (*discretionary current accrual*), akrual diskresi jangka panjang (*discretionary long term accrual*) dan total akrual yang merupakan gabungan akrual yang sudah disebutkan sebelumnya. Pemisahan pengukuran manajemen laba dalam hipotesis ini dikarenakan penulis meyakini bahwa kondisi akrual jangka pendek akan terkoreksi dengan oleh karena itu akrual diskresi saat ini (*discretionary current accrual*) merupakan prediktor yang baik atas performa setelah IPO (Teoh et al., 1998), selain itu akrual diskresi saat ini rentan terhadap manipulasi, hal ini dikarenakan perusahaan yang lebih memilih menggunakan diskresi jangka pendek dibandingkan diskresi jangka panjang, karena akrual jangka pendek (*current accrual*) menyangkut aset jangka pendek maupun hutang jangka pendek yang merupakan pendukung aktivitas operasi harian perusahaan (Guenther, 1994). Dari penelitian-penelitian sebelumnya disimpulkan bahwa hampir semua menyatakan bahwa adanya penurunan kinerja jangka panjang perusahaan yang melakukan kebijakan IPO. Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut kinerja perusahaan diukur dengan *buy and hold return* perusahaan, hipotesis penelitian ini adalah:

**H2a: Perusahaan yang melakukan praktek manajemen laba melalui total diskresi akrual periode sebelum IPO berhubungan negatif dengan *buy and hold abnormal return* setelah IPO.**

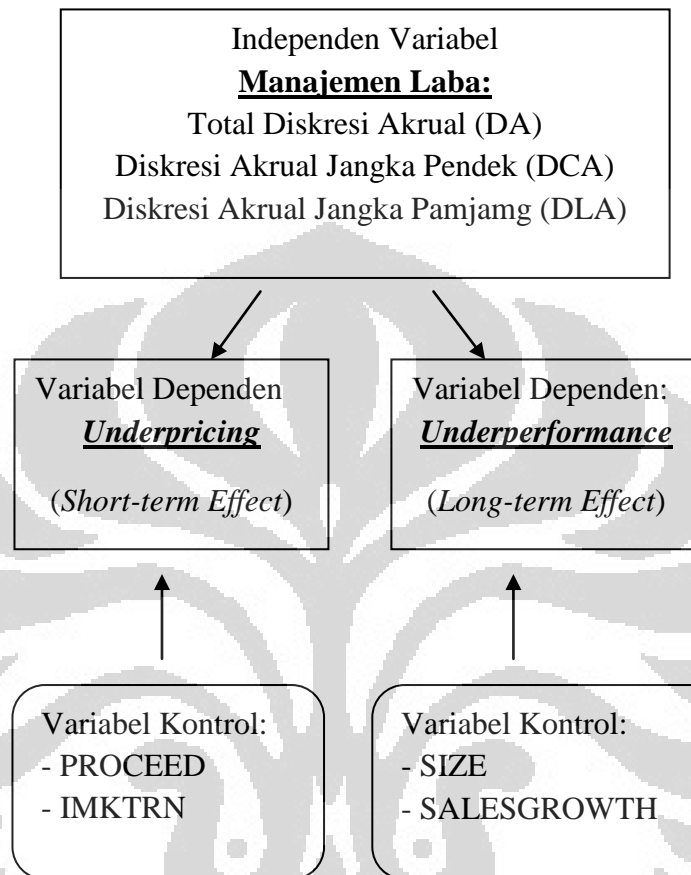
**H2b: Perusahaan yang melakukan praktek manajemen laba melalui komponen diskresi akrual jangka pendek (*discretionary current accrual*) periode sebelum IPO berhubungan negatif dengan *buy and hold abnormal return* setelah IPO.**

**H2c: Perusahaan yang melakukan praktek manajemen laba melalui komponen diskresi akrual jangka panjang (*discretionary long term accrual*) periode sebelum IPO berhubungan negatif dengan *buy and hold abnormal return* setelah IPO.**



### 3.2 Kerangka Konseptual

Berdasarkan pengembangan hipotesis yang telah dipaparkan sebelumnya, maka kerangka konseptual penelitian ini adalah sebagai berikut:



Gambar 3.1. Kerangka konseptual

### 3.3. Model penelitian

Berdasarkan konseptual sebelumnya maka pengujian **hipotesis pertama** pada penelitian ini menggunakan metode regresi berganda. Model ini merupakan modifikasi dari model penelitian Shen et al., (2008) yang digunakan untuk menguji *earning extrapolation hypothesis* yang membahas anomali penetapan harga di IPO karena terbiasnya pandangan investor akibat manipulasi dalam pencatatan laba, maka dalam penelitian ini model tersebut digunakan untuk menguji **pengaruh manajemen laba terhadap *underpricing***, dan kemudian dikombinasikan dengan variabel kontrol.

Model 1:

$$IR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DA_i + \alpha_2 Proceed_i + \alpha_3 IMKTRN_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

Model 2:

$$IR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DCA_i + \alpha_2 DLA_i + \alpha_3 Proceed_i + \alpha_4 IMKTRN_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

Dimana:

- IR = *Return* hari pertama
- DA = Total akrual diskresioner diskalakan dengan total aset awal tahun
- DCA = Total akrual diskresiosioner jangka pendek diskalakan dengan total aset awal tahun
- DLA = Total akrual diskresioner jangka panjang diskalakan dengan total aset awal tahun
- Proceed = Logaritma dari jumlah saham IPO yang ditawarkan dikali harga penawaran saham
- IMKTRN = *Return* atas *time lag* antara penawaran dan pencatan di bursa
- $\varepsilon$  = eror

Pengujian pada **hipotesis kedua** penelitian ini menggunakan regresi berganda. Model yang digunakan merupakan modifikasi dari model DuCharme *et al.*, (2000) untuk menguji *disappointment hypothesis*, yaitu apakah manajemen laba sebelum IPO secara negatif berpengaruh terhadap performa perusahaan selanjutnya, dalam penelitian ini model tersebut digunakan untuk menguji **pengaruh manajemen laba dan *underperformance*** perusahaan:

Model 3:

$$BHAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DA_i + \alpha_2 SIZE_i + \alpha_3 SGR_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

Model 4:

$$BHAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DCA_i + \alpha_2 DLA_i + \alpha_3 SIZE_i + \alpha_4 SGR + \varepsilon_i \quad (4)$$

Dimana:

- BHAR = *Return abnormal buy and hold* perusahaan selama 24 bulan
- SIZE = Merupakan logaritma dari total aset perusahaan pada periode 1 tahun sebelum IPO
- SGR = Merupakan pertumbuhan penjualan perusahaan pada periode 1 tahun sebelum IPO

### 3.4 Pengukuran Variabel dan Definisi Operasional

#### 3.4.1 Variabel dependen

##### 3.4.1.1 *Underpricing*

Untuk hipotesis pertama dalam penelitian ini, menggunakan *underpricing* sebagai variabel dependen. Mengikuti penelitian sebelumnya, *underpricing* merupakan *return* pertama pada hari pertama perdagangan (Ritter dan Welch, 2002).

$$IR_{j,t} = [(P_{j,1}/P_{j,0}) - 1] \times 100\% \quad (5)$$

Dimana:

$IR_{j,t}$  = *Initial return* pada hari pertama

$P_{j,1}$  = Harga penutupan (*closing price*) perusahaan j pada hari pertama

$P_{j,0}$  = Harga penawaran (*offering price*) perusahaan j

##### 3.4.1.2 *Underperformance*

Untuk hipotesis kedua dalam penelitian ini, kinerja saham jangka panjang menggunakan proksi *buy and hold abnormal return*. Banyak penelitian yang mengukur kinerja jangka panjang menggunakan BHAR karena dianggap paling relevan bagi investor (Teoh et al. 1998). Dalam penelitian ini periode yang dipakai untuk perhitungan BHAR adalah atas kepemilikan 24 bulan terhitung sejak saham tercatat di bursa, dan 1 bulan berisi 21 hari, dimana hari pertama tidak diikuti sertakan (ie. hari ke-2 sampai hari ke-22 merupakan bulan pertama, hari ke 23 sampai hari ke-43 merupakan bulan kedua). Rumusnya adalah:

$$BHR = \prod_{t=1}^{24} (1 + r_{j,t}) - (1 + r_{m,t}) \quad (6)$$

Dimana:

$r_{j,t}$  = *Return* perusahaan j pada periode ke-t

$r_{m,t}$  = *Return* pasar pada periode ke-t

#### 3.4.2 Variabel Independen

##### 3.4.2.1 *Manajemen Laba*

Manajemen laba dalam penelitian ini menggunakan proksi diskresi akrual. Diskresi akrual diukur dengan menggunakan pendekatan yang sama dengan

pendekatan yang digunakan dalam penelitian Teoh *et al.*, (1998) yaitu memisahkan antara diskresi akrual jangka panjang dan diskresi akrual jangka pendek, hal ini didasarkan pada anggapan bahwa manajer memiliki fleksibilitas dan kendali yang lebih tinggi pada akrual jangka pendek dibandingkan akrual jangka panjang (Teoh *et al.*, 1988; Dechow *et al.*, 1995). Berikut adalah langkah-langkahnya:

Untuk menyesuaikan arus kas, total akrual pada tahun tertentu merupakan selisih antara laba yang dilaporkan dengan arus kas operasi.

Total Akrual:

$$AC = \text{Net income} - \text{Operating Cash Flow} \quad (7)$$

Karena emiten lebih memilih melakukan diskresi jangka pendek dan panjang (Guenther, 1994), maka dalam penelitian ini dibedakan antara komponen jangka pendek dan jangka panjang dalam total akrual dan mengevaluasinya secara berbeda. Oleh karena itu **total akrual jangka pendek** adalah perubahan aset lancar bukan kas dikurangi perubahan hutang operasi lancar.

Current Accrual:

$$CA = \Delta (\text{Aset Lancar} - \text{Kas}) - \Delta (\text{Kewajiban Lancar} - \text{Kewajiban Jangka Panjang yang Jatuh Tempo dalam Waktu 1 Tahun}) \quad (8)$$

Penelitian ini menggunakan *cross-sectional modified jones* (1991) untuk mengestimasi nilai NDCA (*Non- Discretionary Current Accrual*). Untuk mengestimasi nilai NDCA perusahaan yang melakukan IPO (perusahaan i), digunakan komponen-komponen NDCA dari perusahaan non-IPO (perusahaan k) yang berada dalam sub sektor industri yang sama dengan sub sektor perusahaan IPO (subsektor j) pada tahun yang sama dengan tahun *go public* perusahaan IPO (tahun t). Perusahaan non-IPO itu disebut *benchmark*, kemudian komponen NDCA dari benchmark dalam sub sektor j diregresikan dan hasilnya, koefisien regresi (*fitted coefficient*), digunakan untuk menghitung komponen NDCA perusahaan IPO.

Menghitung komponen NDCA:

$$\frac{CA_{jk,t}}{TA_{jk,t-1}} = \alpha_{j,t,0} \frac{1}{TA_{jk,t-1}} + \alpha_{j,t,1} \frac{\Delta REV_{jk,t}}{TA_{jk,t-1}} + \varepsilon_{jk,t} \quad (9)$$

Dimana:

$CA_{jk,t}$  = *Current accruals* perusahaan-perusahaan  $k$  yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$

$TA_{jk,t-1}$  = Aset total perusahaan-perusahaan  $k$  yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun sebelumnya ( $t-1$ )

$\Delta REV_{jk,t}$  = Selisih pendapatan perusahaan-perusahaan  $k$  yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$  dibanding pendapatan pada tahun  $t-1$

$\alpha_{j,t,0}, \alpha_{j,t,1}$  = Koefisien regresi dari komponen NDCA perusahaan-perusahaan  $k$  yang berada dalam sub sektor  $j$

NDCA perusahaan IPO pada tahun  $t$  dapat dihitung dengan memasukan koefisien regresi dari komponen NDCA perusahaan *benchmark* yang sudah dijelaskan sebelumnya ke dalam persamaan berikut:

$$NDCA_{ji,t} = \alpha_{j,t,0} \frac{1}{TA_{ji,t-1}} + \alpha_{j,t,1} \frac{\Delta REV_{ji,t} - \Delta REC_{ji,t}}{TA_{ji,t-1}} \quad (10)$$

Dimana:

$NDCA_{ji,t}$  = Nilai *non discretionary current accruals* (NDCA) perusahaan IPO yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$

$TA_{ji,t-1}$  = Aset total perusahaan IPO yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun sebelumnya ( $t-1$ )

$\Delta REV_{ji,t}$  = Selisih pendapatan perusahaan IPO yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$  dibanding pendapatan pada tahun  $t-1$

$\Delta REC_{ji,t}$  = Selisih piutang usaha perusahaan IPO yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$  dibanding piutang usaha pada tahun  $t-1$

$\alpha_{j,t,0}, \alpha_{j,t,1}$  = Koefisien regresi dari komponen NDCA perusahaan-perusahaan  $k$  yang berada dalam sub sektor  $j$

Setelah mendapatkan NDCA maka DCA (*Discretionary Current Accrual*) dapat dicari dengan persamaan sebagai berikut:

$$DCA_{ji,t} = \frac{CA_{ji,t}}{TA_{ji,t-1}} - NDCA_{ji,t} \quad (11)$$

Dimana:

$DCA_{ji,t}$  = Nilai *discretionary current accruals* perusahaan IPO yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$

$CA_{ji,t}$  = *Current accruals* perusahaan IPO yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$

Untuk mendapatkan diskresi akrual jangka panjang dan non-diskresi akrual jangka panjang, sebelumnya diestimasi dahulu total diskresi akrual dan total non-diskresi akrual. Untuk menghitung total diskresi akrual (DA) untuk perusahaan IPO (perusahaan  $i$ ) pada tahun  $t$  caranya sama seperti menghitung *Current Accrual*, tetapi untuk mencari koefisien regresi memasukan komponen *Property Plant and Equipment* (PPE) sebagai variabel penjelas tambahan.

$$\frac{AC_{jk,t}}{TA_{jk,t-1}} = \beta_{j,t,0} \frac{1}{TA_{jk,t-1}} + \beta_{j,t,1} \frac{\Delta REV_{jk,t}}{TA_{jk,t-1}} + \beta_{j,t,2} \frac{PPE_{jk,t}}{TA_{jk,t-1}} + \epsilon_{jk,t} \quad (12)$$

Dimana:

$AC_{jk,t}$  = *Total accruals* perusahaan-perusahaan  $k$  yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$

$TA_{jk,t-1}$  = Aset total perusahaan-perusahaan  $k$  yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun sebelumnya ( $t-1$ )

$\Delta REV_{jk,t}$  = Selisih pendapatan perusahaan-perusahaan  $k$  yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$  dibanding pendapatan pada tahun  $t-1$

$PPE_{jk,t}$  = *Property Plant and Equipment* perusahaan-perusahaan  $k$  yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$

$\beta_{j,t,0}, \beta_{j,t,1}, \beta_{j,t,2}$  = Koefisien regresi dari komponen NDA perusahaan-perusahaan  $k$  yang berada dalam sub sektor  $j$

Sama seperti perhitungan *Current Accrual*, komponen NDA perusahaan *benchmark* digunakan untuk perhitungan NDA perusahaan-perusahaan IPO dengan persamaan sebagai berikut:

$$NDA_{ji,t} = \beta_{j,t,0} \frac{1}{TA_{ji,t-1}} + \beta_{j,t,1} \frac{\Delta REV_{ji,t} - \Delta REC_{ji,t}}{TA_{ji,t-1}} + \beta_{j,t,2} \frac{PPE_{ji,t}}{TA_{ji,t-1}} \quad (13)$$

Dimana:

$NDA_{ji,t}$  = Nilai *non discretionary accruals* (NDA) perusahaan IPO yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$

$TA_{ji,t-1}$  = Aset total perusahaan IPO yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun sebelumnya ( $t-1$ )

$\Delta REV_{ji,t}$  = Selisih pendapatan perusahaan IPO yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$  dibanding pendapatan pada tahun  $t-1$

$\Delta REC_{ji,t}$  = Selisih piutang usaha perusahaan IPO yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$  dibanding piutang usaha pada tahun  $t-1$

$PPE_{ji,t}$  = *Property Plant and Equipment* perusahaan IPO yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$

$\beta_{j,t,0}, \beta_{j,t,1}, \beta_{j,t,2}$  = Koefisien regresi dari komponen NDA perusahaan-perusahaan  $k$  yang berada dalam sub sektor  $j$

Setelah mendapatkan NDA maka DA (*Discretionary Accrual*) dapat dicari dengan persamaan sebagai berikut:

$$DA_{ji,t} = \frac{AC_{ji,t}}{TA_{ji,t-1}} - NDA_{ji,t} \quad (14)$$

Dimana:

$DA_{ji,t}$  = Nilai *discretionary accruals* perusahaan IPO yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$

$AC_{ji,t}$  = *Total accruals* perusahaan IPO yang berada dalam sub sektor  $j$  pada tahun  $t$

Non- diskresi akrual jangka panjang (NDLA) merupakan selisih dari total non-diskresi akrual (NDA) dikurangi dengan non-diskresi akrual jangka pendek (NDCA).

$$NDLA_{ji,t} = NDA_{ji,t} - NDCA_{ji,t} \quad (15)$$

Setelah mendapatkan nilai NDLA, nilai diskresi akrual jangka panjang dapat dicari dengan persamaan sebagai berikut:

$$DLA_{ji,t} = \frac{AC_{ji,t} - CA_{ji,t}}{TA_{ji,t-1}} - NDLA_{ji,t} \quad (16)$$

### 3.4.3 Variabel Kontrol

#### 3.4.3.1 *Initial Market Return*

Dalam penelitian ini dipertimbangkan *return* pasar antara periode penawaran dan *listing* sebagai salah satu penentu underpricing IPO mengikuti penelitian di pasar modal Cina. Chan et al. (2004) menyatakan bahwa IPO *underpricing* perusahaan di Cina berhubungan positif dengan *return* atas indeks

pasar secara keseluruhan, hal ini dikarenakan semakin lama *time lag* antara *offering* dan *listing*, maka semakin tinggi risiko yang akan diterima investor. Oleh karena risiko tersebut investor berhak atas kompensasi *return* saham yang positif. Dimana di Indonesia menurut peraturan Bapepam no. IX.A.2, periode penawaran sampai dengan periode listing saham sekitar 5 hari kerja, berikut rumus untuk mencari *initial market return* adalah:

$$IR_{m,t} = [(P_{m,1}/P_{m,0})-1] \times 100\% \quad (17)$$

Dimana:

$IR_{m,t}$  = *Initial Market Return*

$P_{m,1}$  = Indeks pasar hari saham perusahaan ditawarkan

$P_{m,0}$  = Indeks pasar hari saham *listing* di bursa

#### 3.4.3.2 *Proceed*

Penelitian sebelumnya mengatakan bahwa fenomena *underpricing* berhubungan dengan ukuran penerbitan atau *fund raise* (Su dan Fleisher 1999, Chan *et al.*, 2004, Chi dan Padgett 2005). Hubungan ini terkait dengan ketidakpastian dan asimetri informasi (Rock 1968, Ritter and Welch 2002), selain itu hal ini terkait dengan risiko secara keseluruhan, perusahaan yang mengeluarkan saham dalam jumlah yang besar memiliki risiko yang lebih kecil daripada perusahaan yang mengeluarkan saham yang sedikit (Chan *et al.*, 2004). Berdasarkan penelitian sebelumnya, diharapkan adanya hubungan negatif antara *proceeds* dan *underpricing* dalam penelitian ini.

$$\text{Proceed} = \text{Jumlah saham saat IPO} \times \text{Harga penawaran} \quad (18)$$

#### 3.4.3.3 *Size*

Merupakan logaritma natural dari besarnya total aset perusahaan pada periode sebelum melakukan IPO. Berdasarkan penelitian Llorca dan Ugedo (2004) perusahaan yang memiliki total aset yang besar akan mengurangi asimetri informasi perusahaan, kurangnya asimetri informasi ini akan membuat perusahaan menyatakan keadaan yang sebenarnya, sehingga *size* memiliki hubungan yang positif dengan performa saham perusahaan (BHAR).

$$\text{Size} = \text{LOG}(\text{Total Asset}) \quad (19)$$



#### 3.4.3.4 *Sales Growth*

Merupakan pertumbuhan penjualan dari perusahaan IPO sebelum melakukan IPO, menurut Choi and Harmatuck (2006) dan Chan *et al.*, (2004) pertumbuhan penjualan merupakan indikator performa operasional perusahaan untuk mengukur *return* pasar saham, dengan penjualan yang meningkat maka investor tertarik untuk menginvestasikan dana yang dimilikinya pada perusahaan tersebut, oleh karena itu dalam penelitian ini diharapkan *sales growth* memiliki hubungan positif dengan performa saham (BHAR).

$$SGR = (\text{Penjualan}_{t-1} - \text{Penjualan}_{t-2}) / \text{Penjualan}_{t-2} \quad (20)$$

Dimana:

$\text{Penjualan}_{t-1}$  = Penjualan perusahaan satu tahun sebelum IPO

$\text{Penjualan}_{t-2}$  = Penjualan perusahaan dua tahun sebelum IPO

### 3.5 Populasi dan Sample Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan IPO yang tercatat dalam Bursa Efek Indonesia. Sampel dalam penelitian ini diperoleh dengan menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang memiliki kecukupan data
2. Perusahaan yang melakukan penawaran perdana dari tahun 2002-2009
3. Mencari data keuangan perusahaan untuk semua industri tetapi tidak termasuk industri instrumen keuangan dan property dan konstruksi, hal itu dimaksudkan untuk menghindari industri dengan aturan khusus yang mungkin dapat memengaruhi *Discretionary Current Accrual*.
4. Perusahaan yang menerbitkan laporan keu yang berakhir 31 Des
5. Terdaftar di BEI sampai dua tahun sejak perusahaan listing.

Menurut Supardi (2005), metode *purposive sampling* itu adalah tehnik *non probability sampling* yang lebih tinggi kualitasnya dan merupakan pengembangan atau penyempurnaan dari metode-metode sebelumnya, dimana penelitian telah membuat kisi-kisi atau batas-batas berdasarkan ciri-ciri subjek yang akan dijadikan sampel penelitian. Daftar sampel yang terpilih untuk digunakan dalam penelitian ini dilampirkan pada halaman lampiran.

### 3.6 Jenis dan Sumber Data

#### 3.6.1 Jenis Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder dalam bentuk *cross section* yaitu data yang diperoleh dan dikumpulkan menggunakan sampel (individu/unit observasi) yang masing-masing sampel merupakan perwakilan dari masing-masing perusahaan dan kemudian diregresikan.

Adapun jumlah observasi yang digunakan adalah berjumlah 62 perusahaan yang terdaftar di BEI. Sedangkan perusahaan yang menjadi *benchmark* untuk mendapatkan nilai koefisien regresi non-diskresi akrual sebanyak 87 perusahaan.

#### 3.6.2 Sumber Data

Sampel yang digunakan pada penelitian ini merupakan data sekunder yang diambil dari :

1. Prospektus perusahaan untuk melihat laporan keuangan sebelum IPO yang diperoleh dari Pusat Refrensi Pasar Modal di Bursa Efek Indonesia.
2. Laporan keuangan perusahaan setelah IPO yang diperoleh dari Pusat Data Ekonomi Bisnis Perpustakaan Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, data Osiris dan ICMD dari tahun 2000-2010.
3. Daftar harga IPO dan penutupan di hari pertama yang diperoleh dari berbagai sumber, yakni: *Yahoo finance* dan Pusat Data Ekonomi Bisnis Perpustakaan Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia serta prospektus perusahaan
4. Daftar tanggal berdirinya perusahaan dan tanggal perusahaan *listing* yang diperoleh dari *FACTBOOK* 2006 – 2011 dan website [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

### 3.7 Metode Pengolahan Data

#### 3.7.1 Analisis Deskriptif

Pada statistik deskriptif, penyusun melakukan teknik statistik yang berhubungan dengan penyajian data statistik dalam bentuk gambaran angka-angka. Teknik umum yang digunakan dalam analisis deskriptif meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi.

### 3.7.2 Uji Asumsi

Estimasi atau asumsi model harus bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Estimator yang bersifat BLUE diantaranya adalah bersifat linear, bersifat tidak bias dan efisien. Untuk menghasilkan estimasi yang bersifat BLUE terdapat asumsi dasar yang harus dipenuhi, yaitu:

1. Nilai harapan rata-rata kesalahan adalah nol.
2. Variansnya tetap (*homoskedasticity*).
3. Tidak ada hubungan antara variable bebas dan *error term*.
4. Tidak ada korelasi serial antara *error* (*no-autocorrelation*).

Dalam pengujian regresi ini, penyusun melakukan uji asumsi klasik. Uji asumsi klasik yang dilakukan dalam penelitian ini sebagai berikut:

#### 1. Uji Heterokedastisitas (*Heterocedasticity*)

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah ada gejala heteroskedastisitas dalam model penelitian ini. Gangguan heterokedastisitas sering muncul dalam data *cross section*, tetapi juga bisa terjadi pada data *time series*. Jika terdapat heteroskedastisitas dalam model ini, maka varians tidak sama atau *error* tidak konsisten. *Error* yang diharapkan adalah variasinya seragam sehingga *error*nya konsisten. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan program E-VIEWS, dimana untuk uji heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat nilai *overall percentage* pada tabel klasifikasi. Apabila *overall percentage* bernilai 100% maka model regresi logistik mempunyai varians yang sama (homoskedastisitas).

#### 2. Uji Multikolinieritas (*Multicollinearity*)

Multikolinieritas adalah gejala adanya hubungan linear yang signifikan antara beberapa atau semua variabel independen yang ada di dalam model regresi. Dalam praktiknya, umumnya multikolinieritas tidak dapat dihindari. Dalam artian sulit menemukan dua variabel bebas yang secara matematis tidak berkorelasi ( $korelasi=0$ ). Akan tetapi, ada multikolinieritas yang signifikan dan tidak signifikan (mendekati nol). Model penelitian yang baik memiliki multikolinieritas yang rendah sebab jika multikolinieritas tinggi maka model kita tidak bias memisahkan efek parsial dari satu variabel bebas terhadap variabel bebas lainnya. Untuk melihat adanya multikolinieritas

dengan melihat *correlation matrix* pada program E-VIEWS, dimana korelasi antar variabel bebas kurang dari 0.8 (*rule of thumbs 0.8*) maka dapat dikatakan tidak ada multikolinearitas. Multikolinearitas dapat dihilangkan dengan cara menghilangkan salah satu variabel yang tidak signifikan. Namun hal ini seringkali tidak dipergunakan karena akan menciptakan bias parameter yang spesifikasi pada model. Cara lain adalah dengan mencari variabel yang berkorelasi dengan variabel dependen namun tidak berkorelasi dengan variabel bebas lainnya atau mencari data tambahan, karena dengan data tambahan, multikolinearitas dapat berkurang.

### 3.7.3 Uji Hipotesis

#### 3.7.3.1 Uji F-statistik

Uji f digunakan untuk menguji koefisien regresi secara simultan atau bersama-sama dari variabel independen terhadap variabel dependennya. Menurut Gujarati (2003) untuk menghitung nilai f hitung digunakan rumus sebagai berikut :

$$F = [ R^2 / k-1 ] / [ ( 1-R^2 ) / n-k ] \quad (21)$$

Dimana :

$R^2$  = Koefisien determinasi majemuk

$k-1$  = Derajat bebas pembilang

$n-k$  = Derajat bebas penyebut

$k$  = Banyak parameter total yang diperkirakan

$n$  = Jumlah sampel

- Jika  $f\text{-hitung} > f\text{-tabel}$ , maka  $H_0$  diterima dan menolak  $H_1$  yang artinya tidak ada pengaruh signifikan dari variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen.
- Jika  $f\text{-hitung} < f\text{-tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan menerima  $H_1$  yang artinya ada pengaruh signifikan dari variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen.

### 3.7.3.2 Uji T-statistik

Uji t-statistik ini digunakan untuk menguji koefisien regresi parsial terhadap variabel terikat. Menurut Gujarati (2003) nilai  $t_{hitung}$  diperoleh dengan rumus sebagai berikut :

$$T_{hitung} = b - \beta / Se(b) \quad (22)$$

Dimana :

b = koefisien regresi sampel

$\beta$  = koefisien regresi korelasi

Se(b) = *standard error sample*

- Jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak dan menerima  $H_1$  atau dengan kata lain ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.
- Jika  $t_{hitung} < t_{tabel}$ , maka  $H_0$  diterima dan menolak  $H_1$  atau dengan kata lain tidak ada pengaruh variabel independen terhadap variable dependen.

### 3.7.3.3 Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi berganda ( $R^2$ ) berguna untuk mengukur besarnya sumbangan variabel independen secara keseluruhan terhadap variabel dependennya.  $R^2$  memiliki nilai antara 0 dan 1 ( $0 < R^2 < 1$ ), dimana bila semakin tinggi nilai  $R^2$ , suatu regresi tersebut maka akan semakin baik. Hal ini berarti bahwa keseluruhan variabel independen secara bersama-sama mampu menerangkan variabel dependennya. Beberapa kegunaan koefisien determinasi adalah sebagai berikut :

- Untuk mengukur ketepatan suatu garis regresi yang ditetapkan terhadap kelompok data hasil observasi.
- Untuk mengukur proporsi varian dependen yang diterangkan oleh pengaruh linier dari variabel independen.

## BAB 4

### ANALISIS HASIL PENELITIAN

#### 4.1 Pemilihan Sampel

**Tabel 4.1**  
**Pemilihan Sampel**

Tahun	Total perusahaan IPO	Perbankan	Properti & konstruksi	Tidak lengkap	Sampel
2009	13	2	2	1	8
2008	19	3	2	1	13
2007	22	2	9	0	11
2006	12	3	1	2	6
2005	8	4	0	0	4
2004	12	4	2	1	5
2003	6	3	0	0	3
2002	22	7	0	3	12
	<b>114</b>	<b>28</b>	<b>16</b>	<b>8</b>	<b>62</b>

Diatas adalah tabel pemilihan sampel penelitian, terdiri dari **62** perusahaan yang melakukan IPO dalam selama tahun 2002 sampai 2009. Industri yang tidak termasuk di dalamnya adalah industri perbankan serta properti dan konstruksi, hal ini terkait dengan penghitungan komponen diskresi akrual.

## 4.2 Statistik Deskriptif

**Tabel 4.2**  
**Statistika Deskriptif Model Penelitian**

Variabel	Mean	Std Dev	Minimum	Maximum
<b>IR</b>	0.23	0.58	(0.79)	3.26
<b>DA</b>	0.15	1.74	(4.78)	4.93
<b>NDA</b>	0.02	1.54	(1.81)	4.82
<b>DCA</b>	(0.05)	2.08	(5.25)	8.72
<b>NDCA</b>	0.34	1.56	(1.60)	5.32
<b>DLA</b>	0.21	1.17	(5.07)	3.16
<b>NDLA</b>	(0.32)	0.83	(3.25)	3.17
<b>IMKTRN</b>	0.00	0.03	(0.09)	0.13
<b>PROCEED</b>	11.18	0.76	10.00	13.09
<b>BHAR</b>	(0.15)	1.31	(2.27)	5.53
<b>ASET</b>	11.64	0.75	10.21	13.17
<b>SGR</b>	0.79	1.57	(0.35)	8.45
<b>TAC</b>	(52,581)	522,051	(2,857,851)	2,022,408
<b>CAC</b>	62,284	586,027	(495,703)	4,303,658
<b>LTAC</b>	(114,865)	(632,359)	(3,985,353)	1,141,959

IR = inisial *return* perusahaan pada hari pertama di bursa. DA = total diskresi akrual, NDA = total non-diskresi akrual. NDLA = non-diskresi long term akrual, DLA = diskresi long term akrual. NDCA= non-diskresi current accrual, DCA= diskresi current accrual. IMKTRN= *market return* antara saat penawaran dan tercatat di bursa. PROCEED= logaritma dari jumlah saham yang dijual ke publik dikali harga penawaran pada saat IPO. ASSET= logaritma dari nilai total aset satu tahun sebelum perusahaan IPO. SGR= variabel pertumbuhan nilai penjualan satu tahun sebelum IPO. BHR= *buy and hold return* perusahaan selama 24 bulan. TAC = nilai total akrual (dalam jutaan rupiah) CAC = nilai akrual jangka pendek (dalam jutaan rupiah) LTAC= nilai akrual jangka panjang (dalam jutaan rupiah).

Pada tabel 4.2 dapat dilihat bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki inisial *return* sebesar 0,23, maka dapat diindikasikan bahwa perusahaan sampel rata-rata mengalami *underpricing* pada saat hari pertama di bursa, selain itu

perusahaan sampel juga mampu menunjukkan performanya dalam jangka pendek dan para investor optimis terhadap saham IPO maka pada hari pertama di bursa perusahaan sudah memperoleh *return* positif.

Proporsi total akrual perusahaan pada periode sebelum IPO lebih dikarenakan adanya manajemen laba (*discretionary accrual*, DA) dibandingkan akrual yang bukan karena diskresi manajemen (*non-discretionary accrual*, NDA) hal ini dikarenakan nilai rata-rata DA lebih besar daripada rata-rata NDA yang hanya sebesar 0,02. Nilai maksimum variabel DA adalah 4,93 serta nilai minimum -4,78, hal ini mengindikasikan ada beberapa perusahaan yang secara agresif menggunakan praktik manajemen laba serta ada pula perusahaan yang melakukan kebalikannya.

*Discretionary current accrual* (DCA) pada periode sebelum IPO rata-rata bernilai negatif yaitu -0,05, hal ini mengindikasikan bahwa akrual jangka pendek (*current accrual*) perusahaan sampel dikarenakan faktor yang tidak dapat dikontrol oleh manajemen (*non-discretionary accrual*) yang memiliki rata-rata sebesar 0,34. Tetapi variabel DCA memiliki rentang yang paling tinggi dibandingkan variabel-variabel yang lain yaitu 2,08 dengan nilai minimum -5,25 dan maksimum 8,72, hal ini dikarenakan beberapa perusahaan sampel dengan industri tertentu (*oil and gas*) memiliki DCA yang negatif tinggi.

*Discretionary long term accrual* (DLA) perusahaan sampel sebelum IPO memiliki rata-rata 0,21, hal ini mengindikasikan akrual jangka panjang perusahaan sampel lebih dikarenakan diskresi dari manajemen dibandingkan faktor-faktor yang lain yang tidak dapat manajemen kendalikan (*non-discretionary long-term accrual*) yang memiliki rata-rata sebesar -0,32.

Performa jangka panjang perusahaan rata-rata sebesar -0,15, hal ini berkebalikan dengan rata-rata performa jangka pendeknya (*initial return*) yaitu 0,23. Dapat disimpulkan bahwa perusahaan sampel memiliki performa yang buruk setelah 24 bulan melantai di bursa dan perusahaan tidak mampu mempertahankan kinerjanya sehingga jangka panjang performanya buruk, selain itu hal ini mengindikasikan bahwa berinvestasi pada saham IPO di Indonesia memiliki risiko yang besar di kemudian hari.



### 4.3 Hasil Pengujian Model *Underpricing* Perusahaan IPO (Hipotesis 1a,1b dan 1c)

Pengujian dilakukan dengan metode regresi, oleh karena itu sebelumnya dilakukan identifikasi *outliers* dan juga uji asumsi klasik.

#### 4.3.1 Identifikasi Data *Outliers* dari Sampel

Data *outliers* bukanlah representasi dari populasi dan harus dihilangkan untuk menghindari distorsi statistik (Black et al., 1995). Distorsi statistik yang terlalu tinggi mengakibatkan hasil regresi yang kurang baik dalam mengestimasi nilai peubah variabel terikatnya. *Outliers* dapat diidentifikasi dengan *description statistic*, yaitu membantu pengambilan keputusan dan meringkas data mentah sehingga didapatkan pola sebaran data dan menyajikan informasi di dalam data, selain itu untuk mendapatkan gambaran tentang bentuk sebaran data. *Outliers* diidentifikasi per variabel melalui perhitungan batas atas dan batas bawah, batas atas adalah *mean* ditambah tiga kali standar deviasi dan batas bawah *mean* dikurang tiga kali standar deviasi. Jika data sampel diluar dari rentang tersebut, maka diputuskan data tersebut merupakan *outliers*. Prosedur ini berlaku untuk semua pengujian hipotesis dalam penelitian ini, oleh karena ini *outliers* yang terkandung dalam sampel penelitian untuk pengujian hipotesis terkait *underpricing* adalah sebagai berikut:

- a. Untuk model 1 yang menggunakan variabel IR, DA, IMKTRN, dan PROCEED, dari prosedur penghilangan outlier yang telah dijelaskan sebelumnya, maka sampel peneliti mengandung 10 *outliers*, sehingga total sampel yang diikuti sertakan dalam pengujian model ini adalah 52 sampel.
- b. Untuk model 2 yang menggunakan variabel IR, DCA, DLA, IMKTRN dan PROCEED, dari prosedur penghilangan *outliers* yang telah dijelaskan sebelumnya, maka sampel peneliti mengandung 13 *outliers*, sehingga total sampel yang diikuti sertakan dalam pengujian model ini adalah 49 sampel.

#### 4.3.2 Uji asumsi klasik

Pada bab sebelumnya dijelaskan bahwa model yang digunakan dalam penelitian perlu diuji terlebih dahulu agar dapat diketahui apakah model penelitian yang diuji telah sesuai dengan asumsi dasar statistik atau belum. Pengujian–

pengujian kriteria ekonometrika dilakukan agar diperoleh model BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*).

Asumsi klasik pertama yang akan diuji adalah heteroskedastisitas. Pada Eviews, heteroskedastisitas diuji menggunakan Uji *White*, jika probabilita dari *obs\*R-squared* yang dihasilkan memiliki nilai yang lebih besar dari 5% maka model memenuhi asumsi homoskedastisitas, dalam tabel 4.3 dapat dilihat bahwa model 1 dan 2 memenuhi asumsi homoskedastisitas.

**Tabel 4.3**  
**Ringkasan Hasil Pengujian Asumsi Heteroskedastisitas**

No	Persamaan Regresi	Prob. Obs*R-squared
1	Diskresi Akrual	0.4565
2	Diskresi Akrual Jangka Pendek dan Diskresi Akrual Jangka Panjang	0.1112
Note: 1. $IR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DA_i + \alpha_2 IMKTRN_i + \alpha_3 PROCEED_i + \varepsilon_i$ 2. $IR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DCA_i + \alpha_2 DLA_i + \alpha_3 IMKTRN_i + \alpha_4 PROCEED_i + \varepsilon_i$		

Pengujian asumsi klasik kedua adalah multikolinearitas, yang pendeteksiannya dilakukan dengan cara melihat korelasi antara dua variabel independen. Jika antara dua variabel independen terdapat korelasi yang lebih besar atau sama dengan 0.8 atau lebih besar dari -0.8, maka disimpulkan bahwa model mengandung multikolinearitas. Dengan memperhatikan matriks korelasi Eviews untuk kedua model penelitian pada tabel 4.4 berikut, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah multikolinearitas karena korelasi antara kedua variabel independennya kurang dari 0.8 dan -0.8.

**Tabel 4.4**  
**Ringkasan Pengujian Asumsi Multikolinearitas- Matriks Korelasi**

**Model 1**

	DA	IMKTRN	PROCEED
DA	1.00	-0.09	0.04
IMKTRN	-0.09	1.00	-0.12
PROCEED	0.04	-0.12	1.00

**Model 2**

	<b>DCA</b>	<b>DLA</b>	<b>IMKTRN</b>	<b>PROCEED</b>
<b>DCA</b>	1.00	-0.14	0.04	0.13
<b>DLA</b>	-0.14	1.00	-0.15	-0.09
<b>IMKTRN</b>	-0.04	-0.15	1.00	-0.05
<b>PROCEED</b>	0.13	-0.09	-0.05	1.00

Asumsi klasik yang ketiga akan diuji autokorelasi yang dideteksi menggunakan uji *Breusch-Godfrey Serial Correlation* pada Eviews. Jika probabilita *obs\*R-squared* lebih besar dari  $\alpha = 5\%$ , disimpulkan bahwa model yang digunakan tidak mengalami autokorelasi. Berdasarkan tabel 4.5 maka dapat disimpulkan bahwa model 1 dan 2 tidak mengalami autokorelasi. Berikut adalah ringkasan hasil pengujian asumsi autokorelasi untuk kedua persamaan yang digunakan dalam pengujian *underpricing*:

**Tabel 4.5**  
**Ringkasan Pengujian Asumsi Autokorelasi**

No	Persamaan Regresi	Prob. Obs*R-squared
1	Diskresi Akruar	0.2166
2	Diskresi Akruar Jangka Pendek dan Diskresi Akruar Jangka Panjang	0.4779

Note: 1.  $IR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DA_i + \alpha_2 IMKTRN_i + \alpha_3 PROCEED_i + \varepsilon_i$   
2.  $IR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DCA_i + \alpha_2 DLA_i + \alpha_3 IMKTRN_i + \alpha_4 PROCEED_i + \varepsilon_i$

Karena uji autokorelasi sudah dilakukan dan tidak terbukti adanya autokorelasi, maka uji asumsi klasik terakhir yang akan dilakukan adalah uji normalitas untuk residual. Uji normalitas dimaksudkan untuk melihat kenormalan residual atau *error term*, apakah mendekati distribusi normal atau tidak. Cara yang digunakan adalah dengan cara visual (mengamati diagram normal *P-P Plot of Regression Standardized Residual*). Cara ini dilakukan dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik. Dapat dilihat pada Lampiran 3 dan 4 bahwa data residual masih menyebar disekitar atau mendekati garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, dan tidak terlihat adanya pemencengan yang berarti, maka dapat dikatakan secara visual bahwa residual dari persamaan regresi itu terdistribusi normal.

Menurut *central limit theorem*, apabila jumlah sampel semakin besar mendekati tak terhingga, maka residual diasumsikan akan mendekati distribusi normal. Hal yang sama diungkapkan Levin dalam bukunya *Statistic for Management* dimana jika jumlah sampel telah melebihi 30 maka masalah ini dapat diabaikan dan diasumsikan residual telah terdistribusi normal dalam kondisi ini, karena nilai sampel yang digunakan telah melebihi 30, maka diasumsikan residual telah terdistribusi normal.

#### 4.3.3 Koefisien Determinasi dan Hasil Uji F

Masing-masing model telah diidentifikasi *outliers*-nya dan juga telah diuji asumsi klasik regresi, oleh karena itu analisis dapat dilanjutkan dengan melihat koefisien determinasi (*adjusted R<sup>2</sup>*) dan juga signifikansi model dalam menjelaskan variasi variabel dependen melalui variabel independennya.

**Tabel 4.6**  
**Ringkasan Hasil Koefisien Determinasi dan Uji-F**

No	Persamaan Regresi	Adjusted R-squared	Uji F
1	Diskresi Akrua	0.099336	0.045751*
2	Diskresi Akrua Jangka Pendek dan Diskresi Akrua Jangka Panjang	0.17424	0.013868*

\*Signifikan pada level  $\alpha = 5\%$

Model pertama adalah model pengujian variabel yang memengaruhi *underpricing* saham IPO dengan melihat pengaruh komponen diskresi akrua memiliki nilai *adjusted R-squared* 10%, yang memiliki arti variasi perubahan nilai *underpricing* saham IPO dapat dijelaskan sebesar 10% oleh seluruh variabel independen yang terdapat dalam model, antara lain diskresi akrua (DA), *initial market return* (IMKTRN) dan jumlah pendanaan (PROCEEDS). Selain itu nilai probabilita F dalam persamaan menunjukkan nilai 0.045751, artinya model tersebut signifikan secara keseluruhan (karena  $F = 0.045751 < 0.05$ ). Hal ini menjelaskan bahwa dalam persamaan pengujian *underpricing* saham IPO dengan menggunakan komponen diskresi akrua setidaknya ada satu variabel independen yang mempunyai pengaruh nyata terhadap variabel dependen.

Model kedua adalah model pengujian variabel yang memengaruhi *underpricing* saham IPO dengan melihat pengaruh komponen diskresi akrual jangka pendek dan diskresi akrual jangka panjang memiliki koefisien determinasi sebesar 17%. Artinya variasi perubahan *underpricing* saham IPO dapat dijelaskan sebesar 17% oleh seluruh variabel independen yang terdapat di dalam model, yaitu diskresi akrual jangka pendek (DCA), diskresi akrual jangka panjang (DLA), *initial market return* (IMKTRN) dan jumlah pendanaan (PROCEEDS). Selain itu, nilai probabilita F dalam persamaan menunjukkan nilai 0.023784, artinya model tersebut signifikan secara keseluruhan (karena  $F = 0.013868 < 0.05$ ). Hal ini menjelaskan bahwa dalam persamaan pengujian *underpricing* saham IPO dengan menggunakan komponen diskresi akrual jangka pendek dan diskresi akrual jangka panjang setidaknya ada satu variabel independen yang mempunyai pengaruh nyata terhadap variabel dependen.

Dalam tabel 4.6 *adjusted r squared* model 1 (10%) lebih kecil daripada model 2 (17%), hal ini dikarenakan independen variabel model 2, yakni diskresi akrual, dipecah menjadi dua jenis yaitu diskresi akrual angka pendek (DCA) dan diskresi akrual jangka panjang (DLA) sehingga independen variabel model 2 lebih banyak dibandingkan model 1, terbaginya diskresi akrual menjadi diskresi akrual jangka pendek dan diskresi akrual jangka panjang maka peran independen variabel dalam memengaruhi dependen variabelnya lebih jelas di model 2 dibandingkan di model 1. Oleh karena itu, pada model 2 nilai *adjusted r squared* lebih tinggi dan probabilita f-stat (uji-f) lebih rendah dibandingkan model 1.

#### 4.3.4 Hasil Uji Signifikansi Variabel Independen

**Tabel 4.7**  
**Hasil Regresi *Underpricing* 1**

Model 1 $IR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DA_i + \alpha_2 IMKTRN_i + \alpha_3 PROCEED_i + \varepsilon_i$				
Variabel	Ekspektasi Tanda	Koefisien	t-Statistic	p-value (1 tailed)
DA	+	0.180	2.772	0.0079*
IMKTRN	+	-1.121	-0.703	0.4853
PROCEED	-	-0.033	-0.444	0.6591

\* Signifikansi pada tingkat  $\alpha = 5\%$

Variabel independen yang menjadi fokus utama dalam model 1 adalah komponen diskresi akrual (DA), menunjukkan adanya hubungan positif yang signifikan pada tingkat  $\alpha = 5\%$ . Artinya variabel DA berpengaruh positif secara signifikan pada pembentukan inisial *return* perusahaan IPO. Maka kesimpulan **hipotesis 1a diterima**. DA terbentuk karena manajemen menggunakan kewenangannya untuk memilih metode akuntansi tertentu yang diperbolehkan dalam standar akuntansi yang berlaku untuk mencapai tujuan tertentu dari penyampaian informasi dalam laporan keuangan perusahaan (DuCharme et al., 2000). Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan melakukan manajemen laba dengan tujuan oportunistik (*Opportunistic Earning Management*) seridaknya untuk jangka pendek, yaitu untuk meningkatkan nilai saham perusahaan, sehingga pada hari pertama di bursa investor mendapat *return* positif (Kusumawardhani dan Siregar, 2009). Jadi manajemen menggunakan manajemen laba untuk dapat membiaskan keputusan investor dalam berinvestasi, hasil ini sesuai dengan penelitian Shen et al., (2008). Manajemen laba yang dilakukan atas dasar tujuan oportunistik akan membuat kinerja perusahaan jangka panjang buruk dan investor tidak percaya, sehingga kinerja saham akan turun (Gut et al., 2003)

Selain manajemen laba menjadi kesempatan oportunistik, tujuan dilakukan manajemen laba diduga menjadi sebuah janji dari manajemen akan kinerja perusahaan yang baik di masa yang akan datang (*Informative Earning Management*) (Kusumawardhani dan Siregar, 2009). Dengan melakukan manajemen laba, maka manajemen menggunakan informasi privat yang dimilikinya dengan tujuan untuk menyampaikan kekuatan perusahaan dalam menghasilkan laba (*earning power*) dari perusahaan kepada pengguna laporan keuangan, sehingga informasi yang ada di dalam laporan keuangan lebih bernilai. Penggunaan diskresi akrual akan direspon secara positif melalui kepercayaan para calon investor terhadap harga saham perdana yang ditawarkan calon emiten (Gumanti, 2001). Apabila manajemen laba dilakukan dengan tujuan ini, maka perusahaan mampu mempertahankan kinerjanya dalam jangka panjang, oleh karena itu dalam hipotesis kedua (2a, 2b dan 2c) akan diuji apakah manajemen laba dilakukan untuk tujuan oportunistik atau tujuan informatif (Gut et al., 2003).

Selain itu dalam hipotesis ini juga membuktikan bahwa hipotesis pasar efisien belum terjadi di Indonesia, karena dalam hipotesis pasar efisien informasi dalam laporan keuangan tercermin pada harga saham perusahaan (Fama, 1970). Di dalam kondisi pasar tidak efisien para investor cenderung membuat kesalahan dalam membentuk ekspektasi terhadap harga saham perusahaan tertentu karena pelaku pasar di bursa masih bersifat naif (Sujiko, 1999; Setiawan dan Hartono, 2000). Oleh karena itu kondisi IPO yang rentan terhadap praktik manajemen laba, investor menganggap perusahaan tidak melakukan manajemen laba lalu terbentuklah penilaian yang tinggi terhadap harga saham tersebut.

Variabel kontrol pertama adalah *initial market return* (IMKTRN) yang merupakan *return* yang dihitung berdasarkan harga IHSG pada saat penawaran sampai perusahaan *listing* di bursa. Variabel IMKTRN berpengaruh tidak signifikan dengan inisial *return* perusahaan IPO. Hal ini tidak sesuai dengan dengan penelitian Shen et al., (2008). Hal ini dikarenakan keadaan pasar modal di Cina dan Indonesia yang berbeda, Cina memiliki bentuk pasar modal yang kaku, menurut jurnal Chan et al., (2008) karena jumlah lembar saham baru yang akan diterbitkan ditentukan oleh pemerintah serta penentuan harga penawaran saham di Cina juga dimonitori oleh CSRC. Hal ini yang membuat para investor di Cina berspekulasi tentang harga penawaran menggunakan *return* pasar, karena proses penentuan harga tidak efisien. Di pasar Cina, jika *return* pasar baik maka akan membuat para investor untuk membeli saham, sehingga hal inilah yang membuat pada hari pertama harga saham perusahaan IPO dapat meningkat. Selain itu Pasar modal di Cina tidak seperti pasar berkembang lain, dimana jarak *listing* dan *offering* tidak begitu lama, di Cina jarak *listing* dan *offering* mengambil waktu dua bulan.

Variabel kontrol kedua adalah jumlah pendanaan yang timbul pada saat IPO (PROCEED), hubungan antar *proceed* dengan inisial *return* perusahaan pada saat IPO tidak signifikan. Menurut Pardede (2005), hanya ada tiga faktor utama yang benar-benar diperhitungkan untuk penentuan harga saham perdana yang terjadi di Indonesia, yaitu valuasi perusahaan melalui perhitungan rasio dan proyeksi laporan keuangan, perbandingan dengan harga saham perdana perusahaan yang berada dalam industri sejenis, serta biaya yang harus dikeluarkan emiten untuk menyewa

*underwriter*. Sehingga jumlah pendanaan yang timbul bukanlah faktor yang memengaruhi pembentukan inisial *return* saham pada saat IPO.

**Tabel 4.8**

**Hasil Regresi *Underpricing* 2**

Model 2 $IR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DCA_i + \alpha_2 DLA_i + \alpha_3 IMKTRN_i + \alpha_4 PROCEED_i + \varepsilon_i$				
Variabel	Ekspektasi Tanda	Koefisien	t-Statistic	p-value (1 tailed)
DCA	+	0.245	3,696	0.0006*
DLA	+	0.033	0.350	0.728
IMKTRN	+	-0.027	-0.018	0.9857
PROCEED	-	0.044	0.635	0.5289

\* Signifikansi pada tingkat  $\alpha = 1\%$

Dalam model kedua, diskresi akrual dibedakan menjadi diskresi akrual jangka panjang dan diskresi akrual jangka pendek. Berbeda dengan hasil uji signifikansi model 1, pada persamaan regresi model 2 hanya variabel diskresi akrual jangka pendek (DCA) yang signifikan pada tingkat  $\alpha = 1\%$ . an diskresi akrual jangka panjang, sehingga menurut tabel 4.8, kesimpulannya **hipotesis 1b diterima** dan **hipotesis 1c ditolak**.

Untuk variabel diskresi akrual jangka pendek, hasil penelitian ini sama seperti penelitian Shen et al., (2008) yang menyatakan bahwa hubungan diskresi akrual jangka pendek dengan *underpricing* adalah signifikan positif. Hal ini dikarenakan manajer memiliki fleksibilitas dan kendali yang lebih tinggi terhadap akrual jangka pendek dibandingkan akrual jangka panjang (Teoh et al., 1998, Guenther, 1994). Oleh karena itu diskresi akrual jangka panjang dalam model di atas tidak signifikan hubungannya dengan inisial *return* perusahaan karena perusahaan lebih memilih menggunakan diskresi akrual jangka pendek untuk kondisi jangka pendek, hasil ini berbeda dengan penelitian Shen et al., (2008).

Variabel kontrol yang pertama adalah *initial market return* (IMKTRN) yang merupakan *return* yang dihitung berdasarkan harga IHSG pada saat penawaran sampai perusahaan *listing* di bursa. Hubungan antara inisial *return* dengan IMKTRN tidak signifikan. Hasil yang konsisten dengan model pertama, IMKTRN dalam model kedua juga tidak signifikan, seperti yang sudah dijelaskan



sebelumnya bahwa kondisi pasar modal di Cina dan Indonesia yang dapat menjadi alasan mengapa hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Shen et al., (2008).

Variabel kontrol kedua adalah jumlah pendanaan yang timbul pada saat IPO (PROCEED), dalam model ini variabel PROCEED menunjukkan hubungan yang tidak signifikan terhadap inisial *return* perusahaan. Seperti yang sudah disebutkan sebelumnya bahwa faktor utama yang benar-benar diperhitungkan untuk penentuan harga saham perdana yang terjadi di Indonesia, yaitu valuasi perusahaan melalui perhitungan rasio dan proyeksi laporan keuangan, perbandingan dengan harga saham perdana perusahaan yang berada dalam industri sejenis, serta biaya yang harus dikeluarkan emiten untuk menyewa *underwriter* (Pardede, 2005).

#### **4.4 Hasil Pengujian Model *Underperformance* pasca-IPO (Hipotesis 2a,2b dan 2c)**

Pengujian model *underperformance* pasca-IPO dilakukan dengan metode regresi, oleh karena itu terlebih dahulu dilakukan identifikasi *outliers* dan juga uji asumsi klasik.

##### **4.4.1 Identifikasi *outliers* dari Sampel**

Dalam sampel yang digunakan peneliti untuk menguji model ini, terdapat *outliers* sebagai berikut:

- a. Untuk model 3 yang menggunakan variabel BHAR, DA, ASET, dan SGR, dari prosedur penghilangan outlier yang telah dijelaskan sebelumnya, maka sampel peneliti mengandung 4 *outliers*, sehingga total sampel yang diikuti sertakan dalam pengujian model ini adalah 58 sampel.
- b. Untuk model 4 yang menggunakan variabel BHAR, DCA, DLA, ASET, dan SGR, dari prosedur penghilangan *outliers* yang telah dijelaskan sebelumnya, maka sampel peneliti mengandung 6 *outliers*, sehingga total sampel yang diikuti sertakan dalam pengujian model ini adalah 56 sampel.

##### **4.4.2 Uji Asumsi Klasik**

Asumsi klasik pertama yang akan diuji adalah heteroskedastisitas. Dengan menggunakan *software* Eviews, heteroskedastisitas dapat diuji dengan

menggunakan *White-test*. Jika nilai probabilita *obs\*R-Squared* yang dihasilkan melalui uji White memiliki nilai yang lebih besar dari nilai  $\alpha$  (dalam penelitian ini adalah 5%), maka dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan telah memenuhi asumsi homoskedastisitas. Berikut akan disajikan hasil uji heteroskedastisitas pada kedua persamaan:

**Tabel 4.9**  
**Ringkasan Hasil Pengujian Asumsi Heteroskedastisitas**

No	Persamaan Regresi	Prob. Obs*R-squared
1	Diskresi AkruaI	0.9713
2	Diskresi AkruaI Jangka Pendek dan Diskresi AkruaI Jangka Panjang	0.9512

Note: 1.  $BHAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DA_i + \alpha_2 Aset_i + \alpha_3 SGR_i + \varepsilon_i$   
2.  $BHAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DCA_i + \alpha_2 DLA_i + \alpha_3 Aset_i + \alpha_4 SGR_i + \varepsilon_i$

Melalui tabel 4.9 di atas, dapat disimpulkan bahwa pada persamaan tidak terdapat masalah heteroskedastisitas karena nilai probabilita *obs\*R-Squared* yang dihasilkan melalui uji *White* memiliki nilai yang lebih besar dari nilai  $\alpha$  (dalam penelitian ini adalah 5%).

Asumsi kedua adalah multikolinearitas. Multikol pada Eviews dideteksi dengan melihat korelasi antara kedua variabel independen. Jika antara dua variabel independen terdapat angka korelasi lebih besar atau sama dengan 0,8 dan -0,8, maka model mengandung masalah multikolinearitas. Berikut adalah hasil uji multikolinearitas dalam persamaan regresi untuk kinerja saham pasca-IPO:

**Tabel 4.10**  
**Ringkasan Pengujian Asumsi Multikolinearitas- Matriks Korelasi**

**Model 3**

	DA	ASET	SGR
DA	1.00	-0.23	0.00
ASET	-0.23	1.00	-0.22
SGR	0.00	-0.22	1.00

**Model 4**

	<b>DCA</b>	<b>DLA</b>	<b>ASET</b>	<b>SGR</b>
<b>DCA</b>	1.00	-0.18	-0.33	0.10
<b>DLA</b>	-0.18	1.00	0.14	-0.16
<b>ASET</b>	-0.33	0.14	1.00	-0.18
<b>SGR</b>	0.10	-0.16	-0.18	1.00

Dengan memperhatikan matriks korelasi yang dihasilkan Eviews untuk model kedua model penelitian ini pada tabel 4.10, tidak tampak satupun model yang korelasi antara variabel independennya lebih besar atau sama dengan 0.8 dan -0.8. Sehingga dapat disimpulkan pada kedua model persamaan tidak terjadi masalah multikolinearitas.

Asumsi klasik ketiga yang akan diuji adalah autokorelasi. Dengan menggunakan Eviews, autokorelasi dapat dideteksi menggunakan uji *Breusch-Godfrey Serial Correlation*. Jika nilai probabilitas *obs\*R-squared* yang dihasilkan memiliki nilai yang lebih besar dari nilai  $\alpha = 5\%$ , maka model yang digunakan telah memenuhi asumsi tidak ada autokorelasi.

**Tabel 4.11**  
**Ringkasan Hasil Pengujian Asumsi Autokorelasi**

<b>No</b>	<b>Persamaan Regresi</b>	<b>Prob. Obs*R-squared</b>
1	Diskresi AkruaI	0.8155
2	Diskresi AkruaI Jangka Pendek dan Diskresi AkruaI Jangka Panjang	0.6212

Note: 1.  $BHAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DA_i + \alpha_2 Aset_i + \alpha_3 SGR_i + \epsilon_i$   
2.  $BHAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DCA_i + \alpha_2 DLA_i + \alpha_3 Aset_i + \alpha_4 SGR_i + \epsilon_i$

Uji asumsi klasik terakhir adalah uji normalitas untuk residual. Uji normalitas dimaksudkan untuk melihat apakah residual mendekati distribusi normal atau tidak. Caranya adalah dengan mengamati diagram normal *P-P Plot of Regression Standardized Residual*. Dapat dilihat pada Lampiran 4 dan 5 bahwa data residual masih menyebar di sekitar atau mendekati garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, dan tidak terlihat adanya pemencengan yang berarti, maka dapat dikatakan secara visual bahwa residual dari persamaan regresi itu terdistribusi normal.

#### 4.4.3 Koefisien Determinasi dan Hasil Uji F

Masing-masing persamaan regresi telah diidentifikasi *outliers*nya dan juga telah diuji asumsi klasik. Oleh karena itu, analisis dapat dilanjutkan dengan melihat koefisien determinasi ( $R^2$ ) dan juga signifikansi model dalam menjelaskan variasi variabel dependen melalui variabel independennya.

**Tabel 4.12**  
**Ringkasan Hasil Koefisien Determinasi dan Uji-F**

No	Persamaan Regresi	Adjusted R-squared	Uji F
1	Diskresi Akrua	0.081183	0.056043*
2	Diskresi Akrua Jangka Pendek dan Diskresi Akrua Jangka Panjang	0.110397	0.040354**

\*Signifikan pada level  $\alpha = 10\%$

\*\*Signifikan pada level  $\alpha = 5\%$

Model ketiga yakni model pengujian variabel yang memengaruhi *Buy and hold abnormal return* perusahaan pasca-IPO dengan melihat komponen diskresi akrua memiliki koefisien determinasi 8.1%. Artinya variasi perubahan *Buy and hold abnormal return* perusahaan pasca-IPO dapat dijelaskan sebesar 8.1% oleh variabel diskresi akrua (DA), ukuran perusahaan (SIZE) dan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan (SGR). Selain itu, nilai probabilita F dalam persamaan menunjukkan nilai 0.056043, artinya model tersebut signifikan dalam menjelaskan hubungan antara variabel dependen dan variabel independennya secara keseluruhan (karena  $F = 0.056043 < 0.1$ ). Hal ini menjelaskan setidaknya ada satu variabel independen dalam persamaan yang mempunyai pengaruh nyata terhadap variabel dependen.

Untuk model keempat, yaitu pengujian variabel yang memengaruhi *Buy and hold abnormal return* perusahaan pasca-IPO dengan melihat pengaruh komponen diskresi akrua jangka pendek (DCA) dan diskresi akrua jangka panjang (DLA) memiliki koefisien determinasi sebesar 11%. Artinya variasi perubahan *Buy and hold abnormal return* perusahaan pasca-IPO dapat dijelaskan sebesar 11% oleh variabel diskresi jangka pendek (DCA), diskresi jangka panjang (DLA), SIZE dan SGR. Selain itu, nilai probabilita F dalam persamaan menunjukkan nilai 0.040354, artinya model tersebut signifikan dalam menjelaskan hubungan antara variabel dependen dan variabel independennya secara keseluruhan (karena  $F = 0.040354 <$

0.05). Hal ini menjelaskan bahwa setidaknya ada satu variabel independen dalam persamaan yang mempunyai pengaruh nyata terhadap variabel dependen.

Dalam tabel 4.12 *adjusted r squared* model 3 (8.1%) lebih kecil daripada model 4 (11%), hal ini dikarenakan independen variabel model 3, yakni diskresi akrual, dipecah menjadi dua jenis yaitu diskresi akrual angka pendek (DCA) dan diskresi akrual jangka panjang (DLA) sehingga independen variabel model 4 lebih banyak dibandingkan model 3, maka pada model 4 nilai *adjusted r squared* lebih tinggi dan probabilita f-stat (uji-f) lebih rendah dibandingkan model 3.

#### 4.4.4 Hasil Uji Signifikansi Variabel Independen

Berikut akan ditampilkan hasil pengujian signifikansi variabel independen dalam menjelaskan variabel dependennya dalam masing-masing persamaan regresi yang digunakan dalam pengujian model *underperformance* pasca-IPO. Pertama adalah hasil pengujian signifikansi variabel independen pada persamaan yang menggunakan komponen diskresi akrual pada *Buy and hold abnormal return* perusahaan pasca-IPO:

**Tabel 4.13**  
**Hasil Regresi Model *Underperformance* Pasca-IPO 1**

Model 3 $BHAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DA_i + \alpha_2 Aset_i + \alpha_3 SGR_i + \varepsilon_i$				
Variabel	Ekspektasi Tanda	Koefisien	t-Statistic	p-value (1 tail)
DA	-	-0.017	-0.267	0.790
ASET	+	0.269	1.703	0.0943*
SGR	+	-0.123	-1.728	0.0897*

\* Signifikansi pada tingkat  $\alpha = 10\%$

Pada tabel 4.13 dapat dilihat bahwa hanya variabel diskresi akrual (DA) yang tidak signifikan memengaruhi variabel dependennya, sedangkan variabel ASET dan SGR secara signifikan memengaruhi variabel dependen walaupun arah koefisien variabel SGR berbeda dengan yang diharapkan.

Variabel independen yang menjadi fokus utama dalam penelitian ini adalah total diskresi akrual (DA) sebagai proksi dari manajemen laba. Dari tabel 4.13 dapat dilihat bahwa hubungan BHAR dan DA tidak signifikan, maka **hipotesis 2a ditolak**. Hubungan yang tidak signifikan antara diskresi akrual dengan *buy and hold abnormal return* menyimpulkan bahwa total diskresi akrual tidak

memengaruhi kinerja perusahaan jangka panjang, hasil ini berbeda dengan penelitian DuCharme et al., (2000) karena menurut Teoh et al., (1998) perusahaan yang melakukan *window dressing* sesaat sebelum IPO akan mengalami *underperformance* sesaat setelahnya karena investor menilai perusahaan terlalu tinggi pada awalnya, dan jika perusahaan tidak memenuhi ekspektasi setelah periode IPO investor akan melakukan *revalue* atas perusahaan tersebut yang kemudian akan mengakibatkan nilai saham akan jatuh. Tidak adanya pengaruh manajemen laba terhadap kinerja jangka panjang pasca-IPO dikarenakan periode pengamatan kinerja saham hanya sebatas dua puluh empat bulan saja dimungkinkan perusahaan masih mampu mempertahankan kinerjanya dan investor IPO belum melakukan *revalue* atas perusahaan tersebut, karena ditegaskan dalam penelitian Teoh et al., (1998) dan DuCharme et al., (2000) dalam waktu tiga puluh enam bulan manajemen laba memengaruhi kinerja saham secara negatif karena pada saat itu kondisi manajemen laba di awal sudah terkoreksi dan *fads theory* terjadi, oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa pada di awal IPO perusahaan melakukan manajemen laba untuk tujuan informatif (*Informative Earning Management*) karena investor masih mempercayai kinerja awal perusahaan sampai dengan dua puluh empat bulan pasca-IPO (Gul et al., 2003). Selain itu diskresi akrual dibedakan atas diskresi akrual jangka panjang dan jangka pendek, dan kedua komponen tersebut memiliki diskresi dan media yang berbeda dalam penggunaannya, oleh karena itu pengaruh diskresi akrual secara total belum mampu signifikan memengaruhi kinerja saham, karena kinerja saham dalam penelitian ini merupakan suatu pengamatan yang menggunakan periode waktu maka seharusnya manajemen laba dibedakan menjadi jangka panjang dan jangka pendek.

Variabel kontrol pertama adalah ukuran perusahaan (SIZE), menunjukkan hubungan yang positif signifikan pada level  $\alpha = 10\%$  terhadap variabel *buy and hold abnormal retrun*. Hasil ini sesuai dengan ekspektasi peneliti. Perusahaan yang berukuran besar diartikan sebagai perusahaan yang memiliki nilai total aset secara keseluruhan besar. Dengan ukuran yang besar, asimetri informasi berkurang, sehingga investor yang berinvestasi pada perusahaan IPO tidak

melakukan kesalahan dalam pengambilan keputusan. Hal ini yang membuat kinerja saham IPO perusahaan stabil di bursa.

Variabel kontrol ketiga adalah tingkat pertumbuhan penjualan (SGR). Dengan tingkat signifikansi pada level  $\alpha = 10\%$ , disimpulkan bahwa tingkat pertumbuhan penjualan memengaruhi secara negatif *buy and hold abnormal return*. Hasil ini berbeda dengan ekspektasi yang dibangun. Alasan logis untuk menjelaskan hubungan negatif ini adalah karena adanya percepatan dalam pencatatan penjualan pada periode sebelum IPO. Manajemen laba salah satu praktiknya dilakukan dengan mengakui penjualan masa depan pada periode saat ini, oleh karena itu penjualan yang tercatat tidak mencerminkan kinerja yang sesungguhnya akibatnya kinerja perusahaan pasca-IPO akan mengalami penurunan (Kusumawardani dan Siregar, 2009).

Selain itu akan dianalisis hasil uji signifikansi variabel independen untuk persamaan menggunakan diskresi akrual jangka pendek dan diskresi akrual jangka panjang:

**Tabel 4.14**  
**Hasil Regresi Model *Underperformance* Pasca-IPO 2**

Model 4				
$BHAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 DCA_i + \alpha_2 DLA_i + \alpha_3 Aset_i + \alpha_4 SGR_i + \varepsilon_i$				
Variabel	Ekspektasi Tanda	Koefisien	t-Statistic	p-value (1 tail)
DCA	-	-0.065	-0.953	0.345
DLA	-	0.290	1.940	0.0579*
ASET	+	0.196	1.239	0.221
SGR	+	-0.062	-0.772	0.444

\* Signifikansi pada tingkat  $\alpha = 10\%$

Dari tabel 4.14 dapat dilihat bahwa semua variabel independen tidak signifikan kecuali variabel diskresi akrual jangka panjang tetapi memiliki arah yang berbeda dengan ekspektasi tanda. Fokus utama dalam model 4 ini adalah variabel diskresi akrual jangka pendek (DCA) dan diskresi akrual jangka panjang (DLA). Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa **hipotesis 2b ditolak**, hal ini dikarenakan fokus utama manajer melakukan praktik manajemen laba jangka pendek untuk kondisi jangka pendek, sehingga pengaruh diskresi akrual jangka pendek tidak memengaruhi kinerja perusahaan jangka panjang secara positif dan di sisi lain, diskresi akrual jangka pendek tidak memengaruhi kinerja keuangan

secara negatif (DuCharme et al., 2000) setelah *listing* di bursa selama dua puluh empat bulan dikarenakan periode dua puluh empat bulan selama di bursa belum sepenuhnya dapat memberi gambaran pengaruh diskresi akrual jangka pendek terhadap kinerja saham pasca-IPO dan perusahaan masih mampu mempertahankan kinerja baiknya sehingga investor belum melakukan *revalue* atas perusahaan atas kondisi manajemen laba sebelum IPO, banyak penelitian yang mengemukakan bahwa manajemen laba akan memengaruhi kinerja perusahaan secara negatif dalam periode tiga tahun karena *fads theory* terjadi pada periode tersebut. Hasil ini berbeda dengan penelitian DuCharme et al., (2000) yang menyatakan adanya hubungan signifikan negatif antara diskresi akrual jangka pendek dengan *buy and hold abnormal return* periode tiga tahun. Selain itu dalam penelitian Teoh et al., (1998) dikatakan bahwa dengan periode pengamatan kinerja perusahaan selama tiga tahun, maka akan dilihat hubungan negatif antara diskresi jangka pendek dengan kinerja saham perusahaan. Hasil ini diskresi akrual jangka pendek yang tidak signifikan terhadap kinerja saham perusahaan sejalan dengan total diskresi akrual, maka hal ini mengindikasikan bahwa total diskresi akrual mewakili diskresi akrual jangka pendek.

Selain itu variabel independen yang menjadi fokus kedua dalam penelitian ini adalah diskresi akrual jangka panjang (DLA), dari tabel 4.14 dapat dilihat bahwa DLA memengaruhi *buy and hold abnormal return* secara signifikan positif dengan tingkat signifikansi pada level  $\alpha = 10\%$ , artinya adalah perusahaan yang melakukan manajemen laba jangka panjang secara besar-besaran pada saat sebelum IPO akan meningkatkan kinerja saham perusahaan jangka panjang, oleh karena itu **hipotesis 2c ditolak**. Arah positif dalam hubungan diskresi akrual jangka panjang dengan kinerja perusahaan jangka panjang menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan praktik manajemen laba melalui diskresi akrual jangka panjang akan meningkatkan kinerja perusahaan dua tahun pasca-IPO karena manajemen laba yang melalui diskresi akrual jangka panjang melibatkan aset jangka panjang (Teoh et al., 1988), dapat dilihat juga bahwa diskresi akrual memiliki tahapan waktu untuk memengaruhi dan dikoreksi, oleh karena itu pada periode dua puluh empat bulan diskresi akrual jangka panjang ada pada tahap



memengaruhi kinerja saham perusahaan karena media yang digunakan oleh perusahaan untuk melakukan manajemen laba adalah aset jangka panjang.

Tujuan manajemen melakukan diskresi manajemen dalam mengelola aset jangka panjangnya dilakukan agar menghindari pencederaan janji hutang dengan krediturnya sehingga performa perusahaan dibuat sedemikian rupa sehingga menjadi baik (Harahap,2009). Menurut Djakman dan Yuniasih (2002) menunjukkan salah satu strategi perusahaan terkait diskresi terhadap aset jangka panjang di Indonesia yang bertujuan agar perusahaan tidak mengalami *delisting* di JSX, yaitu aset perusahaan akan dijual lalu hasil penjualannya digunakan untuk membayar hutang, serta mengakui keuntungan dari aset yang dijual tersebut.

Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa untuk meningkatkan kinerja jangka pendek perusahaan menggunakan diskresi akrual jangka pendek (seperti pengujian *undepricing*) dan untuk meningkatkan kinerja jangka panjang perusahaan dapat menggunakan diskresi akrual jangka panjang, hal ini dikarenakan dalam diskresi akrual jangka panjang menggunakan penyesuaian yang melibatkan aset jangka panjang seperti perlambatan depresiasi, penurunan pajak tangguhan, mengakui gain yang tidak biasa (Teoh et al., 1998). Dengan begitu diskresi memiliki perannya masing-masing dalam memengaruhi manajemen laba, dan kondisi pengkoreksian diskresi akrual jangka panjang terhadap kondisi kinerja perusahaan membutuhkan waktu yang lebih lama lagi.

Variabel kontrol kedua adalah ukuran perusahaan (SIZE), hasilnya menunjukkan bahwa variabel kontrol tidak signifikan terhadap *buy and hold abnormal return* perusahaan. Ukuran perusahaan yang memengaruhi kinerja perusahaan berkaitan dengan masalah asimetri informasi, perusahaan yang besar cenderung mempunyai *private insentif* yang besar ke beberapa pihak, hal ini dikarenakan perusahaan memiliki beberapa kontrak dengan banyak pihak, sayangnya di Indonesia pengungkapan dan transparansi kurang sehingga ukuran perusahaan tidak menjamin mengurangi masalah asimetri informasi (Utama, 2003). Oleh karena itu ukuran perusahaan tidak dapat digunakan untuk mempertimbangkan baik atau buruknya kinerja saham suatu perusahaan.

Variabel kontrol ketiga adalah pertumbuhan penjualan (SGR), pada tabel 4.14 menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berhubungan signifikan

dengan *buy and hold abnormal return* perusahaan, hal ini dikarenakan percepatan pengakuan penjualan dalam manajemen laba yang membuat nilai penjualan yang tercatat tidak mencerminkan kinerja yang sesungguhnya (Kusumawardani dan Siregar, 2009).



## BAB 5

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1. Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan berdasarkan kerangka pemikiran bahwa perusahaan yang melaksanakan IPO rentan terhadap kondisi asimetri informasi, maka asimetri informasi ini-lah yang menginisiasikan terjadinya praktik manajemen laba sebelum IPO dan hal ini dapat memengaruhi kinerja jangka pendek (*underpricing*) dan kinerja jangka panjang (*underperformance*) perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh manajemen laba yang dilakukan perusahaan sebelum periode IPO terhadap *underpricing* serta *underperformance* perusahaan pasca-IPO, selain itu penelitian ini menggunakan semua sampel perusahaan kecuali industri sektor keuangan, perbankan dan properti dan konstruksi.

Penelitian ini menemukan indikasi bahwa perusahaan menggunakan kesempatan kondisi asimetri informasi untuk sebuah tujuan oportunistik jangka pendek untuk mencapai keuntungan sebesar-besarnya dari kegiatan IPO, hal itu tercermin dari hubungan positif yang signifikan antara komponen total diskresi akrual (DA) dan total diskresi akrual jangka pendek (DCA) terhadap inisial *return* yang mengakibatkan terjadinya fenomena *underpricing* di hari pertama bursa. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan sebelumnya oleh Shen et al., (2008), tetapi dalam penelitian ini tidak berhasil menemukan hubungan yang signifikan antara diskresi akrual jangka panjang (DLA) dengan return inisial perusahaan, hal ini dikarenakan perusahaan cenderung menggunakan diskresi akrual jangka pendek untuk memengaruhi kondisi jangka pendek perusahaannya dibandingkan menggunakan diskresi akrual jangka panjang.

Kesimpulan kedua yang mengindikasikan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara manajemen laba melalui komponen total diskresi akrual dan diskresi akrual jangka pendek terhadap kinerja perusahaan jangka panjang (*underperformance*), hal ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh DuCharme et al., (2000), karena selama periode dua puluh empat bulan perusahaan masih mampu mempertahankan kinerja yang dimanipulasi pada saat

sebelum IPO sehingga investor belum melakukan *revalue* atas perusahaan tersebut oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa tujuan perusahaan melakukan manajemen laba pada awal IPO untuk tujuan informatif (*Informative Earning Management*), dengan demikian periode dua puluh empat bulan pasca-IPO belum cukup melihat pengaruh manajemen laba terhadap kinerja perusahaan secara negatif dan butuh waktu tiga tahun pengamatan kinerja perusahaan untuk melihat terjadinya *fads theory* (Teoh et al., 1998), sehingga keadaan manipulasi pada saat awal IPO terkoreksi dan investor melakukan *revalue* terkait perusahaan tersebut. Selain itu fokus utama manajer melakukan praktik manajemen laba jangka pendek dilakukan untuk kondisi jangka pendek saja. Pada penelitian Ducharme et al., (2000) tidak diteliti hubungan diskresi akrual jangka panjang sebelum IPO dengan kinerja saham perusahaan, maka berbeda dengan penelitian sebelumnya dalam penelitian ini ditemukan bahwa praktik manajemen laba melalui diskresi akrual jangka panjang berhubungan signifikan positif terhadap kinerja perusahaan jangka panjang pada periode dua puluh empat bulan pasca-IPO, hal ini menunjukkan bahwa butuh waktu yang lebih lama lagi untuk mengoreksi kondisi yang dimanipulasi oleh diskresi akrual jangka panjang karena pada periode dua puluh empat bulan kinerja perusahaan masih dipengaruhi secara signifikan positif.

## 5.2. Keterbatasan

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan, yaitu penelitian ini menggunakan model estimasi diskresi akrual menurut penelitian Shen et al., (2008) yang ada di Cina, model-model untuk mengestimasi diskresi akrual beragam, namun penggunaan model mana yang paling tepat sebaiknya harus mengakomodasi ketepatan/ kesesuaian model dengan lingkungan dimana manajemen laba dideteksi. Selain itu penelitian ini menggunakan komponen non-diskresi akrual baik secara total, jangka pendek maupun jangka panjang yang berasal dari perusahaan-perusahaan lain yang terdapat dalam subsektor yang sama dengan perusahaan IPO. Hal ini mengakibatkan nilai non-diskresi akrual perusahaan IPO yang dihasilkan tidak mewakili nilai non-diskresi dari perusahaan IPO yang dijadikan sampel penelitian, karena kondisi tiap-tiap perusahaan berbeda-beda walaupun terdapat dalam subsektor yang sama. Selain itu penelitian ini menggunakan periode pengamatan manajemen laba yang relatif pendek, yaitu

hanya satu tahun sebelum terjadinya IPO. Selain itu pengukuran kinerja pasca-IPO dalam penelitian ini sebenarnya tidak cukup representatif, karena hanya dua tahun pengamatan dan menggunakan perhitungan *buy and hold abnormal return* saja.

### 5.3. Saran

Beberapa saran yang dapat penulis berikan adalah sebagai berikut:

- 1) Perlu dilakukan penelitian lanjutan, model perhitungan manajemen laba seperti apakah yang cocok untuk kondisi di Indonesia, hal ini dikarenakan beragamnya pilihan perhitungan yang ada.
- 2) Diharapkan adanya penelitian lanjutan dengan menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang dan lebih pendek untuk membuktikan bahwa dalam periode apa manajemen laba masih memengaruhi kondisi perusahaan secara positif dan negatif, selain itu dalam mengukur kinerja perusahaan tidak hanya menggunakan komponen *buy and hold abnormal return* saja, tetapi bisa menggunakan variabel kinerja lainnya.
- 3) Bagi investor yang ingin berinvestasi pada perusahaan IPO di Indonesia sebaiknya lebih memahami secara mendalam angka-angka yang ada di dalam prospektus perusahaan agar di dalam berinvestasi tidak salah mengambil keputusan.
- 4) Pemerintah sebaiknya memberikan suatu aturan yang tegas terkait *transparancy* dan *disclosure* untuk peristiwa IPO agar kondisi asimetri informasi dapat dikurangi.

**DAFTAR PUSTAKA:**

- Aggarwal, R., & Rivoli, P. (1990). Fads in the initial public offering market. *Financial Management*. 45–57.
- Agrawal, R., Leal, L., & Hernandez, L. (1993). The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America. *Financial Management Vol 22* , 42-53.
- Alijoyo, A., & Zain, S. (2004). *Komisaris Independen. Penggerak Praktik GCG di Perusahaan*. Jakarta: PT Indeks Kelompok Gramedia.
- Amin, A. (2007). Pendekatan Earning Management, Underpricing, dan Pengukuran Kinerja Perusahaan yang Melakukan Kebijakan Initial Public Offering (IPO) di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi* .
- Assih, P., A.W, H., & Parawiyati. (2005). Pengaruh Manajemen Laba pada Nilai dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia, Vol. 2 No. 2* , 125-144.
- Ayres, F. (1994). Perception of Earning Quality : What Managers Need to Know, Making Bottom Line Look Better May Have A Negative Result. *Management Accounting. Management Accounting* .
- Bachtiar, Y. S. (2003). Accrual and Information Asymmetry. *Working Paper* .
- Ball, R. J., & Brown, p. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting and Economics 6* , 159-178.
- Barber, B., & Lyon. (1997). Firm Size, Book to market ratio and security return: A hold sample of financial firm. *Journal of Finance, vol.LII, no.2* .
- Baron, D. (1982). A Model of the Demand of Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *Journal of Finance 37* , 955-976.
- Batty. (1989). Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offering. *The Accounting Review, Vol LXIV, No. 4, October* , 693-707.
- Belkaoui, A. (2007). *Accounting Theory Teori akuntansi Buku dua*. Jakarta: Salemba Empat.
- Bloch, E. (1986). *Inside Investment Banking*. Homewood Illinois: Dow Jones-Irwin.
- Bowman, R., & F, N. (1998). The Association between Earnings Management, Discretionary Accruals, Abnormal Returns. *Working Paper* .

Brav, Alon, & Gompers, P. A. (1997). Myth or reality? The Long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies. *Journal of Finance* 52 , 1791-1821.

*Bursa Efek Indonesia*. (2010). Retrieved June Monday, 2012, from Bursa Efek Indonesia Website: [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

Carter, R., Frederick, H., & Singh, A. (1998). Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks. *Journal of Finance*, 53(1) , 285-311.

Chan, K., Wang, J., & Wei, K. J. (409– 430). Underpricing and long-term performance of. *Journal of Corporate Finance* , 2002.

Chiu, H. H., & Sinha, P. (2009). Valuation and Underpricing of Initial Public Offerings : Role of Discretionary Accounting Accruals.

Choi, J., & Harmatuck, D. (2006). “Post- Operating Performance of Construction Mergers and Acquisitions of the United States of America. *Canadian Journal of Civil Engineering* 33 (3) , 266-278.

Daljono. (2000). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ Tahun 1990—1997. *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi III* , hal. 556—572.

Dechow, P. M. (1994). Accounting Earning and Cash Flow as Measures of Firm Performance The Role of Accounting Accruals. *Journal of Accounting and Economic* , 3-42.

Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting Horizons* 14 , 235-250.

Dechow, P. M., R, G. S., & A, P. S. (1995). Detecting earning management. *The Accounting Review* (2). 193-225.

Djakman, C. D., & Yuniasih, R. (2002). Strategi Penjualan Aset dan Tekanan Keuangan. *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi 5* , 298-312.

DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2000). Earning Management: IPO Valuation and Subsequent Performance.

Dye, R. (1988). Earnings Management in an Overlapping Generations Model. *Journal of Accounting Research*. 26 , 195-235.

Ernyan, & Husnan. (2002). Perbandingan Underpricing Penerbitan Saham Perdana Perusahaan Keuangan dan Non-Keuangan di Pasar Modal Indonesia :

Pengujian Hipotesis Asimetri Informasi. *Kumpulan Masalah SNK In Memoriam Prof.Dr.Bambang Riyanto* , hal.43-56.

Ernyan, & Husnan. (2002). Perbandingan Underpricing Penerbitan Saham Perdana Perusahaan Keuangan dan Non-Keuangan di Pasar Modal Indonesia: Pengujian Hipotesis Asimetri Informasi. *Kumpulan Makalah SNK in Memoriam Prof Dr Bambang Riyanto* , 43-56.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review Of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance Vol.25* , 383-417.

Friedlan, M. L. (1994). Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offering. *Contemporary Accounting Research 11 (1)* , 1-31.

Gershgoren, G. G., Hughson, E., & Zender, J. F. (2008). A Simple but Powerful Test for Long Run Event Studies.

Godfrey, J., Hodgson, A., & Holmes, S. (1997). *Accounting Theory*. Queensland: John Wiley & Sons.

Guenther, D. A. (1994). Earning Management in Response to Corporate Tax Rate Changes: Evidence from the 1986 Tax Reform. *Accounting Review* , 230-243.

Guenther, D. (1994). Earning Management in Response to Corporate Tax Rate Changes: Evidence from the 1986 Tax Reform Act. *The Accounting Review 69* , 230-243.

Gumanti, T. A. (2000). Earning Management: Suatu Telaah Pustaka. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Vol. 2 No. 2* , 104-115.

Gumanti, T. A., & Utami, E. S. (2002). Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol 4, No.1* .

Gumanti, T. (2001). Earning Management Dalam Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol. 4 No. 2* , 165-181.

Guo, R.-J., Lev, B., & Shi, C. (2005). Explaining the Short- and Long-Term IPO Anomalies in the US by R&D . *Working Paper* .

Hughes, P. J. (1986). Signalling by Direct Disclosure Under Asymmetric Information. *Journal of Accounting and Economics 8* , 119-142.

Husnan, S. (1993). The First Issues Market: The Case of Indonesian Bull Market. *Indonesian Economic Journal Vol.2 No.1* , 16-32.

Ismail, T. H., Abdou, A. A., & Annis, R. M. (2011). Review of Literature Linking Corporate Performance to Mergers and Acquisitions. *EuroJournals* .



Januarti, I. (2004). Pendekatan dan Kritik Teori Akuntansi Positif. *Jurnal Akuntansi & Auditing Volume 01* , 83-94.

Jones, C. P. (2007). *Investments: Analysis and Management, 10th ed.* New York: John Wiley.

Kep-305/BEJ/07-2004 tentang pencatatan saham dan efek bersifat ekuitas selain saham yang diterbitkan oleh perusahaan yang tercatat. (n.d.).

Kothari, S., & Warner, J. B. (1997). Evaluating Mutual Fund Performance. *Journal SSRN* .

Kusumawardhani, N. A., & Siregar, S. V. (2009). Fenomena Manajemen Laba Menjelang IPO dan Kaitannya dengan Nilai Perusahaan Perdana serta Kinerja Perusahaan Pasca-IPO: Studi Empiris pada Perusahaan yang IPO di Indonesia tahun: 2000-2003. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi XII* .

Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32 , 371-388.

Levin, R. I., & Rubin, D. S. (1998). *Statistic For Management 1 & 2, Seventh Edition.* Upper Saddle River, New Jersey: Prentice-Hall.

Levis, M. (1993). The Long Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988. *Journal Financial Management Vol. 22* , 28-41.

Llorca, M. J., & Ugedo, J. F. (2004). Long-run performance of Spanish seasoned equity issues with rights. *International Review of Financial Analysis* , 191–215.

Loughran, T., & Ritter, J. (1995). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, 50 , 23-51.

Loughran, T., Ritter, J., & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: international insights. *Pacific-Basin Finance Journal* 2 , 165–199.

Lowry, M., & Shu, S. (2002). Litigation risk and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics* 65 , 309–335.

Lyon, J., Barber, B. M., & Tsai, C. L. (1999). Improved Methodes fot Tests of Long Run Abnormal Stock Return. *Journal of Finance*, 54 (1) , 165-201.

Marfuah. (2006). Pengaruh Kecanggihan Investor Terhadap Ketepatan Reaksi Pasar Dalam Merespon Pengumuman Dividen Meningkatkan. *Jurnal Akuntansi Auditin Indonesia 10 No.2* , 137-154.

Mayangsari, S., & Wilopo. (2002). Konservatisme Akuntansi, Value Relevance dan Discretionary Accrual: Implikasi Model Feltham-Ohlson (1996). *urnal Riset Akuntansi Indonesia* , 291-310.

Mc Guinness, P. (1992). An Examination of the Underpricing of Initial Public Offering in Hongkong 1980-1990. *Journal of Bussiness Finance and Accounting* vol. 19 , 165-186.

Mitchell, M., & Stafford, E. (2000). Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance. *Journal of Business*, 73 , 287-320.

Nastiti, A. S., & Gumanti, T. A. (2011). Kualitas Audit dan Manajemen Laba pada Initial Public Offerings di Indonesia. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi XIV* .

Pardede, D. H. (2005). Analisa Terhadap Faktor yang Memengaruhi Penetapan Harga IPO di Indonesia. *Skripsi Sarjana Program Studi Ilmu Manajemen FEUI* .

Pratiwi, A., & Kusuma, I. W. (2001). Analisis Kinerja Surat Berharga Setelah Penawaran Saham Perdana (IPO) di Indonesia. *Junal Ekonomi dan Bisnis Indonesia Volume 16 Nomor 2* .

Puspita, T. (2011). Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Tingkat Underpricing Saham Pada Saat Initial Public Offering (IPO) di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2009.

Ritter, J. R. (1991). The Long Run Performance of Initial Public Offering. *Journal of Finance* , 3-27.

Samsul, M. (2006). *Pasar Modal & Manajemen Portofolio* . Jakarta: Erlangga.

Sanjaya, I. (2008). Auditor Eksternal, Komite Audit, dan Earning Management. *Jurnal Riset Akuntansi*, 11 (1) , 97-116.

Schroeder, R. (2000). *Operations Management*. North America: The Mc-Graw Hill Companies. Inc.

Scott, W. R. (2009). *Financial Accounting Theory*. 5 Th ed. Ontario: Pearson Education Canada, Inc.

Shen, Z., Coakley, J., & Instefjord, N. (2008). Earning Management, Undepricing and Underperformance of Chinnese IPOs.

Shen, Z., Coakley, J., & Instefjord, N. (2008). Earning Management, Underpricing and Underperformance of Chinese IPOs. *The European Financial Management Association Annual Meeting* .

Siddharta, U., & Suroso. (2006). Hubungan Kinerja Jangka Panjang Saham Pasca-IPO dengan Optimisme dan Divergensi Opini Investor serta Tindakan Oportunis Emiten. *Manajemen Usahawan Indonesia Vol.35* , 27-39.

Stoughton, N. M., & Zechner, J. (1998). IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 49 , 45-77.

Suherman. (2010). Apakah Kinerja Jangka Panjang Penawaran Umum Perdana di Indonesia underperformed? *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi XIII* .

Sulistiawan, D., Januarsi, Y., & Alvia, L. (2011). *Creative Accounting*. Jakarta: Salemba Empar.

Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. (1998). Earning Management and the Long Run Market Performance of Initial Public Offerings.

Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. (1997). Earning Management and The Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics* , 63-99.

Titman, S., & Trueman, B. (1986). Information Quality and The Valuation of New Issues. *Journal of Accounting and Economics* , 159—172.

Uddin, H. M. (2008). An Emperical Examination of Intended and Unintended IPO Underpricing in Singapore and Malaysia.

Undang Undang Republik Indonesia No. 8 tahun 1995 tentan Pasar Modal. (n.d.).

Utama, S. (2003, April). Corporate Governance Disclosure and Its Evidence in Indonesia. *Usahawan*.

Watts, R., & J.L, Z. (1986). *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice Hall.

Yanizi, B., & Veronica, S. (2003). Hubungan antara Manajemen Laba dengan Tingkat Pengungkapan Laporan Keuangan. *Simposium Nasional Akuntansi VI* , 328-340.

Zhou, J., & Elder, R. (2003). Audit Firm Size, Industry Specialization and Earnings Management by Initial Public Offering Firms. *Working Paper* .

**LAMPIRAN 1**  
**Data Perusahaan Sampel**

No	Kode	Tanggal IPO	Harga Penawaran	Jumlah Saham
1	DSSA	10-Dec-09	Rp1,500	100,000,000
2	AMRT	15-Jan-09	Rp395	343,177,000
3	TRIO	14-Apr-09	Rp225	450,000,000
4	GTBO	9-Jul-09	Rp115	1,834,755,000
5	RINA	14-Jul-09	Rp160	210,000,000
6	BWPT	27-Oct-09	Rp550	1,211,009,000
7	NIKL	14-Dec-09	Rp325	504,670,000
8	GDST	23-Dec-09	Rp160	1,000,000,000
9	TRIL	28-Jan-08	Rp400	300,000,000
10	YPAS	5-Mar-08	Rp545	68,000,000
11	ELSA	6-Feb-08	Rp400	1,460,000,000
12	KOIN	9-Apr-08	Rp170	250,000,000
13	GZCO	15-May-08	Rp225	1,500,000,000
14	INDY	11-Jun-08	Rp2,950	937,284,000
15	PDES	8-Jul-08	Rp200	215,000,000
16	KBRI	11-Jul-08	Rp260	1,360,000,000
17	ADRO	16-Jul-08	Rp1,100	11,139,331,000
18	HOME	17-Jul-08	Rp110	300,000,000
19	BYAN	12-Aug-08	Rp5,800	958,333,500
20	TRAM	10-Sep-08	Rp125	4,000,000,000
21	SIAP	17-Oct-08	Rp150	240,000,000
22	DEWA	26-Sep-07	Rp335	3,150,000,000
23	PKPK	11-Jul-07	Rp400	125,000,000
24	SGRO	18-Jun-07	Rp2,340	461,350,000
25	BISI	28-May-07	Rp200	900,000,000
26	ITMG	18-Dec-07	Rp14,000	225,985,000
27	WEHA	31-May-07	Rp245	128,000,000
28	MNCN	22-Jun-07	Rp900	2,750,000,000
29	ACES	06-Nov-07	Rp820	515,000,000
30	PTSN	08-Nov-07	Rp580	531,388,000
31	JSMR	12-Nov-07	Rp1,700	2,040,000,000
32	CSAP	12-Dec-07	Rp200	600,000,000

**LAMPIRAN 1**  
**Data Perusahaan Sampel**  
**(Lanjutan)**

<b>No</b>	<b>Kode</b>	<b>Tanggal IPO</b>	<b>Harga Penawaran</b>	<b>Jumlah Saham</b>
33	BTEL	3-Feb-06	Rp110	5,500,000,000
34	IATA	13-Sep-06	Rp130	432,000,000
35	MAIN	10-Feb-06	Rp880	61,000,000
36	RUIS	12-Jul-06	Rp250	170,000,000
37	CPRO	28-Nov-06	Rp110	3,000,000,000
38	FREN	29-Nov-06	Rp225	3,900,000,000
39	MASA	9-Jun-05	Rp170	1,000,000,000
40	APOL	22-Jun-05	Rp625	500,000,000
41	EXCL	29-Sep-05	Rp2,000	1,427,500,000
42	MICE	21-Dec-05	Rp490	100,000,000
43	AKKU	1-Nov-04	Rp220	80,000,000
44	BTEK	14-May-04	Rp125	120,000,000
45	ENRG	7-Jun-04	Rp160	2,847,433,500
46	MAPI	10-Nov-04	Rp625	500,000,000
47	SQMI	15-Jul-04	Rp250	120,000,000
48	ARTI	30-Apr-03	Rp650	95,000,000
49	PGAS	15-Dec-03	Rp1,500	1,296,296,000
50	TMAS	9-Jul-03	Rp550	55,000,000
51	ABBA	3-Apr-02	Rp100	400,000,000
52	ATPK	17-Apr-02	Rp300	135,450,000
53	CITA	20-Mar-02	Rp200	60,000,000
54	FISH	18-Jan-02	Rp125	80,000,000
55	GEMA	12-Aug-02	Rp225	80,000,000
56	IIKP	20-Oct-02	Rp450	60,000,000
57	JTPE	16-Apr-02	Rp225	100,000,000
58	PTBA	23-Dec-02	Rp575	346,500,000
59	SCMA	16-Jul-02	Rp1,100	375,000,000
60	SUGI	19-Jun-02	Rp120	100,000,000
61	FORU	17-Jan-02	Rp130	205,000,000
62	FPNI	21-Mar-02	Rp450	67,000,000

**LAMPIRAN 2****Data Perusahaan Benchmark**

No	Kode	Tgl IPO	No	Kode	Tgl IPO	No	Kode	Tgl IPO
1	ESTI	13/10/92	30	JPFA	23/10/89	59	RALS	24/07/96
2	GDYR	01/12/80	31	JPRS	08/08/89	60	SHID	08/05/90
3	GJTL	08/05/90	32	KIAS	08/12/94	61	TURI	06/05/95
4	ARGO	07/01/91	33	LION	20/08/93	62	WICO	08/08/94
5	AUTO	15/06/98	34	INKP	16/07/90	63	AKRA	03/10/94
6	BATA	24/03/82	35	MLIA	17/01/94	64	ASGR	15/11/89
7	BRAM	05/09/90	36	SMCB	10/08/97	65	ASIA	20/10/94
8	INDS	10/08/90	37	SMGR	08/07/91	66	BAYU	30/10/89
9	TFCO	26/02/80	38	SULI	21/03/94	67	BMTR	17/07/95
10	ADES	13/06/94	39	TOTO	30/10/90	68	BNBR	28/08/89
11	AISA	11/06/97	40	BLTA	26/03/90	69	FAST	11/05/93
12	CEKA	09/07/96	41	CMNP	10/01/95	70	HEXA	13/02/95
13	DVLA	11/11/94	42	CMPP	08/12/94	71	INTD	18/12/89
14	RMBA	05/03/90	43	HITS	15/12/97	72	LPLI	23/10/89
15	DLTA	12/02/84	44	ISAT	19/10/94	73	ANTM	27/11/97
16	KDSI	29/07/96	45	MIRA	30/01/97	74	ATPK	17/04/02
17	KICI	28/10/93	46	SAFE	15/08/94	75	CITA	20/03/02
18	LMPI	17/10/94	47	SMDR	05/12/99	76	CTTH	03/07/96
19	APLI	01/05/00	48	TLKM	14/11/95	77	DOID	15/06/01
20	ARNA	17/07/01	49	ZBRA	01/08/91	78	KKGI	01/07/91
21	BRNA	06/11/89	50	HERO	02/12/89	79	PTBA	23/12/02
22	BUDI	08/05/95	51	INTA	23/08/93	80	TINS	19/10/95
23	CPIN	18/03/91	52	JSPT	12/01/98	81	AALI	09/12/97
24	DPNS	08/08/90	53	KONI	22/08/95	82	SMAR	20/11/92
25	ETWA	16/05/97	54	LTLS	21/07/97	83	DSFI	24/03/00
26	FASW	01/12/94	55	MPPA	21/12/92	84	LSIP	05/07/96
27	INAI	05/12/94	56	MTDL	09/04/90	85	MBAI	28/02/94
28	INTP	05/12/89	57	PLIN	15/06/92	86	TBLA	14/02/00
29	JKSW	06/08/97	58	PTSP	30/05/94	87	UNSP	06/03/90

### LAMPIRAN 3

#### Output Regresi Hipotesis 1a

Dependent Variable: IR  
 Method: Least Squares  
 Date: 06/12/12 Time: 14:01  
 Sample: 1 52  
 Included observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.452281	0.836184	0.540887	0.5911
DA	0.180358	0.065055	2.772382	0.0079
IMKTRN	-1.121024	1.594206	-0.703186	0.4853
PROCEED	-0.033219	0.074827	-0.443945	0.6591
R-squared	0.152316	Mean dependent var		0.152474
Adjusted R-squared	0.099336	S.D. dependent var		0.400740
S.E. of regression	0.380316	Akaike info criterion		0.978172
Sum squared resid	6.942716	Schwarz criterion		1.128268
Log likelihood	-21.43248	Hannan-Quinn criter.		1.035716
F-statistic	2.874954	Durbin-Watson stat		1.589279
Prob(F-statistic)	0.045751			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.437894	Prob. F(2,46)	0.2479
Obs*R-squared	3.059612	Prob. Chi-Square(2)	0.2166

Test Equation:

Dependent Variable: RESID  
 Method: Least Squares  
 Date: 06/14/12 Time: 00:49  
 Sample: 1 52  
 Included observations: 52  
 Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.064179	0.834517	0.076905	0.9390
DA	0.006715	0.064595	0.103954	0.9177
IMKTRN	1.072847	1.704252	0.629512	0.5321
PROCEED	-0.006511	0.074693	-0.087175	0.9309
RESID(-1)	0.261741	0.158526	1.651089	0.1055
RESID(-2)	-0.111255	0.150542	-0.739030	0.4636
R-squared	0.058839	Mean dependent var		5.23E-17
Adjusted R-squared	-0.043461	S.D. dependent var		0.368960
S.E. of regression	0.376893	Akaike info criterion		0.994455
Sum squared resid	6.534215	Schwarz criterion		1.219598
Log likelihood	-19.85583	Hannan-Quinn criter.		1.080770
F-statistic	0.575158	Durbin-Watson stat		1.932747
Prob(F-statistic)	0.718656			

**LAMPIRAN 3**  
**Output Regresi Hipotesis 1a**  
**(Lanjutan)**

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.949845	Prob. F(9,42)	0.4938
Obs*R-squared	8.794057	Prob. Chi-Square(9)	0.4565
Scaled explained SS	5.598753	Prob. Chi-Square(9)	0.7793

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 06/14/12 Time: 00:49

Sample: 1 52

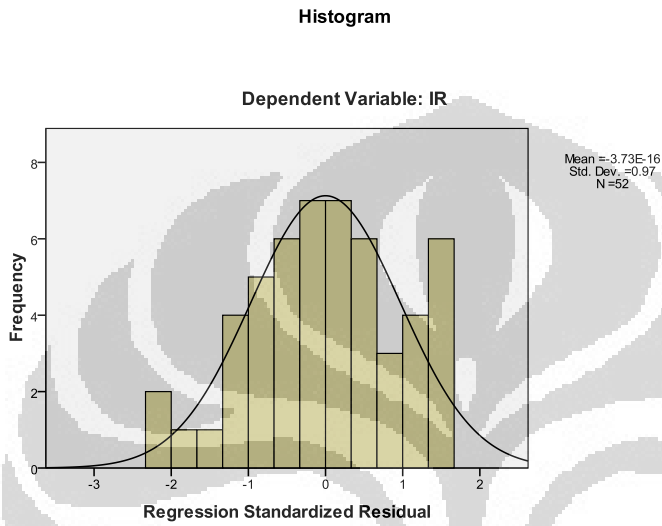
Included observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.636442	6.390328	1.038514	0.3050
DA	-0.031554	0.684545	-0.046095	0.9635
DA^2	-0.029211	0.026055	-1.121156	0.2686
DA*IMKTRN	0.010767	1.287551	0.008362	0.9934
DA*PROCEED	0.004552	0.062738	0.072554	0.9425
IMKTRN	3.697048	17.35210	0.213061	0.8323
IMKTRN^2	-4.370498	13.05809	-0.334697	0.7395
IMKTRN*PROCEED	-0.209764	1.505504	-0.139332	0.8899
PROCEED	-1.106467	1.136912	-0.973222	0.3360
PROCEED^2	0.046855	0.050443	0.928860	0.3583
R-squared	0.169116	Mean dependent var	0.133514	
Adjusted R-squared	-0.008930	S.D. dependent var	0.164805	
S.E. of regression	0.165539	Akaike info criterion	-0.588174	
Sum squared resid	1.150938	Schwarz criterion	-0.212935	
Log likelihood	25.29253	Hannan-Quinn criter.	-0.444316	
F-statistic	0.949845	Durbin-Watson stat	1.958462	
Prob(F-statistic)	0.493756			

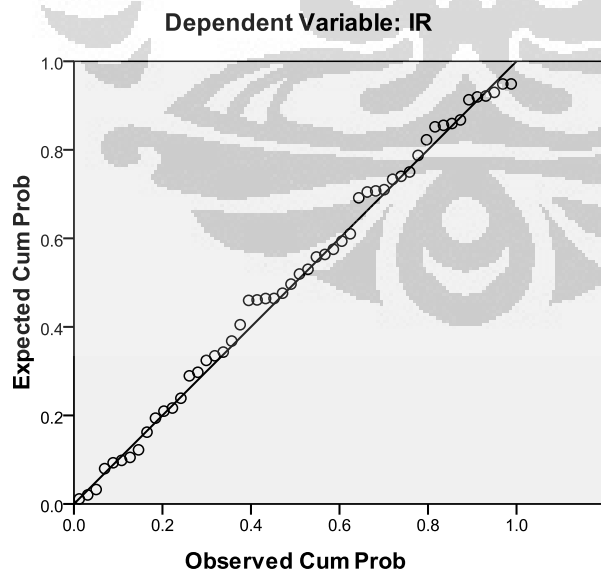
	<b>DA</b>	<b>IMKTRN</b>	<b>PROCEED</b>
<b>DA</b>	1.00	-0.09	0.04
<b>IMKTRN</b>	-0.09	1.00	-0.12
<b>PROCEED</b>	0.04	-0.12	1.00



**LAMPIRAN 3**  
**Output Regresi Hipotesis 1a**  
**(Lanjutan)**



**Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual**



## LAMPIRAN 4

### Output Regresi Hipotesis 1b, 1c

Dependent Variable: IR  
 Method: Least Squares  
 Date: 06/12/12 Time: 14:09  
 Sample: 1 49  
 Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.371848	0.772070	-0.481625	0.6325
DLA	0.032661	0.093371	0.349795	0.7282
DCA	0.245188	0.066337	3.696112	0.0006
IMKTRN	-0.027089	1.505955	-0.017988	0.9857
PROCEED	0.043998	0.069316	0.634735	0.5289
R-squared	0.243053	Mean dependent var		0.172305
Adjusted R-squared	0.174240	S.D. dependent var		0.365935
S.E. of regression	0.332530	Akaike info criterion		0.732280
Sum squared resid	4.865365	Schwarz criterion		0.925323
Log likelihood	-12.94086	Hannan-Quinn criter.		0.805520
F-statistic	3.532065	Durbin-Watson stat		1.814112
Prob(F-statistic)	0.013868			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.652448	Prob. F(2,42)	0.5260
Obs*R-squared	1.476504	Prob. Chi-Square(2)	0.4779

Test Equation:

Dependent Variable: RESID  
 Method: Least Squares  
 Date: 06/14/12 Time: 01:09  
 Sample: 1 49  
 Included observations: 49  
 Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.012597	0.779650	-0.016158	0.9872
DLA	0.022279	0.097424	0.228679	0.8202
DCA	-0.005029	0.067351	-0.074670	0.9408
IMKTRN	0.311626	1.566808	0.198892	0.8433
PROCEED	0.000380	0.069965	0.005429	0.9957
RESID(-1)	0.109964	0.162771	0.675574	0.5030
RESID(-2)	-0.158914	0.160940	-0.987408	0.3291
R-squared	0.030133	Mean dependent var		7.76E-17
Adjusted R-squared	-0.108420	S.D. dependent var		0.318374
S.E. of regression	0.335189	Akaike info criterion		0.783317
Sum squared resid	4.718759	Schwarz criterion		1.053577
Log likelihood	-12.19126	Hannan-Quinn criter.		0.885853
F-statistic	0.217483	Durbin-Watson stat		2.005080
Prob(F-statistic)	0.969110			

**LAMPIRAN 4**  
**Output Regresi Hipotesis 1b, 1c**  
**(Lanjutan)**

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.767805	Prob. F(14,34)	0.0868
Obs*R-squared	20.64220	Prob. Chi-Square(14)	0.1112
Scaled explained SS	16.30926	Prob. Chi-Square(14)	0.2949

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 06/14/12 Time: 01:09

Sample: 1 49

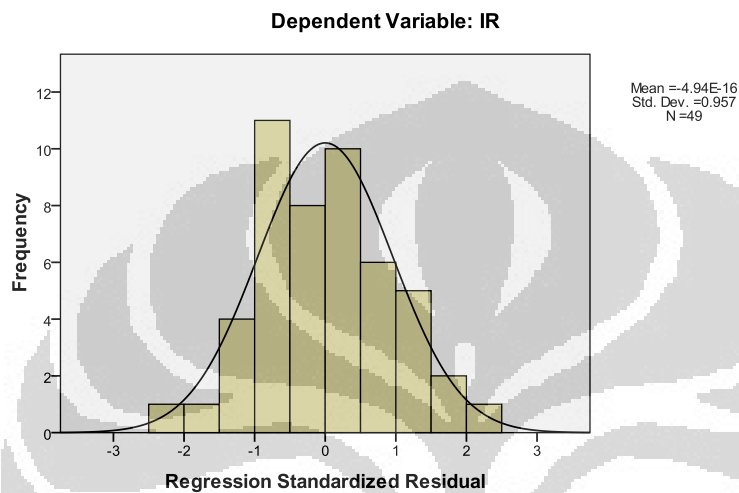
Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.417771	5.222766	1.803215	0.0802
DLA	1.350509	0.735073	1.837244	0.0749
DLA^2	0.031922	0.063118	0.505746	0.6163
DLA*DCA	0.003782	0.066217	0.057115	0.9548
DLA*IMKTRN	-1.016505	1.601037	-0.634904	0.5297
DLA*PROCEED	-0.120198	0.067754	-1.774031	0.0850
DCA	-1.140305	0.708742	-1.608914	0.1169
DCA^2	0.009264	0.028838	0.321235	0.7500
DCA*IMKTRN	0.306100	1.065395	0.287311	0.7756
DCA*PROCEED	0.104228	0.064933	1.605170	0.1177
IMKTRN	0.327209	14.61717	0.022385	0.9823
IMKTRN^2	-23.26409	13.17291	-1.766056	0.0864
IMKTRN*PROCEED	0.077897	1.281576	0.060782	0.9519
PROCEED	-1.605059	0.931126	-1.723782	0.0938
PROCEED^2	0.068791	0.041399	1.661658	0.1058
R-squared	0.421269	Mean dependent var		0.099293
Adjusted R-squared	0.182968	S.D. dependent var		0.140441
S.E. of regression	0.126944	Akaike info criterion		-1.043349
Sum squared resid	0.547906	Schwarz criterion		-0.464221
Log likelihood	40.56205	Hannan-Quinn criter.		-0.823629
F-statistic	1.767805	Durbin-Watson stat		2.230457
Prob(F-statistic)	0.086820			

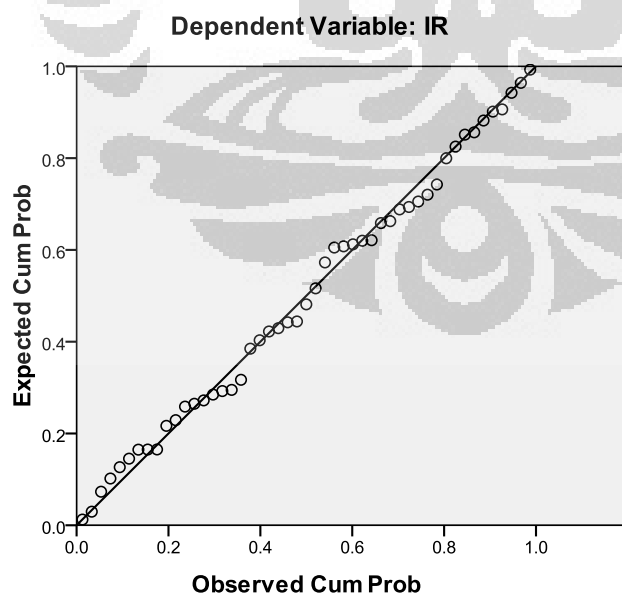
	<b>DLA</b>	<b>DCA</b>	<b>IMKTRN</b>	<b>PROCEED</b>
<b>DLA</b>	1.00	-0.14	0.04	0.13
<b>DCA</b>	-0.14	1.00	-0.15	-0.09
<b>IMKTRN</b>	0.04	-0.15	1.00	-0.05
<b>PROCEED</b>	0.13	-0.09	-0.05	1.00

**LAMPIRAN 4**  
**Output Regresi Hipotesis 1b, 1c**  
**(Lanjutan)**

**Histogram**



**Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual**



## LAMPIRAN 5

### Output Regresi Hipotesis 2a

Dependent Variable: BHAR  
 Method: Least Squares  
 Date: 06/05/12 Time: 23:36  
 Sample: 1 58  
 Included observations: 58

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.311033	1.856218	-1.783752	0.0801
DA	-0.016975	0.063466	-0.267467	0.7901
ASET	0.269230	0.158076	1.703171	0.0943
SGR	-0.122530	0.070899	-1.728242	0.0897
R-squared	0.129542	Mean dependent var		-0.284375
Adjusted R-squared	0.081183	S.D. dependent var		0.865096
S.E. of regression	0.829237	Akaike info criterion		2.529851
Sum squared resid	37.13226	Schwarz criterion		2.671951
Log likelihood	-69.36569	Hannan-Quinn criter.		2.585202
F-statistic	2.678762	Durbin-Watson stat		1.826239
Prob(F-statistic)	0.056043			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.184111	Prob. F(2,52)	0.8324
Obs*R-squared	0.407821	Prob. Chi-Square(2)	0.8155

Test Equation:

Dependent Variable: RESID  
 Method: Least Squares  
 Date: 06/09/12 Time: 21:40  
 Sample: 1 58  
 Included observations: 58  
 Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.060576	1.936868	0.031275	0.9752
DA	-0.003069	0.064679	-0.047453	0.9623
ASET	-0.005291	0.164962	-0.032076	0.9745
SGR	0.001319	0.072029	0.018311	0.9855
RESID(-1)	0.078999	0.140275	0.563172	0.5757
RESID(-2)	-0.037324	0.144053	-0.259102	0.7966
R-squared	0.007031	Mean dependent var		-7.58E-16
Adjusted R-squared	-0.088446	S.D. dependent var		0.807120
S.E. of regression	0.842058	Akaike info criterion		2.591761
Sum squared resid	36.87117	Schwarz criterion		2.804910
Log likelihood	-69.16106	Hannan-Quinn criter.		2.674786
F-statistic	0.073644	Durbin-Watson stat		1.980854
Prob(F-statistic)	0.995930			

**LAMPIRAN 5**  
**Output Regresi Hipotesis 2a**  
**(Lanjutan)**

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.271619	Prob. F(9,48)	0.9794
Obs*R-squared	2.810714	Prob. Chi-Square(9)	0.9713
Scaled explained SS	5.156670	Prob. Chi-Square(9)	0.8204

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 06/09/12 Time: 21:41

Sample: 1 58

Included observations: 58

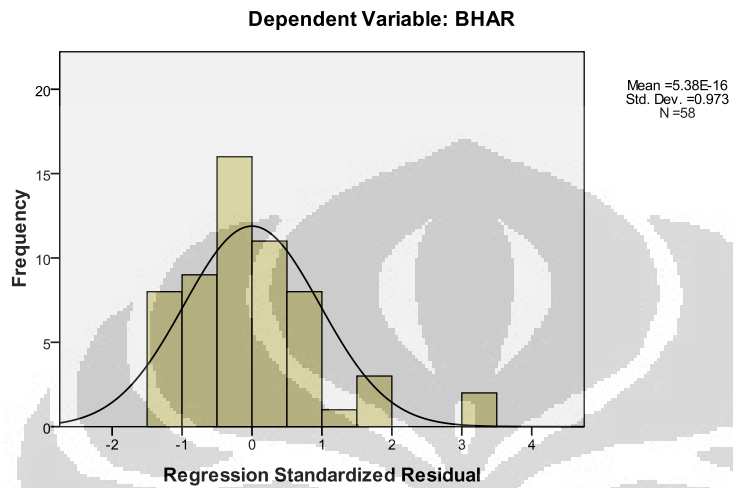
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	51.72125	54.48728	0.949235	0.3473
DA	-0.368255	2.412121	-0.152668	0.8793
DA^2	-0.018426	0.041108	-0.448236	0.6560
DA*ASET	0.037298	0.204974	0.181964	0.8564
DA*SGR	-0.060094	0.264300	-0.227369	0.8211
ASET	-8.930570	9.344049	-0.955750	0.3440
ASET^2	0.389886	0.399450	0.976058	0.3339
ASET*SGR	-0.140834	0.327715	-0.429747	0.6693
SGR	1.539640	3.955695	0.389221	0.6988
SGR^2	-0.015062	0.083730	-0.179890	0.8580

R-squared	0.048461	Mean dependent var	0.640211
Adjusted R-squared	-0.129953	S.D. dependent var	1.328696
S.E. of regression	1.412394	Akaike info criterion	3.684035
Sum squared resid	95.75309	Schwarz criterion	4.039283
Log likelihood	-96.83700	Hannan-Quinn criter.	3.822411
F-statistic	0.271619	Durbin-Watson stat	2.358612
Prob(F-statistic)	0.979384		

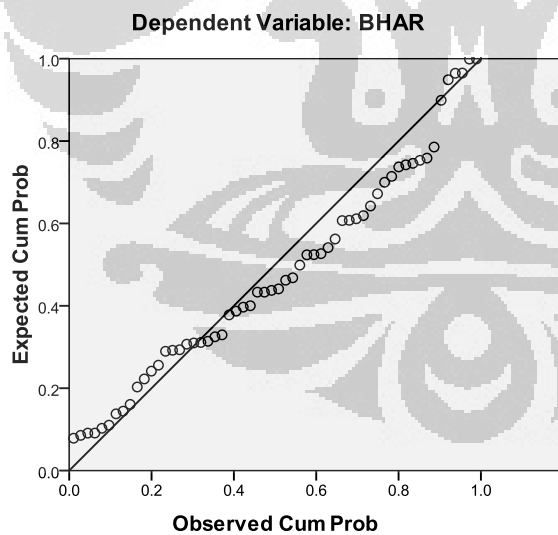
	DA	ASET	SGR
DA	1.00	-0.23	0.00
ASET	-0.23	1.00	-0.22
SGR	0.00	-0.22	1.00

**LAMPIRAN 5**  
**Output Regresi Hipotesis 2a**  
**(Lanjutan)**

**Histogram**



**Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual**



## LAMPIRAN 6

### Output Regresi Hipotesis 2b, 2c

Dependent Variable: BHAR  
 Method: Least Squares  
 Date: 06/06/12 Time: 01:24  
 Sample: 1 56  
 Included observations: 56

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.609356	1.843395	-1.415517	0.1630
DCA	-0.065456	0.068719	-0.952514	0.3453
DLA	0.289738	0.149348	1.940021	0.0579
ASET	0.195986	0.158123	1.239455	0.2209
SGR	-0.061549	0.079700	-0.772261	0.4435
R-squared	0.175095	Mean dependent var		-0.256195
Adjusted R-squared	0.110397	S.D. dependent var		0.855085
S.E. of regression	0.806506	Akaike info criterion		2.492834
Sum squared resid	33.17301	Schwarz criterion		2.673669
Log likelihood	-64.79934	Hannan-Quinn criter.		2.562943
F-statistic	2.706328	Durbin-Watson stat		2.221878
Prob(F-statistic)	0.040354			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.423741	Prob. F(2,49)	0.6570
Obs*R-squared	0.952084	Prob. Chi-Square(2)	0.6212

Test Equation:

Dependent Variable: RESID  
 Method: Least Squares  
 Date: 06/09/12 Time: 21:50  
 Sample: 1 56  
 Included observations: 56  
 Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.198172	1.895060	0.104573	0.9171
DCA	-0.004912	0.069772	-0.070395	0.9442
DLA	0.037207	0.156880	0.237169	0.8135
ASET	-0.018862	0.162791	-0.115864	0.9082
SGR	0.012409	0.081947	0.151429	0.8803
RESID(-1)	-0.133894	0.150301	-0.890840	0.3774
RESID(-2)	-0.053081	0.147431	-0.360036	0.7204
R-squared	0.017002	Mean dependent var		4.88E-16
Adjusted R-squared	-0.103366	S.D. dependent var		0.776625
S.E. of regression	0.815776	Akaike info criterion		2.547114
Sum squared resid	32.60902	Schwarz criterion		2.800283
Log likelihood	-64.31920	Hannan-Quinn criter.		2.645267
F-statistic	0.141247	Durbin-Watson stat		2.003908
Prob(F-statistic)	0.989940			



**LAMPIRAN 6**  
**Output Regresi Hipotesis 2b, 2c**  
**(Lanjutan)**

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.386812	Prob. F(14,41)	0.9712
Obs*R-squared	6.533625	Prob. Chi-Square(14)	0.9512
Scaled explained SS	9.692762	Prob. Chi-Square(14)	0.7843

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 06/09/12 Time: 21:51

Sample: 1 56

Included observations: 56

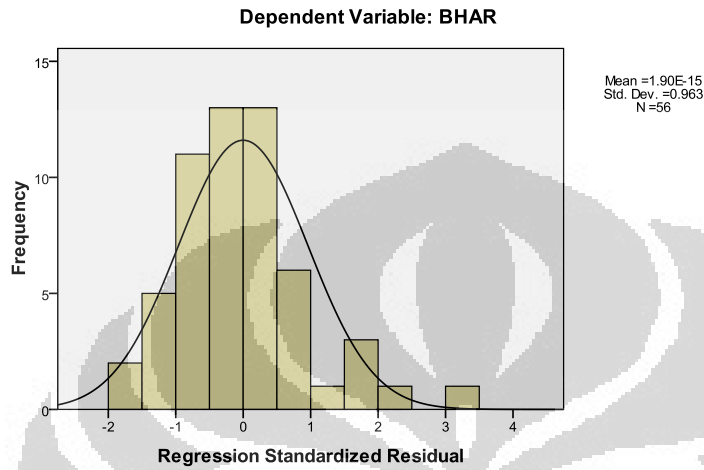
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.39513	53.24944	0.232775	0.8171
DCA	1.301443	2.855512	0.455765	0.6510
DCA^2	-0.006848	0.062291	-0.109942	0.9130
DCA*DLA	-0.072837	0.166675	-0.437001	0.6644
DCA*ASET	-0.103838	0.249175	-0.416726	0.6791
DCA*SGR	0.122511	0.352233	0.347813	0.7298
DLA	-2.468326	4.562527	-0.541000	0.5914
DLA^2	0.076061	0.199586	0.381093	0.7051
DLA*ASET	0.226616	0.390207	0.580759	0.5646
DLA*SGR	-0.184733	0.437371	-0.422371	0.6750
ASET	-1.768724	9.183825	-0.192591	0.8482
ASET^2	0.063970	0.395233	0.161853	0.8722
ASET*SGR	0.149600	0.317848	0.470664	0.6404
SGR	-1.843548	3.863733	-0.477142	0.6358
SGR^2	0.017442	0.081756	0.213337	0.8321

R-squared	0.116672	Mean dependent var	0.592375
Adjusted R-squared	-0.184952	S.D. dependent var	1.130548
S.E. of regression	1.230664	Akaike info criterion	3.476920
Sum squared resid	62.09590	Schwarz criterion	4.019425
Log likelihood	-82.35375	Hannan-Quinn criter.	3.687248
F-statistic	0.386812	Durbin-Watson stat	2.216226
Prob(F-statistic)	0.971241		

	<b>DCA</b>	<b>DLA</b>	<b>ASET</b>	<b>SGR</b>
<b>DCA</b>	1.00	-0.18	-0.33	0.10
<b>DLA</b>	-0.18	1.00	0.14	-0.16
<b>ASET</b>	-0.33	0.14	1.00	-0.18
<b>SGR</b>	0.10	-0.16	-0.18	1.00

**LAMPIRAN 6**  
**Output Regresi Hipotesis 2b, 2c**  
**(Lanjutan)**

**Histogram**



**Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual**

