

322.01
W1B
p 4

**PENGARUH MANAJEMEN LABA TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN
DI SEPUTAR *SEASONED EQUITY OFFERINGS*
(STUDI EMPIRIS DI BURSA EFEK JAKARTA)**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat
memperoleh derajat S-2 Magister Sains Akuntansi**



Diajukan oleh:

**Nama : Haris Wibisono
NIM : C4C002203**

**Kepada
PROGRAM STUDI MAGISTER SAINS AKUNTANSI
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
TAHUN 2004**



SURAT PERNYATAAN

Dengan ini saya menyatakan bahwa tesis yang diajukan adalah hasil karya sendiri dan belum pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di perguruan tinggi lain, sepanjang pengetahuan saya, tesis ini merupakan replikasi dari penelitian terdahulu, dan belum pernah atau diterbitkan oleh pihak lain kecuali yang diacu secara tertulis dan disebutkan pada daftar pustaka.

Semarang, 3 September 2004

Hariyanto

Tesis berjudul

**PENGARUH MANAJEMEN LABA TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN
DI SEPUTAR *SEASONED EQUITY OFFERINGS*
(STUDI EMPIRIS DI BURSA EFEK JAKARTA)**

yang dipersiapkan dan disusun oleh
Haris Wibisono
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 3 September 2004
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Susunan Dewan Penguji

Pembimbing Utama/Ketua

Pembimbing/Anggota


Dr. Imam Ghozali, M.Com., Akt


Dr. Mohamad Nasir, M.Si., Akt

Anggota Dewan Penguji


Drs. Rahardja, M.Si., Akt


Dr. Jaka Isgiyarta, M.Si., Akt


Dra. Indira Januarti, M.Si., Akt

Semarang, 3 September 2004

Universitas Diponegorob

Program Pascasarjana

Program Studi Magister Sains Akuntansi

Ketua Program




Dr. Mohamad Nasir, M.Si., Akt

*Kasih itu sabar, kasih itu murah hati; ia tidak cemburu.
Ia tidak memegahkan diri dan tidak sombong.
Ia tidak melakukan yang tidak sopan dan tidak mencari keuntungan diri sendiri.
Ia tidak pemarah dan tidak menyimpan kesalahan orang lain.
Ia tidak bersukacita karena ketidakadilan, tetapi karena kebenaran.*

(1 Korintus 13:4-6)

Kupersembahkan kepada:

Bapak dan ibuku: Bapak Muharto & Ibu Sri Mirahayu
untuk hormat dan baktiku

Istri dan anakku: Sulistya Ariani & Yokanan Arbi Ristyanto
untuk cinta dan kasihku.

ABSTRAKSI

Perusahaan *public* dapat melakukan penawaran ekuitas tambahan melalui *Seasoned Equity Offerings (SEO)*. Besarnya akumulasi dana melalui penawaran ini tergantung dari analisis investor mengenai prospek perusahaan di masa depan. Salah satu alat analisis investor ini adalah laporan keuangan. Tetapi laporan keuangan yang berbasis akrual mempunyai kelemahan, karena melibatkan banyak estimasi dan perkiraan. Kelemahan ini mendorong manajemen melakukan manajemen laba agar penawaran sahamnya direspon secara positif oleh pasar. Manajer berusaha memperbaiki kinerja perusahaannya dengan melakukan *income increasing* melalui *discretionary accruals*. Namun upaya ini tidak dapat dilanjutkan pada periode pasca SEO, sehingga akan terjadi penurunan kinerja perusahaan pasca SEO. Penelitian ini bertujuan untuk: (1) menemukan bukti empiris bahwa perusahaan melakukan manajemen laba di seputar SEO, (2) menemukan bukti empiris bahwa perusahaan mengalami penurunan kinerja perusahaan pasca SEO, dan (3) menemukan bukti empiris bahwa penurunan kinerja perusahaan pasca SEO dipengaruhi oleh manajemen laba di seputar SEO.

Penelitian ini menggunakan data perusahaan yang melakukan SEO selama kurun waktu 1995-1999. Sampel yang digunakan sebanyak 30 perusahaan, dari 39 perusahaan yang melakukan SEO. Periode pengamatan dalam penelitian ini 7 tahun, yaitu tiga tahun sebelum penawaran, periode penawaran, dan tiga tahun pasca penawaran. Penelitian ini menggunakan *modified Jones model* untuk menghitung *discretionary accruals* sebagai proksi manajemen laba. Kinerja perusahaan dalam penelitian ini dibedakan menjadi dua yaitu kinerja keuangan dan kinerja saham, yang diukur sebagai rasio laba bersih per penjualan bersih dan *return* saham. Agar temuan lebih kuat penelitian ini menggunakan model *matched-pair design* yaitu membandingkan sampel *issuer* dengan perusahaan yang tidak melakukan SEO.

Penelitian ini menemukan bukti bahwa manajer melakukan manajemen laba menjelang SEO, terjadi penurunan kinerja keuangan pasca SEO dan penurunan kinerja keuangan pasca SEO dipengaruhi oleh manajemen laba menjelang SEO. Penelitian ini juga mampu membuktikan penurunan kinerja saham pasca SEO dipengaruhi oleh manajemen laba menjelang SEO, tetapi penelitian tidak mampu membuktikan secara signifikan terjadi penurunan kinerja saham pasca SEO.

Kata kunci: SEO, manajemen laba, *discretionary accruals*

ABSTRACT

Public company can offer additional equity through Seasoned Equity Offerings (SEO). Level of fund accumulation through this offer is depended from investor analysis about the prospect of the company in the future. One of the equipment investor analyzer is financial statement. But financial statement being based on accruals have weakness, because it is involving much estimation. This weakness motivates the management does earnings management in order to response the stock offer by the market positively. The manager try to improve his company performance by doing income increasing through discretionary accruals. But it can't be continued on the post-SEO period, so in this period there will be performance decreasing. This research proposes: (1) to find out empirical evidence that company does earnings management around SEO, (2) to find out empirical evidence that company have decreasing performance post-SEO, and (3) to find out empirical evidence that performance decreasing post-SEO is influenced by earnings management around SEO

This research uses the companies data doing SEO during 1995-1999. The sample of this is used 30 company from 39 company doing SEO. The period of observation is 7 years, that is three years before the offer, one year the offer, and three years of post the offer. This study using modified Jones Model to calculate discretionary accruals as earnings management proxy. Company performance in this research is differentiated becomes two kind, they are monetary performance and stock performance, measured as net profit ratio per net sales and stock return. In order to make stronger, this research uses matched-pair design models that is comparing issuer and non-issuer samples.

This research finds the evidence that the manager does earnings management before SEO, there is decreasing a financial performance post SEO and decreasing of financial performance post SEO influenced by earnings management before SEO. This research also can prove the decreasing of stock performance post SEO influenced by earnings management before SEO, but it's not able to prove that there is a decreasing stock performance post SEO significantly.

Key words: SEO, earnings management, discretionary accruals

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Tuhan, atas hikmat, kasih dan karunianya penulis dapat menyelesaikan tesis ini dengan baik. Adapun maksud penulisan tesis ini selain sebagai salah satu syarat bagi penulis untuk menyelesaikan studi Magister Sains Akuntansi di Universitas Diponegoro Semarang, juga untuk mengembangkan penelitian di bidang akuntansi khususnya mengenai manajemen laba. Untuk itu penulis berharap tesis ini berguna bagi pembaca sekalian.

Penulis menyadari banyak pihak yang membantu baik langsung maupun tidak langsung hingga selesainya tesis ini, untuk itu penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Bapak Dr. Imam Ghozali, M.Com., Akt, selaku pembimbing utama dan Bapak Dr. Mohamad Nasir, M.Si., Akt, selaku pembimbing kedua yang telah mengarahkan penulis untuk dapat menyusun tesis dengan baik.
2. Pengelola Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang, Bapak Dr. Mohamad Nasir, M.Si., Akt, Bapak Dr. Jaka Isgiyarta, M.Si., Akt dan Bapak Drs. Daljono, M.Si., Akt, atas kebijaksanaannya kepada penulis demi lancarnya penulisan tesis ini.
3. Dewan penguji, Bapak Drs. Rahardjo, M.Si., Akt, Bapak Dr. Jaka Isgiyarta, M.Si., Akt dan Ibu Dra. Indira Januarti, M.Si., Akt, yang telah mencermati, mengkritisi dan memberikan saran untuk perbaikan tesis ini.
4. Yayasan Universitas Widya Mandala Madiun, yang telah membiayai studi penulis di Program Pasca Sarjana Magister Sains Akuntansi ini.

5. Teman-temanku di Fakultas Ekonomi Universitas Widya Mandala Madiun, terima kasih atas dukungan doanya.
6. Teman-temanku sekelas angkatan VII, terima kasih atas kerjasamanya untuk saling mendorong dan mengingatkan selama proses belajar kita di program studi ini.
7. Temanku “Pak Sulis”, terima kasih atas semuanya selama penulis di Semarang, dan juga teman-teman di Unika Soegijapranata, terima kasih atas persahabatannya.
8. Bapak dan ibuku yang selalu berdoa untuk penulis, serta kakak-kakakku dengan keluarganya: Mas Pud, Mbak Emi, Mas Heri, Mbak Etty dan adikku Esti.
9. Bapak dan Ibu Sutono, terima kasih atas doa restunya. Juga adik-adikku: Dik Pipik sekeluarga, Dik Watik dan Om Hasan terima kasih atas doanya.

Semoga Tuhan Yang Maha Kasih melimpahkan Rahmat dan Berkah-Nya kepada semua pihak di atas.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna untuk itu kritik maupun saran dari pembaca sangat diharapkan demi kesempurnaan tesis ini dan perkembangan penelitian di bidang akuntansi di masa mendatang.

Semarang, 3 September 2004

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
SURAT PERNYATAAN KEASLIAN TESIS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
HALAMAN MOTTO/PERSEMBAHAN	iv
ABSTRAKSI	v
ABSTRACT	vi
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB I. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Rumusan Masalah	6
1.3. Tujuan Penelitian	7
1.4. Manfaat Penelitian	7
BAB II. TELAAH TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS	8
2.1. Manajemen Laba.....	8
2.1.1. Definisi Manajemen Laba	8
2.1.2. Motivasi Manajemen Laba.....	10
2.1.3. Akuntansi AkruaI dan Manajemen Laba	11
2.1.4. Pola-Pola Manajemen Laba	14
2.1.5. Pengukuran Manajemen Laba	17
2.2. Teori Agency.....	21
2.3. Teori Pasar Modal Efisien	22
2.4. Kinerja Perusahaan	23
2.5. Kinerja Perusahaan dan Manajemen Laba	25
2.6. SEO dan Manajemen Laba	25
2.7. Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan Setelah SEO	27
2.8. Manajemen Laba dan Kinerja Saham Setelah SEO	29
2.9. Ringkasan Penelitian Terdahulu dan Kerangka Pemikiran Teoritis ...	30
BAB III. METODE PENELITIAN	33
3.1. Desain Penelitian	33
3.2. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel	33
3.3. Jenis dan Sumber Data	35
3.4. Prosedur Pengumpulan Data	35
3.5. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	35
3.5.1. Kinerja Perusahaaan	35
3.5.2. AkruaI	36
3.6. Teknik Analisis	40

3.6.1. Statistik Deskriptif	40
3.6.2. Uji Statistik	40
3.6.3. Pengujian Hipotesis	43
BAB IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	45
4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian	45
4.1.1. Deskripsi Obyek Penelitian Berdasarkan Jumlah Aktiva	45
4.1.2. Deskripsi Obyek Penelitian Berdasarkan Jumlah Penjualan Bersih	46
4.1.2. Deskripsi Obyek Penelitian Berdasarkan Jumlah Laba Bersih.....	47
4.2. Data Penelitian	48
4.3. Analisis Statistik Deskriptif	49
4.3.1. Statistik Deskriptif <i>Discretionary Accruals</i>	49
4.3.1.1. Statistik Deskriptif <i>Discretionary Total Accruals</i>	49
4.3.1.2. Statistik Deskriptif <i>Discretionary Current Accruals</i>	51
4.3.1.3. Statistik Deskriptif <i>Discretionary Long-term Accruals</i>	52
4.3.2. Statistik Deskriptif Kinerja Keuangan	54
4.3.2. Statistik Deskriptif Kinerja Saham	55
4.4. Uji Hipotesis..	56
4.4.1. Hasil Uji Beda <i>Discretionary Accruals</i> Sebelum dan Setelah SEO	56
4.4.2. Hasil Uji Beda Kinerja Keuangan Sebelum dan Setelah SEO.....	59
4.4.3. Hasil Uji Beda Kinerja Saham Sebelum dan Setelah SEO.....	61
4.4.4. Hasil Uji Regresi Kinerja Keuangan dengan Variabel-Variabel AkruaL	63
4.4.4.1. Hasil Uji Normalitas	63
4.4.4.2. Hasil Uji Multikolinieritas.....	64
4.4.4.3. Hasil Uji Autokorelasi	64
4.4.4.4. Uji Goodness of fit.....	65
4.4.4.5. Hasil Uji F.....	66
4.4.4.6. Hasil Uji t	67
4.4.5. Hasil Uji Regresi Kinerja Saham dengan Variabel-Variabel AkruaL	68
4.4.5.1. Hasil Uji Normalitas	68
4.4.5.2. Hasil Uji Multikolinieritas	68
4.4.5.3. Hasil Uji Autokorelasi	69
4.4.5.4. Uji Goodness of Fit	69
4.4.5.4. Hasil Uji F	70

4.4.5.5. Hasil Uji t	71
4.5. Pembahasan	71
4.5.1. Analisis Indikasi Manajemen Laba di Seputar SEO	72
4.5.2. Analisis Penurunan Kinerja Keuangan Pasca SEO	73
4.5.3. Analisis Penurunan Kinerja Saham Pasca SEO	74
4.5.4. Analisis Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Kinerja Keuangan	75
4.5.5. Analisis Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Kinerja Saham	76
 BAB V. KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN KETERBATASAN	 78
5.1. Kesimpulan	78
5.2. Implikasi Hasil Penelitian	81
5.3. Keterbatasan Penelitian	82
5.4. Saran	82

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1. Tinjauan Peneitian Terdahulu	30
Tabel 3.1. Daftar Jumlah Sampel Perusahaan	34
Tabel 4.1. Deskripsi Berdasarkan Jumlah Aktiva	45
Tabel 4.2. Deskripsi Berdasarkan Jumlah Penjualan Bersih	45
Tabel 4.3. Deskripsi Berdasarkan Jumlah Laba Bersih	45
Tabel 4.4. Koefisien Regresi Modified Jones Model	48
Tabel 4.5. Statistik Deskriptif <i>Discretionary Total Accruals</i>	45
Tabel 4.6. Statistik Deskriptif <i>Discretionary Current Accruals</i>	51
Tabel 4.7. Statistik Deskriptif <i>Discretionary Long-term Accruals</i>	53
Tabel 4.8. Statistik Deskriptif Kinerja Keuangan	54
Tabel 4.9. Statistik Deskriptif Kinerja Saham	55
Tabel 4.10. Uji Normalitas Variabel <i>Discretionary Accruals</i>	57
Tabel 4.11. Hasil Uji Beda Mean <i>Discretionary Accruals</i> Sebelum dan Setelah SEO	57
Tabel 4.12. Hasil Uji Beda Perubahan <i>Discretionary Accruals</i> Sebelum dan Setelah SEO pada Issuer dan Non-issuer	59
Tabel 4.13. Uji Normalitas Variabel Kinerja Keuangan	60
Tabel 4.14. Hasil Uji Beda Mean Kinerja Keuangan Sebelum dan Setelah SEO	60
Tabel 4.15. Hasil Uji Beda Perubahan Kinerja Keuangan Sebelum dan Setelah SEO pada Issuer dan Non-issuer	61
Tabel 4.16. Uji Normalitas Variabel Kinerja Saham	61
Tabel 4.17. Hasil Uji Beda Mean Kinerja Saham Sebelum dan Setelah SEO	62
Tabel 4.18. Hasil Uji Beda Perubahan Kinerja Saham Sebelum dan Setelah SEO pada Issuer dan Non-issuer	63
Tabel 4.19. Uji Normalitas Variabel AkruaI dan Variabel Kinerja Keuangan	64
Tabel 4.20. Uji Multikolinieritas Variabel AkruaI	64
Tabel 4.21. Hasil Uji Autokorelasi Persamaan Regresi Kinerja Keuangan dengan Variabel AkruaI	65
Tabel 4.22. Hasil Analisis Persamaan Regresi Pengaruh Variabel-Variabel AkruaI terhadap Kinerja Keuangan	66
Tabel 4.23. Hasil Uji F Kinerja Keuangan dengan AkruaI	66
Tabel 4.24. Hasil Uji t Kinerja Keuangan dengan AkruaI	67
Tabel 4.25. Uji Normalitas Variabel AkruaI dan Variabel Kinerja Saham	68
Tabel 4.26. Uji Multikolinieritas Variabel AkruaI	68
Tabel 4.27. Hasil Uji Autokorelasi Persamaan Regresi Kinerja Saham dengan Variabel AkruaI	69
Tabel 4.28. Hasil Analisis Persamaan Regresi Pengaruh Variabel-Variabel AkruaI terhadap Kinerja Saham	70
Tabel 4.29. Hasil Uji F Kinerja Saham dengan AkruaI	70
Tabel 4.30. Hasil Uji t Kinerja Saham dengan AkruaI	71
Tabel 4.31. Ringkasan Uji Hipotesis	72

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1.	Kerangka Pemikiran Teoritis	31
Gambar 4.1.	Grafik Mean <i>Discretionary Total Accruals (DTAC)</i>	50
Gambar 4.2.	Grafik Mean <i>Discretionary Current Accruals (DCA)</i>	52
Gambar 4.3.	Grafik Mean <i>Discretionary Long-term Accruals (DLTA)</i>	53
Gambar 4.4.	Grafik Mean Kinerja Keuangan	55
Gambar 4.5.	Grafik Mean Kinerja Saham	56

DAFTAR LAMPIRAN

1. Data Perusahaan Yang Melakukan Seasoned Equity Offerings (SEO)
2. Data Perusahaan Non-issuer
3. Koefisien Regresi Model Jones Modified
4. Deskriptif AkruaI Issuer
5. Deskriptif Kinerja Keuangan Issuer
6. Deskriptif Kinerja Saham Issuer
7. Deskriptif AkruaI Non-issuer
8. Deskriptif Kinerja Keuangan Non-issuer
9. Deskriptif Kinerja Saham Non-issuer
10. Uji Normalitas Sebelum dan Setelah SEO
11. T-test (Uji Beda Sebelum dan Setelah SEO)
12. Uji Normalitas Beda Issuer dan Non-issuer
13. T-test (Uji Beda Issuer dan Non-issuer)
14. Uji Normalitas Variabel-Variabel Regresi
15. Regresi Kinerja Keuangan dengan Variabel-Variabel AkruaI
16. Regresi Kinerja Saham dengan Variabel-Variabel AkruaI

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Perusahaan publik yang telah *listed* di pasar modal dalam perkembangannya masih membutuhkan dana untuk membiayai kegiatan usahanya, misalnya untuk membiayai kegiatan operasional, tambahan investasi, atau untuk membayar hutang yang sudah jatuh tempo. Berkaitan dengan hal tersebut, perusahaan yang telah *go public* ini dapat melakukan penawaran ekuitas tambahan melalui *Seasoned Equity Offerings (SEO)*, diluar ekuitas yang telah ditawarkan kepada masyarakat pada saat *go public* melalui *Initial Public Offerings (IPO)*.

Pada intinya *Seasoned equity offerings* dapat dilakukan melalui dua cara, yaitu: pertama, melalui mekanisme *right issue* dan kedua, melalui mekanisme *second offerings, third offerings*, dan seterusnya. *Right issue* dilakukan dengan menjual hak (*right*) kepada pemegang saham lama untuk membeli ekuitas tambahan dengan harga tertentu dan pada saat tertentu. Mekanisme ini biasa dilakukan oleh perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi, dengan tujuan untuk melindungi kepentingan pemegang saham lama agar dapat mempertahankan proporsi kepemilikannya sama seperti sebelum penawaran ekuitas ini (*preemptive right*) (Eckbo & Masulis, 1992; Jones, 2000). Sedangkan *second offerings, third offerings*, dan seterusnya dilakukan dengan menjual ekuitas tambahan ini tidak hanya kepada pemegang saham lama tetapi juga kepada setiap investor di pasar yang ingin membelinya (Megginson, 1997).

Penilaian investor terhadap kondisi dan prospek perusahaan yang melakukan *SEO* akan menentukan besarnya dana yang dapat diakumulasi oleh perusahaan dari pasar modal. Untuk melakukan penilaian ini investor memerlukan informasi mengenai perusahaan, yang salah satunya adalah laporan keuangan. Laporan keuangan perusahaan akan dapat memberikan informasi kepada investor (calon investor) untuk mengambil keputusan yang terkait dengan investasi dana mereka. Laporan keuangan ini diharapkan dapat mencerminkan kondisi riil perusahaan, namun demikian, mesti disadari, ada satu kelemahan yang melekat dalam penyusunan laporan keuangan. Proses penyusunan laporan keuangan yang berbasis akrual akan melibatkan banyak estimasi dan perkiraan, misalnya estimasi umur aktiva, taksiran besarnya nilai residu aktiva tetap dalam penentuan besarnya biaya depresiasi aktiva tetap (Lilis, 2002). Kelemahan yang melekat dalam penyusunan laporan keuangan ini mendorong manajemen untuk mendapatkan nilai positif dari pasar, yaitu dengan menyusun laporan keuangan yang menarik. Laporan keuangan yang menarik ini diharapkan dapat menentukan jumlah dana yang dapat diperoleh. Tindakan manajemen ini dikenal sebagai *earnings management* (manajemen laba).

Manajemen laba untuk menaikkan laba (*income increasing*) dapat dilakukan oleh manajemen dengan cara memilih kebijakan akuntansi atau kebijakan akrual yang dapat menggeser pendapatan periode yang akan datang ke pendapatan periode sekarang atau menggeser biaya periode sekarang ke periode yang akan datang. Manajemen laba yang dilakukan melalui kebijakan akuntansi mudah dideteksi oleh investor, sedangkan apabila dilakukan dengan kebijakan akrual akan sulit dideteksi investor. Oleh karena itu penelitian yang telah dilakukan oleh peneliti-peneliti

sebelumnya menggunakan *discretionary accruals* sebagai proksi manajemen laba (Teoh *et al.*, 1997; 1998a; 1998b; Rangan, 1998; Dechow *et al.*, 1995; Shivakumar, 2000; H.Sri & Pratana, 2002).

Teoh, *et al.* (1998b) dan Rangan (1998) menemukan manajemen melakukan penyesuaian akrual dalam menaikkan laba menjelang dilakukannya SEO. Shivakumar (2000) memberikan bukti bahwa manajemen melakukan manajemen laba sekitar dilakukannya SEO, meskipun tidak ditujukan untuk menyesatkan investor dalam pengambilan keputusan investasi. Loughran dan Ritter (1997) menyimpulkan bahwa dalam jangka panjang kinerja perusahaan setelah melakukan *right issue* mengalami penurunan. Mereka meneliti perbedaan kinerja perusahaan lima tahun sebelum dan lima tahun setelah *right issue*.

Walaupun di pasar tersedia informasi, fenomena asimetri informasi (*information asymmetry*) dan penurunan kinerja (*underperformance*) terjadi dalam *seasoned equity offerings* (Guo & Mech, 2000). Alderson & Betker (1997) dan Trail & Vos (2001) menjelaskan fenomena tersebut dengan menggunakan konsep *agency theory* dan *windows of opportunity*. Dalam konsep *agency theory*, asimetri informasi mendorong dan memotivasi manajemen untuk bersikap oportunistik, yaitu memanipulasi informasi kinerja yang dipublikasikannya agar saham yang ditawarkannya direspon secara positif oleh pasar dengan tujuan untuk meningkatkan *issue fully subscribed* (Rangan, 1998; Teoh *et al.*, 1998a). Shivakumar (2000) menunjukkan bahwa manajemen telah melakukan *overstate* terhadap *earnings* sebelum melakukan pengumuman *seasoned equity offerings*. Namun, manipulasi yang dikenal sebagai manajemen laba ini tidak dapat dipertahankan perusahaan

dalam jangka panjang dan mengakibatkan penurunan kinerja perusahaan (*underperformance*) pasca penawaran (McLaughlin, 1996; Loughran & Ritter, 1997; Rangan, 1998; Teoh *et al.*, 1998b).

Sedangkan dalam konsep *windows of opportunity*, Alderson & Betker (1997) dan Trail & Vos (2001) menjelaskan bahwa penurunan kinerja perusahaan pasca SEO disebabkan oleh sikap oportunistis manajer dengan mengeluarkan ekuitas tambahan pada saat mengetahui bahwa pasar telah menilai perusahaannya terlalu tinggi (*overvalued*). Penilaian terlalu tinggi ini mempengaruhi interpretasi investor dan mengakibatkan *overoptimism* dalam meramalkan *earnings* perusahaan masa depan. Dalam jangka panjang penilaian ini tidak dapat dipertahankan karena pasar melakukan koreksi terhadap "kesalahannya", yang mengakibatkan harga saham perusahaan akan turun secara signifikan.

Di Indonesia penelitian mengenai *seasoned equity offerings* belum banyak dilakukan (Puji, 2001; H. Sri & Pratana, 2002; H. Sri & Haris 2003). Puji (2001) menyimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan *right issue* mengalami penurunan kinerja operasi, keuangan, dan saham selama tiga tahun pasca penawaran. Demikian juga penelitian H. Sri & Pratana (2002) yang menyimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings* tidak hanya mengalami penurunan kinerja keuangan, tetapi juga kinerja saham selama tiga tahun pasca penawaran. Kedua penelitian tersebut menduga bahwa penurunan kinerja perusahaan pasca penawaran tersebut diakibatkan manipulasi kinerja perusahaan yang dilakukan manajer menjelang penawaran, namun belum secara khusus membuktikan dugaan tersebut. H. Sri & Haris (2003) menyimpulkan bahwa manajer bersikap oportunistis, sehingga

mengakibatkan penurunan kinerja perusahaan pasca *seasoned equity offerings*. Juga dalam penelitian ini ditemukan bukti bahwa manajemen laba yang dilakukan manajer berpola *income increasing*, yaitu melaporkan laba lebih tinggi dari yang sesungguhnya terjadi.

Dari uraian di atas, maka penelitian ini bertujuan untuk mendukung hipotesis yang menyatakan terjadi penurunan kinerja perusahaan pasca penawaran yang disebabkan manajemen laba menjelang *seasoned equity offerings*. Dalam penelitian ini akan dibandingkan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah melakukan SEO. Proksi yang akan digunakan untuk menilai kinerja perusahaan adalah kinerja keuangan dan return saham. Sesuai dengan penelitian Teoh *et al.* (1997; 1998), kinerja keuangan akan diukur menggunakan rasio antar laba bersih (*net income*) per penjualan bersih (*sales*). Sedangkan kinerja saham yang mengindikasikan kinerja pasar perusahaan, diukur dengan menggunakan return saham.

Sejalan dengan penelitian Teoh *et al.* (1997), penelitian ini didesain menggunakan model *matched-pair design* untuk membandingkan kinerja *issuer* dengan kinerja *non issuer* (perusahaan yang tidak melakukan *seasoned equity offerings*). Penggunaan sampel pembanding agar temuan yang dihasilkan lebih tegas (*robust*). Dengan menggunakan model *matched-pair design* dapat diuji apakah penurunan kinerja tersebut benar-benar disebabkan oleh manipulasi dan bukan oleh perubahan perekonomian secara makro, misalkan krisis ekonomi yang kebetulan terjadi dalam periode pengamatan.

1.2. Rumusan Masalah

Penurunan kinerja perusahaan pasca *seasoned equity offerings* dapat dijelaskan dengan menggunakan konsep *agency theory* dan *windows of opportunity* (Alderson & Betker 1997 dan Trail & Vos, 2001). Dalam *agency theory* penurunan kinerja perusahaan tersebut disebabkan oleh tindakan manajemen memanipulasi informasi kinerja yang dipublikasikan agar saham ditawarkan direspon secara positif oleh pasar. Manipulasi ini dalam jangka panjang tidak dapat diteruskan sehingga akan mengakibatkan kinerja perusahaan mengalami penurunan. Sedangkan dalam konsep *windows of opportunity*, penurunan kinerja perusahaan disebabkan sikap oportunistik manajer yang memanfaatkan “kesalahan” pasar dalam menilai perusahaan (*overvalued*). Namun dalam jangka panjang pasar akan mengetahui kekeliruannya dan melakukan koreksi yang mengakibatkan perusahaan mengalami penurunan kinerja. Atas dasar uraian tersebut, masalah dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah perusahaan melakukan manajemen laba menjelang SEO.
2. Apakah kinerja perusahaan setelah SEO lebih rendah dibandingkan sebelum SEO.
3. Apakah penurunan kinerja perusahaan setelah SEO dipengaruhi oleh manajemen laba di sekitar SEO.

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan permasalahan di atas, tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Menemukan bukti empiris bahwa perusahaan melakukan manajemen laba menjelang SEO.
2. Menemukan bukti empiris bahwa perusahaan mengalami penurunan kinerja pasca SEO.
3. Menemukan bukti empiris bahwa penurunan kinerja perusahaan setelah SEO dipengaruhi oleh adanya manajemen laba di sekitar SEO.

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan memberikan manfaat:

1. Bagi investor, penelitian ini dapat memberikan manfaat dalam membuat keputusan investasi terutama berkaitan dengan penawaran saham tambahan (SEO).
2. Bagi pengambil keputusan *regulatory* (seperti Bapepam dan IAI) penelitian ini dapat bermanfaat untuk menetapkan peraturan atau standar berkaitan manajemen laba.
3. Bagi akademisi, penelitian ini memberikan bukti tambahan tentang manajemen laba, kinerja keuangan, dan return saham perusahaan setelah SEO.

BAB II

TELAAH TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Manajemen Laba

2.1.1. Definisi Manajemen Laba

Manajemen laba merupakan intervensi manajemen dalam proses penyusunan laporan keuangan eksternal sehingga dapat menaikkan atau menurunkan laba akuntansi. Munculnya manajemen laba didorong oleh keinginan manajer untuk memaksimalkan utilitasnya. Keinginan ini didukung adanya beberapa kesempatan yang dimiliki manajer. Pertama, manajer menguasai informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang lebih banyak dibandingkan pemilik (pemegang saham). Kedua, akuntansi berterima umum memberikan kebebasan untuk memilih beberapa kebijakan akuntansi.

Definisi manajemen laba yang telah diterima secara luas dikembangkan oleh Schipper (1989), Fischer dan Rosenzweig (1995), Healy dan Wahlen (1998), dan Scott (2000). Schipper mendefinisikan manajemen laba sebagai suatu intervensi dengan maksud tertentu terhadap proses pelaporan keuangan eksternal dengan sengaja memperoleh beberapa keuntungan pribadi. Fischer dan Rosenzweig (1995) mendefinisikan manajemen laba sebagai tindakan seorang manajer dengan menyajikan laporan yang menaikkan (menurunkan) laba periode berjalan dari unit usaha yang menjadi tanggung jawabnya, tanpa menimbulkan kenaikan (penurunan) profitabilitas ekonomi unit tersebut dalam jangka panjang. Sedangkan menurut Healy dan Wahlen (1998), manajemen laba terjadi ketika manajer menggunakan

pertimbangan (*judgment*) dalam pelaporan keuangan dan penyusunan transaksi untuk merubah laporan keuangan, dengan tujuan untuk memanipulasi besaran (*magnitude*) laba kepada beberapa *stakeholders* tentang kinerja ekonomi perusahaan, atau untuk mempengaruhi hasil perjanjian (kontrak) yang tergantung pada angka-angka akuntansi dilaporkan. Manajemen laba merupakan pemilihan kebijakan akuntansi oleh manajemen untuk mencapai tujuan khusus (Scott, 2000). Dari definisi-definisi tersebut manajemen laba merupakan suatu proses yang disengaja, menurut batasan standar akuntansi keuangan, untuk mengarahkan pelaporan laba pada tingkat tertentu.

Healy dan Wahlen (1998), menyatakan bahwa definisi manajemen laba mengandung beberapa aspek. Pertama, intervensi manajemen terhadap pelaporan keuangan dapat dilakukan dengan penggunaan *judgment*, misalnya *judgment* yang dibutuhkan dalam mengestimasi sejumlah peristiwa ekonomi di masa depan untuk ditunjukkan dalam laporan keuangan, seperti prakiraan umur ekonomi dan nilai residu aktiva tetap, tanggungjawab untuk pensiun, pajak yang ditangguhkan, dan kerugian piutang dan penurunan nilai *asset*. Di samping itu manajer memiliki pilihan untuk metode akuntansi, seperti metode penyusutan dan metode biaya. Kedua, tujuan manajemen laba untuk menyedatkan *stakeholders* mengenai kinerja ekonomi perusahaan. Hal ini muncul ketika manajemen memiliki akses terhadap informasi yang tidak dapat diakses oleh pihak luar.

2.1.2. Motivasi Manajemen Laba

Ada berbagai motivasi yang mendorong dilakukannya manajemen laba. Teori akuntansi positif (*Positive Accounting Theory*) mengusulkan tiga hipotesis motivasi manajemen laba, yaitu: (1) hipotesis program bonus (*the bonus plan hypothesis*), (2) hipotesis perjanjian hutang (*the debt covenant hypothesis*), dan (3) hipotesis kos politik (*the political cost hypothesis*) (Watts dan Zimmerman, 1986). Lebih lanjut, motivasi-motivasi ini dapat dikategorikan menjadi kelompok: (1) penilaian dan harapan pasar modal, (2) kontraktual, dan (3) *anti trust* atau regulasi pemerintah lainnya (Healy dan Wahlen, 1998).

Asimetri informasi di antara perusahaan, investor dan analis di pasar modal merupakan salah satu pendorong perilaku untuk mengelola laba (DuCharme et al, 2000). Berbagai alasan menjadi pendorong terjadinya manajemen laba misalnya *management buyout* (Perry dan William, 1994), *initial public offerings* (Teoh et al. 1997; 1998a; Du Charme et al. 2000), *seasoned equity offerings* (Teoh et al. 1998b; Rangan. 1998).

Motivasi kontrak muncul karena perjanjian antara manajer dan perusahaan berbasis pada kompensasi manajerial (*manajerial compensation*) dan perjanjian hutang (*debt covenant*). Motivasi bonus merupakan dorongan manajer perusahaan dalam melaporkan laba yang diperolehnya untuk memperoleh bonus yang dihitung atas dasar laba tersebut. Menurut Scott (2000) studi yang dilakukan oleh Healy (1985) yang berjudul "*The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decision*", diakui sebagai studi empiris terbaik untuk manajemen laba. Studi ini menggunakan pendekatan program bonus manajemen, yaitu bahwa manajer akan memperoleh

bonus secara positif ketika laba berada di antara batas bawah (*bogey*) dan batas atas (*cap*). Ketika laba berada di bawah *bogey* manajer tidak mendapatkan bonus, dan ketika laba berada di atas *cap* manajer hanya mendapatkan bonus tetap.

Motivasi regulasi politik merupakan motivasi yang muncul karena manajemen memanfaatkan kelemahan akuntansi yang menggunakan estimasi akrual dan pemilihan metode akuntansi dalam mensiasati berbagai regulasi pemerintah. Perusahaan yang terbukti menjalankan praktik pelanggaran terhadap regulasi *anti-trust* dan anti monopoli, manajernya melakukan manipulasi laba dengan menggunakan akrual untuk menurunkan laba yang dilaporkannya (Cahan, 1992; Ainun dan Jogiyanto 1996; Jogiyanto dan Ainun, 1998). Perusahaan juga menggunakan *discretionary accruals* untuk menurunkan laba dengan tujuan untuk mempengaruhi keputusan pengadilan dalam menetapkan finalti terhadap perusahaan yang mengalami *damage award* (Hall dan Stammerjohan, 1997). *Income taxation* juga merupakan motivasi dalam motivasi dalam manajemen laba (Lilis, 2001). Pemilihan metode akuntansi dalam pelaporan laba akan memberikan hasil yang berbeda terhadap laba yang dipakai sebagai dasar perhitungan pajak.

2.1.3. Akuntansi Akrual dan Manajemen Laba

Dasar akrual telah disepakati sebagai dasar penyusunan laporan keuangan karena dasar akrual dipandang lebih rasional dan adil dibandingkan dengan dasar kas. Tujuan pemilihan basis akrual ditujukan untuk menjadikan laporan keuangan lebih informatif yaitu laporan keuangan yang mencerminkan kondisi yang sebenarnya. Sayangnya dasar akrual ini dapat sedikit digerakan sehingga dapat

mengubah angka laba yang dihasilkan. Peluang ini sering digunakan oleh manajer ketika mereka menghendaki insentif tertentu bagi dirinya.

Beberapa pernyataan yang merupakan garis besar dari tujuan pelaporan keuangan, dan hubungannya dengan definisi akrual akuntansi, seperti dalam *Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC)* yang dikeluarkan oleh *Financial Accounting Standards Board (FASB)*, adalah sebagai berikut:

FASB (1978), SFAC No. 1, para. 43:

Fokus utama dari laporan keuangan adalah informasi tentang kinerja suatu perusahaan yang dihasilkan oleh laba dan komponennya.

FASB (1985), SFAC No. 6, para. 139:

Akuntansi akrual menekankan pada catatan pengaruh keuangan terhadap kesatuan transaksi dan kejadian lain, dan keadaan yang mempunyai konsekuensi kas untuk kesatuan dalam periode kejadian atau transaksi tersebut, dan keadaan yang terjadi, daripada hanya dalam periode kas yang diterima, atau dibayar oleh kesatuan tersebut.

FASB (1985), SFAC No. 6, para. 145:

Akuntansi akrual menggunakan akrual, diferensial, dan alokasi prosedur, dengan tujuan untuk menghubungkan pendapatan, biaya, keuntungan, dan kerugian pada periode yang menggambarkan kinerja dari satu kesatuan selama satu periode, sebagai pengganti dari penerimaan kas. Jadi pengakuan pendapatan, biaya, keuntungan, dan kerugian, dan yang berhubungan dengan tambahan atau penurunan aktiva dan kewajiban, yang meliputi penandingan pendapatan dan biaya, alokasi dan amortisasi, adalah intisari dari penggunaan akrual akuntansi untuk pengukuran kinerja perusahaan.

Standar akuntansi keuangan menggunakan dasar akrual dalam penyusunan laporan keuangan untuk dapat mencapai tujuan pelaporan keuangan. Tujuan utama dari akrual akuntansi adalah untuk melindungi investor dalam menaksir kinerja ekonomi perusahaan selama satu periode, melalui penggunaan prinsip akuntansi dasar seperti pengakuan pendapatan dan penandingan. Dengan dasar akrual ini, pengaruh transaksi dan peristiwa lainnya diakui pada saat kejadian (bukan pada saat kas atau setara kas diterima atau dibayar) dan dicatat dalam catatan akuntansi serta

dilaporkan dalam laporan keuangan pada periode yang bersangkutan. Laporan keuangan yang disusun atas dasar akrual memberikan informasi kepada pemakai tidak hanya transaksi masa lalu yang melibatkan penerimaan dan pembayaran kas, tetapi juga kewajiban pembayaran kas di masa depan serta sumber daya yang mempresentasikan kas yang akan diterima di masa depan (IAI, 2002).

Laporan keuangan yang disusun dengan dasar akrual ini diharapkan dapat mencerminkan kondisi riil perusahaan, namun mesti disadari, ada satu kelemahan yang melekat dalam penyusunan laporan keuangan. Dalam mengaplikasikan kebijakan akrual digunakan *accrual*, *defferal* dan prosedur alokasi yang bertujuan untuk menyesuaikan beban dan pendapatan dengan periodenya, bukan mengaitkan beban dan pendapatan berdasarkan atas pengeluaran dan penerimaan kas (*cash basis*) (Chaerul, 2003). Oleh karena itu kebijakan akrual dalam mengaplikasikan standar akuntansi ini dapat digunakan untuk melakukan manajemen laba. Misalnya, untuk menaikkan laba, manajemen dapat memanfaatkan *judgement* dengan menurunkan estimasi tingkat piutang tak tertagih atau memperpanjang kurun waktu depresiasi aktiva, mengubah metode akuntansi untuk depresiasi aktiva, serta dapat menggeser biaya dan pendapatan.

Kebijakan akrual yang dilakukan manajemen karena adanya niat, bukan karena kondisi perusahaan yang menghendaki perubahan *judgement* dan metode akuntansi serta menggeser biaya dan pendapatan, maka hal ini disebut *discretionary accruals*. sedangkan kebijakan akrual yang disebabkan oleh tuntutan kondisi perusahaan, seperti peningkatan pendapatan perusahaan sehingga dibutuhkan penyesuaian terhadap estimasi tingkat piutang tidak tertagih, perbaikan terhadap

terhadap pabrik dengan penyesuaian kembali estimasi umur pabrik, disebut *non-discretionary accruals*. Dengan demikian total akrual yang dilakukan oleh manajemen terdiri atas dua komponen, yaitu *discretionary accruals* dan *non-discretionary accruals*.

Beberapa penelitian membuktikan bahwa ketika manajer memiliki insentif tertentu, mereka sering tergoda untuk mempengaruhi besarnya laba perusahaan dengan cara melakukan rekayasa akrual. Healy (1995) membuktikan bahwa keinginan untuk memaksimalkan bonus yang didapatkan dapat menjadi insentif bagi manajer untuk merekayasa angka akrual. Jones (1991) membuktikan bahwa keinginan untuk mempengaruhi keputusan pemerintah yang terkait dengan pemberian proteksi impor memicu perusahaan menurunkan laba dengan harapan mempertinggi peluang untuk mendapatkan proteksi, mengingat salah satu informasi yang digunakan dalam penentuan pemberian proteksi adalah laba akuntansi.

2.1.4. Pola-Pola Manajemen Laba

Menurut Scott (2000), terdapat empat pola manajemen laba yaitu: (1) *taking a bath*, (2) *income minimization*, (3) *income maximization*, dan (4) *income smoothing*.

Taking a bath. Hal ini terjadi selama periode tekanan organisasi atau pada saat terjadinya reorganisasi, termasuk adanya pergantian CEO baru. Jika sebuah perusahaan harus melaporkan adanya kerugian, maka manajemen dapat merasa terdorong untuk melaporkan kerugian yang besar. Akibatnya akan *write-off* asset,

dapat memperkirakan biaya-biaya di masa depan, dan secara umum "*clear the desk*". Hal ini akan meningkatkan kemungkinan tercatatnya keuntungan di masa depan.

Healy (1985) melakukan penelitian mengenai manajemen laba menggunakan hipotesis *bonus plan* dengan pola *taking a bath*. Formula yang digunakan Healy didasarkan pada asumsi bahwa perusahaan terdiri atas manajer yang menolak resiko (*risk adverse*) atau lebih dari satu pemilik. Healy menemukan bukti empiris yang mendukung hipotesisnya. Implikasi yang dikemukakan Healy adalah manajer akan berperilaku *opportunistic* ketika menghadapi *interporal choice*. Manajemen laba dilakukan untuk mentransfer kemakmuran dirinya dengan kebijakan akuntansi, bukan melalui keputusan operasi.

Income minimization. Hal ini mirip dengan melakukan *taking a bath* tetapi lebih halus. Pola seperti ini mungkin dipilih oleh sebuah perusahaan yang nampak secara politis selama periode keuntungan yang besar. Kebijakan yang ada akan melakukan minimalisasi pendapatan termasuk melakukan *write-off* pada modal asset dan aktiva tak berwujud, pengeluaran periklanan dan pengeluaran R&D, dan lain-lain.

Cahan (1992) meneliti manajemen laba melalui pola *income minimation* dengan hipotesis *political cost*. Temuan yang diperoleh adalah bahwa manajer melakukan penyesuaian *earnings* ke bawah ketika perusahaan sedang dalam investigasi pelanggaran *antitrust*.

Income maximization. Para manajer melakukan pola seperti ini untuk tujuan perolehan bonus, dengan melakukan hal ini maka mereka tidak akan berada di atas *cap*. Perusahaan yang mencoba melakukan pelanggaran perjanjian hutang juga akan melakukan *income maximization*.

Sweeney (1994) dalam Scott (2000) melaporkan pengujian terhadap hipotesis *debt/equity* dari pola *income maximization*. Sweeney memperoleh informasi mengenai eksistensi dan sifat pelanggaran *debt covenant* dari laporan tahunan perusahaan. Sweeney menemukan bahwa pelanggaran perjanjian utang yang paling sering terjadi adalah untuk memelihara *working capital* dan *stockholders equity*. *Debt to equity* dan *interest coverage ratio* relatif jarang dilanggar. Sweeney juga melaporkan bahwa perubahan dalam kebijakan akuntansi memungkinkan manajemen untuk memanipulasi *reported net income* melalui waktu pengadopsian standar yang baru. Temuan lainnya adalah manajemen laba dilakukan perusahaan agar ketentuan-ketentuan kontrak utang tidak dilanggar melalui penerapan lebih awal standar-standar yang dapat meningkatkan manajemen laba dan memperlambat pengadopsian standar yang cenderung menurunkan laba.

Income smoothing. Merupakan pola manajemen laba yang paling menarik. Dari studi Healy (1985) menemukan bahwa para manajer akan memperoleh keuntungan dengan memperhalus pemasukan secukupnya sehingga akan tetap diantara *bogey* dan *cap*. Jika tidak maka mereka akan mengalami kehilangan bonus untuk sementara atau selamanya. Selanjutnya jika manajer tidak ingin beresiko, mereka lebih memilih aliran bonus dengan sedikit variable dan karena itu mereka ingin melakukan *smooth net income*.

Perusahaan mungkin juga akan melakukan *smooth net income* yang dilaporkan untuk tujuan-tujuan pelaporan eksternal. Hal ini akan dapat membawa informasi-informasi dari dalam ke pasar untuk mengkomunikasikan perkiraan pertumbuhan jangka panjangnya sehingga akan dapat menurunkan biaya modal.

2.1.5. Pengukuran Manajemen Laba

Eksistensi manajemen laba telah banyak diakui oleh para peneliti, namun para peneliti cukup sulit untuk mendokumentasikannya dengan bukti yang meyakinkan. Kesulitan ini muncul terutama karena untuk mengidentifikasi apakah terdapat tindakan manajemen laba, pertama kali peneliti harus mengestimasi laba sebelum adanya pengaruh dari manajemen laba dan ini adalah tugas yang tidak mudah. Untuk mengidentifikasi dorongan manajer terhadap pengelolaan laba, dan untuk mengestimasi pola dari pilihan akrual akuntansi, perlu mempertimbangkan dua isu desain penelitian, yaitu: (1) peneliti harus mempunyai pengukur untuk pilihan akuntansi (*unexpected accruals*), dan (2) peneliti harus mengidentifikasi dorongan pada pelaporan manajer.

Dechow *et al.* (1995), mengevaluasi berbagai alternatif model untuk mendeteksi manajemen laba berdasarkan akrual. Perbandingan dilakukan terhadap lima model yaitu:

1. Model Healy

Healy (1985) menguji manajemen laba dengan membandingkan rata-rata total akrual (diskala dengan lag total asset) antara variabel yang merupakan bagian manajemen laba. Model Healy sebagai berikut:

$$NDA_t = \frac{\sum TA_t}{T} \quad (1)$$

dimana:

NDA = estimasi *nondiscretionary accruals*

TA = total akrual yang diskala dengan lag total asset

t = 1,2, t merupakan tahun suscript untuk tahun yang termasuk dalam periode estmasi

T = tahun subsript yang menunjukkan suatu tahun dalam periode kejadian.

2. Model DeAngelo

DeAngelo menguji manajemen laba dengan memperhitungkan perbedaan pertama dalam total akrual dan dengan mengasumsikan bahwa perbedaan pertama mempunyai nilai suatu nilai ekspektasi nol di bawah hipotesis nol yaitu tidak adanya manajemen laba. Model DeAngelo untuk *nondiscretionary accruals* sebagai berikut:

$$NDA_t = TA_{t-1} \quad (2)$$

3. Model Jones

Jones (1991) mengusulkan suatu model yang memudahkan asumsi yaitu bahwa *nondiscretionary accruals* adalah konstan. Modelnya mencoba untuk mengendalikan pengaruh perubahan dalam dalam keadaan ekonomi perusahaan atas *nondiscretionary accruals*. Model Jones untuk *nondiscretionary accruals* dalam tahun kejadian sebagai berikut:

$$NDA_t = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta REV_t) + \alpha_3 (PPE_t) \quad (3)$$

dimana:

ΔREV_t = *revenue* di tahun t dikurangi dengan *revenue* t-1 yang diskala oleh total asset.

PPE_t = *property* pabrik dan peralatan kotor di tahun t yang diskala dengan total asset pada t-1.

A_{t-1} = total asset pada t-1

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = parameter spesifik perusahaan.

4. Model Jones yang dimodifikasi

Modifikasi dirancang untuk mengurangi kecenderungan asumsi dari model Jones dalam mengukur *discretionary accruals* dengan kesalahan ketika *discretionary* diterapkan pada revenue. Pada model modifikasi ini *nondiscretionary accruals* diestimasi selama periode kejadian:

$$NDA_t = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta REV_t - \Delta REC_t) + \alpha_3 (PPE_t) \quad (4)$$

Dimana:

ΔREC_t = *receivable* bersih dalam tahun t dikurangi piutang bersih di tahun t-1 yang diskala dengan total asset pada t-1.

Penelitian Teoh *et al.* (1997), menggunakan model Jones yang dimodifikasi ini dengan membagi akrual berdasarkan periode waktu (*current* dan *long-term*) dan pengendalian manajemen (*discretionary* dan *nondiscretionary*), sehingga menghasilkan empat jenis akrual yaitu: NDCA (*non-discretionary current accruals*), DCA (*discretionary current accruals*), NDLTA (*non-discretionary long-term accruals*), dan DLTA (*discretionary long-term accruals*).

5. Model Industri

Model ini sama dengan model Jones dengan asumsi bahwa *nondiscretionary accruals* konstan setiap waktu. *Nondiscretionary accruals* model industri ini sebagai berikut:

$$NDA_t = \gamma_1 + \gamma_2 \text{median}_1(TA_t) \quad (13)$$

dimana:

$\text{median}(TA_t)$ = nilai median dari total akrual yang diskala dengan selisih asset untuk semua perusahaan non sample.

γ_1, γ_2 = parameter spesifik perusahaan.

Dari perbandingan kelima model tersebut, hasilnya menunjukkan bahwa:

1. Nilai mean dan median dari manajemen laba mendekati nol untuk seluruh model, mengindikasikan tidak terdapat bukti sistematis manajemen laba pada sampel yang diambil secara acak,
2. *Standar errors* tertinggi pada model DeAngelo dan terendah pada model Jones dan Modified Jones, maka dapat disimpulkan bahwa model terakhir paling efektif pada proses untuk mendapatkan *nondiscretionary accruals* dan lebih kecil mengalami kesalahan spesifikasi,
3. Tidak satupun model diharapkan menghasilkan pengujian yang powerful terhadap manajemen laba berkaitan dengan besaran ekonomi yang masuk akal,
4. Seluruh model menghasilkan spesifikasi yang baik jika sampel secara acak.

2.2. Teori Agency

Timbulnya manajemen laba dapat dijelaskan dengan teori agency. Teori agency dimulai ketika pemilik perusahaan tidak mampu mengelola perusahaan sendiri, sehingga pemilik harus melakukan kontrak dengan para eksekutif untuk menjalankan perusahaan. Sebagai agen, manajer secara moral bertanggungjawab untuk mengoptimalkan keuntungan untuk para pemilik (*prinsipal*) dan sebagai imbalannya akan memperoleh kompensasi sesuai dengan kontrak. Dengan demikian terdapat dua kepentingan yang berbeda di dalam perusahaan dimana masing-masing pihak berusaha untuk mencapai atau mempertahankan tingkat kemakmuran yang dikehendaki.

Eisenhardt (1989) menjelaskan teori agency ini dengan menggunakan tiga asumsi sifat manusia yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan (3) manusia cenderung menghindari resiko (*risk-averse*). Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut manajer sebagai manusia akan bertindak oportunitis, yaitu mengutamakan kepentingan pribadinya.

Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik (pemegang saham). Oleh karena itu sebagai pengelola manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan.

Informasi yang disampaikan terkadang diterima tidak sesuai dengan kondisi perusahaan sebenarnya. Kondisi ini dikenal sebagai informasi yang tidak simetris atau asimetri informasi (*information asymmetric*). Jadi asimetri informasi terjadi karena manajer lebih superior dalam menguasai informasi dibanding pihak lain (pemilik atau pemegang saham).

Menurut Scott (2000), terdapat dua macam asimetri informasi yaitu: (1) *adverse selection* yang didefinisikan sebagai suatu jenis asimetri informasi dimana terdapat satu pihak atau lebih memiliki keunggulan informasi (*information advantage*) dibandingkan pihak lain berkenaan dengan suatu transaksi bisnis atau transaksi potensial. (2) *Moral hazard*, yang didefinisikan sebagai suatu jenis asimetri informasi dimana terdapat satu pihak atau lebih dapat mengobservasi tindakan mereka dalam pemenuhan suatu transaksi bisnis sedangkan pihak lain tidak bisa berkenaan dengan suatu transaksi bisnis atau transaksi potensial.

Asimetri antara agen (manajemen) dengan pemilik (prinsipal) memberikan kesempatan kepada manajer untuk bertindak oportunistik, yaitu memperoleh keuntungan pribadi. Dalam hal pelaporan keuangan, manajer dapat melakukan manajemen laba (*earning management*) untuk menyetatkan pemilik (pemegang saham) mengenai kinerja ekonomi perusahaan.

2.3. Teori Pasar Modal Efisien

Menurut Robert Ang (1997) Teori pasar modal efisien merupakan teori/hipotesa dasar dari karakteristik suatu pasar yang efisien (*efficient market*) dimana terdapat pemodal-pemodal (investor) yang berpengetahuan luas dan tersedia

informasi secara luas kepada pemodal sehingga mereka bereaksi secara cepat atas informasi baru yang pada akhirnya menyebabkan harga efek-efek melakukan penyesuaian secara cepat dan akurat. Pasar modal seperti ini disebut pasar efisien. Pasar modal efisien jika harga sekuritas yang diperdagangkan pada pasar tersebut dari waktu ke waktu merefleksikan secara tepat seluruh informasi sekuritas yang dipublikasikan.

Pasar modal efisien mempunyai implikasi penting untuk akuntansi keuangan, yaitu mengarah pada konsep pengungkapan penuh (*full disclosure*). Dalam hipotesis pasar efisien seharusnya tidak ada reaksi pasar atas perubahan prosedur akuntansi, sehingga seharusnya manajer tidak perlu melakukan tindakan manajemen laba. Teori pasar efisien memprediksi bahwa tidak ada reaksi pasar atas perubahan kebijakan akuntansi sepanjang tidak mempunyai pengaruh yang mendasari profitabilitas dan arus kas keuangan (Sutrisno, 2002).

2.4. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan dapat dibedakan menjadi dua, yaitu kinerja keuangan dan kinerja pasar. Kinerja keuangan sering pula disebut kinerja operasi adalah kinerja suatu perusahaan dengan menggunakan pendekatan fundamental. Pendekatan fundamental merupakan metode penilaian yang memfokuskan diri pada analisa-analisa untuk mengetahui kondisi fundamental perusahaan, yang sangat dipengaruhi oleh kondisi perekonomian perusahaan (Rousana, 1997). Dalam melakukan penilaian terhadap perusahaan, pendekatan fundamental menggunakan data yang berasal dari

keuangan perusahaan, seperti laba, penjualan, deviden yang dibayar dan lain sebagainya.

Ukuran kinerja perusahaan yang kedua adalah kinerja pasar, yaitu kinerja suatu perusahaan dari nilai pasarnya. Kinerja pasar mencerminkan seberapa baik kinerja perusahaan dipandang oleh pihak eksternal. Kinerja ini terefleksikan dari kinerja sahamnya. Jika kinerja saham baik, berarti pasar atau pemodal menilai bahwa perusahaan mempunyai prospek yang bagus, demikian juga sebaliknya. Hal ini dikarenakan para pemodal termotivasi untuk melakukan investasi pada suatu instrumen yang diinginkan dengan harapan untuk mendapatkan kembalian (return) investasi yang sesuai. Return adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukan. Robert Ang (1997) menyatakan bahwa tanpa adanya keuntungan yang dapat dinikmati dari suatu investasi dari suatu investasi tentunya investor tidak mau berinvestasi, jika pada akhirnya tidak ada hasilnya.

Return dapat berupa return realisasi ataupun return ekspektasi. Return realisasi adalah return yang sudah terjadi, sedangkan return ekspektasi adalah return yang belum terjadi, akan tetapi diharapkan akan terjadi di masa datang. Return realisasi dihitung berdasarkan data historis. Return realisasi ini dapat digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan dan dapat digunakan sebagai dasar penentu return ekspektasi dan resiko di masa yang akan datang. (Harianto, 1998).

2.5. Kinerja Perusahaan dan Manajemen Laba.

Adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dengan pemegang saham dapat dimanfaatkan pihak manajemen untuk membelokan kinerja sebenarnya ke arah yang lebih baik atau sebaliknya. Seperti yang telah dijelaskan pada pembahasan sebelumnya sikap manajer ini disebut sebagai manajemen laba. Manajemen laba dilakukan manajer untuk memaksimalkan utilitasnya. Dalam jangka panjang manajemen laba tidak dapat dilakukan oleh manajer, sebagai akibatnya laba yang telah di-*manage* ini akan menyesuaikan kembali. Manajemen laba dilakukan oleh manajer pada faktor-faktor fundamental perusahaan, yaitu dengan intervensi pada penyusunan laporan keuangan berdasarkan akuntansi akrual. Padahal kinerja fundamental perusahaan ini digunakan oleh pemodal untuk menilai prospek perusahaan, yang tercermin pada kinerja saham. Jadi manajemen laba yang dilakukan manajer pada laporan keuangan ini akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan, yang selanjutnya akan mempengaruhi kinerja saham.

2.6. SEO dan Manajemen Laba

SEO merupakan penawaran ekuitas tambahan yang dilakukan perusahaan *public* diluar ekuitas yang ditawarkan kepada masyarakat melalui *Initial Public Offerings (IPO)* (Megginson, 1997). Penilaian investor terhadap kondisi dan prospek perusahaan yang melakukan SEO akan menentukan besarnya dana yang dapat diakumulasi oleh perusahaan dari pasar modal. Meskipun di pasar tersedia informasi yang memadai mengenai perusahaan yang melakukan SEO, tetapi fenomena asimetri informasi terjadi pada peristiwa penawaran ini. Asimetri informasi ini terjadi karena

manajemen lebih superior dalam menguasai informasi. Kesuperioran manajemen ini memotivasi manajemen untuk bersikap oportunistik, yaitu melakukan tindakan manajemen laba dengan memanipulasi kinerja yang dipublikasikannya untuk meningkatkan kesempatan memiliki *issue fully subscribed* (Teoh *et al.*, 1998a). Sikap oportunistik manajemen tersebut sebagai sikap curang (*fraud*) manajemen dalam melaporkan kinerjanya. Sikap curang ini dilakukan manajemen dengan tujuan menyesatkan investor dalam menilai perusahaan yang melakukan SEO.

Sejalan dengan penelitian di atas, beberapa studi melakukan pengujian apakah manajer yang melakukan *seasoned equity offerings* bersikap oportunistik dengan melakukan manajemen laba, yang disebabkan adanya asimetri informasi (*information asymmetry*) antara manajer dan pasar. Jindra (2000) mencatat bahwa: (1) kebanyakan perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings* pada saat ekuitasnya *overvalued*, (2) puncak *overvaluation* adalah pada saat penawaran, dan (3) kesalahan estimasi penilaian secara signifikan berkaitan dengan probabilitas bahwa perusahaan akan melakukan *seasoned equity offerings*. Sementara Espenlaub (1999) melaporkan bahwa manajer bersikap oportunistik dengan memanfaatkan *windows of opportunity* ketika mengetahui investor *overoptimism* terhadap nilai penawaran *seasoned equity offerings* tersebut. Philip Lin (2000) menemukan hubungan negatif *discretionary current accruals* sebelum listing dengan laba dan return saham berikutnya. Rangan (1998) menemukan manajemen melakukan penyesuaian akrual dalam menaikkan laba menjelang dilakukannya SEO. Teoh *et al.* (1998b) menemukan bahwa perusahaan yang melakukan SEO mempunyai *discretionary currents accruals* lebih tinggi dan setelah *issue* mempunyai *abnormal return* dan *net income* yang

rendah. Shivakumar (2000) memberikan bukti bahwa manajemen melakukan manajemen laba sekitar dilakukannya SEO, meskipun tidak ditujukan untuk menyesatkan investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Dari penelitian-penelitian tersebut mengindikasikan terjadi asimetri informasi antara manajer dan investor, sehingga manajer mempunyai kecenderungan untuk mengelola akrualnya untuk menaikkan laba sebelum menawarkan ekuitasnya. Walaupun dalam jangka pendek perusahaan masih mempunyai kemampuan untuk mempertahankan *overperformance*-nya, dalam jangka panjang kinerja perusahaan akan menurun secara signifikan. Kondisi ini juga mengindikasikan bahwa pasar inefisiensi secara informatif dan merupakan subyek “permainan” (*fad*) para pelakunya (Espanlaub, 1999). Dari hasil-hasil penelitian tersebut di atas maka dapat dirumuskan suatu hipotesa:

H₁ : Perusahaan *issuer* melakukan Manajemen Laba menjelang SEO

2.7. Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan Setelah SEO

Loughran dan Ritter (1997), Rangan (1998), dan Teoh et.al. (1998) telah melakukan penelitian terhadap perusahaan yang sedang melakukan *seasoned equity offerings* (SEO) dengan tujuan untuk mengetahui apakah perusahaan tersebut melakukan manajemen laba dan apakah manajemen laba berkaitan dengan rendahnya laba bersih dan return saham perusahaan setelah SEO. Loughran dan Ritter (1997) menemukan bahwa terdapat penurunan margin laba dan *return on asset* perusahaan setelah *right issue*. Penurunan tersebut sebesar 5,4% pada periode 0 dan 2,5% pada tahun keempat setelah *right issue* bila dibandingkan dengan perusahaan yang tidak

melakukan *right issue*. Loughran dan Ritter (1997) menyimpulkan bahwa dalam jangka panjang kinerja perusahaan setelah melakukan *right issue* mengalami penurunan kinerja. Rangan (1998) menemukan penurunan kinerja perusahaan setelah SEO dan adanya hubungan yang negatif antara *discretionary current accrual* dengan *return on asset*. Teoh.et.al. (1998) meneliti apakah terdapat hubungan antara manajemen laba sebelum SEO dengan rendahnya laba bersih perusahaan setelah penerbitan saham tersebut. Hasilnya menunjukkan terdapat hubungan yang signifikan antara manajemen laba dan penurunan rasio laba bersih per penjualan bersih perusahaan setelah SEO.

Penelitian di Indonesia seperti yang dilakukan Puji (2001) menyimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan *right issue* mengalami penurunan kinerja operasi, keuangan, dan saham selama tiga tahun pasca penawaran. Sedangkan H. Sri & Pranata (2002) menyimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings* tidak hanya mengalami penurunan kinerja operasi, tetapi juga kinerja saham selama tiga tahun pasca penawaran. H. Sri & Haris (2003), menyimpulkan bahwa manajer bersikap oportunistik, sehingga mengakibatkan penurunan kinerja perusahaan pasca *seasoned equity offerings*. Dari hasil-hasil penelitian tersebut di atas maka dapat dirumuskan suatu hipotesa:

H₂ : Kinerja keuangan perusahaan *issuer* setelah SEO lebih rendah dibandingkan sebelum SEO

H₃ : Rendahnya Kinerja keuangan perusahaan *issuer* setelah SEO dipengaruhi oleh adanya manajemen laba sebelum SEO.

2.8. Manajemen Laba dan Kinerja Saham setelah SEO

Menurut Teoh.et.al (1998) perusahaan yang melakukan SEO mempunyai kinerja saham yang rendah pasca SEO. Bahkan Loughran dan Ritter (1997) menunjukkan kinerja saham yang rendah tersebut terjadi sampai lima tahun setelah SEO dilakukan. Sedangkan Rangan (1998) membuktikan bahwa kinerja saham perusahaan setelah melakukan SEO rendah. Sedangkan Myer dan Majluff (1984) menyatakan bahwa harga saham akan menurun ketika penerbitan ekuitas diumumkan karena pemegang saham menyadari bahwa manajer perusahaan memiliki informasi yang lebih superior dan mereka menilai keputusan perusahaan untuk menjual saham sebagai bukti bahwa saham *overpriced*. Rendahnya kinerja saham tersebut dapat dijelaskan dengan adanya manajemen laba yang dilakukan manajemen menjelang SEO. Hal ini membuktikan bahwa perusahaan yang melakukan manajemen laba menjelang SEO akan memiliki return saham lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan SEO. Rangan (1998) menunjukkan terdapat koefisien regresi yang negatif hubungan antara *discretionary accrual* dan return saham. Ini menunjukkan bahwa kinerja saham yang rendah tersebut mampu dijelaskan dengan manajemen laba.

H₄ : Kinerja saham perusahaan *issuer* setelah SEO lebih rendah dibandingkan sebelum SEO

H₅ : Rendahnya kinerja saham perusahaan *issuer* setelah SEO dipengaruhi oleh adanya manajemen laba sebelum SEO.

2.9. Ringkasan Penelitian Terdahulu dan Kerangka Pemikiran Teoritis

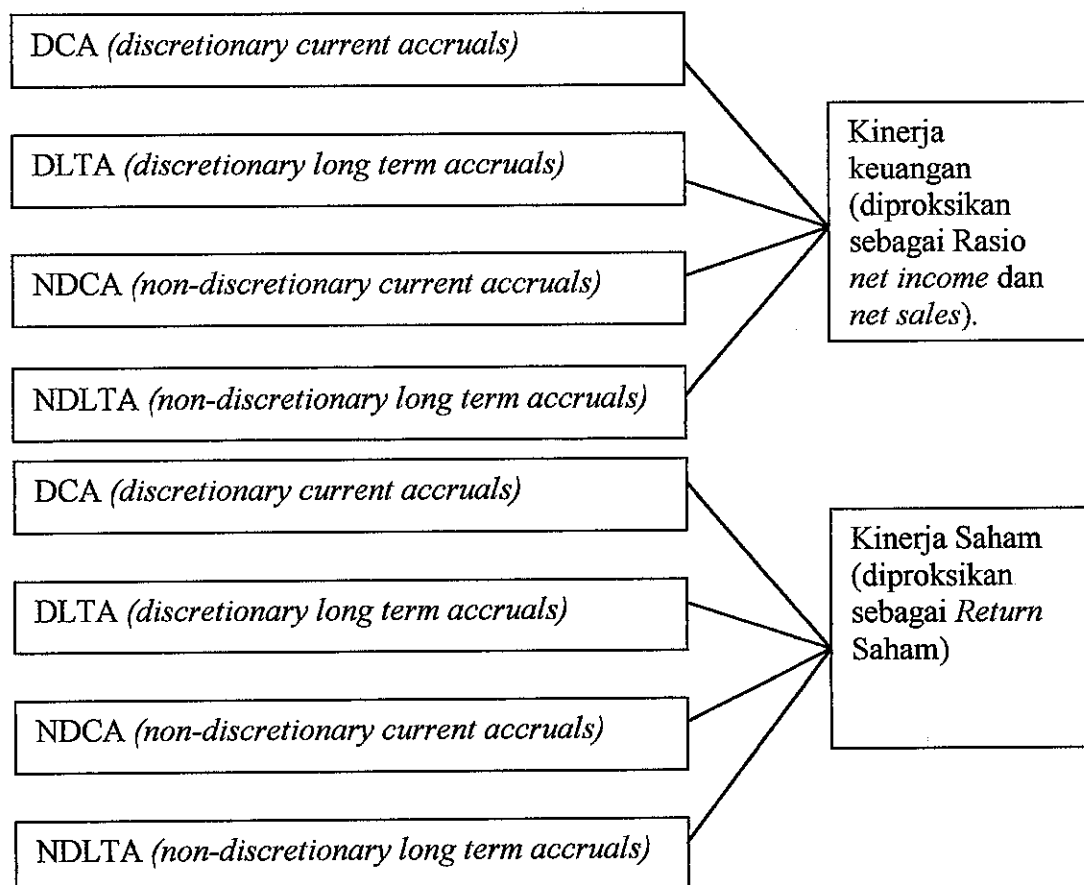
TABEL 2.1.
TINJAUAN PENELITIAN TERDAHULU

No	Peneliti	Tahun	Hasil Penelitian
1.	Myer dan Majluff	1984	harga saham akan menurun ketika penerbitan ekuitas diumumkan karena pemegang saham menyadari bahwa manajer perusahaan memiliki informasi yang lebih superior.
2.	McLaughlin et al	1996	Kinerja <i>cash flow</i> perusahaan selama tiga tahun sesudah penawaran saham (SEO) mengalami penurunan sekitar 20%.
3.	Loughran dan Ritter	1997	Terdapat penurunan margin laba, return on asset dan kinerja saham perusahaan setelah <i>right issue</i> sampai lima tahun pasca <i>right issue</i> .
4.	Teoh et al	1998a	<i>Discretionary accruals</i> di sekitar IPO lebih tinggi untuk perusahaan yang melakukan IPO dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan IPO.
5.	Teoh et al	1998b	perusahaan yang melakukan SEO mempunyai <i>discretionary currents accruals</i> lebih tinggi dan setelah <i>issue</i> mempunyai <i>abnormal return</i> dan <i>net income</i> yang rendah.
6.	Rangan	1998	Manajemen menyesuaikan akrual dalam menaikkan laba menjelang SEO dan kinerja saham perusahaan setelah melakukan SEO rendah. Terdapat koefisien regresi negatif hubungan antara <i>discretionary accruals</i> dan return saham.
7.	Jindra	2000	1. kebanyakan perusahaan yang melakukan SEO pada saat ekuitas <i>overvalued</i> , 2. puncak <i>overvalued</i> pada saat penawaran. dan 3. kesalahan estimasi penilaian secara signifikan berkaitan dengan probabilitas bahwa perusahaan akan melakukan SEO.
8.	Puji Harto	2001	Perusahaan yang melakukan <i>right issue</i> mengalami penurunan kinerja operasi, profitabilitas, dan saham selama dua tahun pasca <i>right issue</i>

9.	H. Sri & Pranata	2002	Perusahaan yang melakukan SEO tidak hanya mengalami penurunan kinerja operasi, tetapi juga kinerja saham selama tiga tahun pasca penawaran.
10.	H. Sri & Haris	2003	Manajer bersikap oportunistik sehingga mengakibatkan penurunan kinerja perusahaan pasca SEO.

Kerangka pemikiran teoritis pengaruh manajemen laba yang diproksikan sebagai *discretionary accruals* yang dipecah menjadi dua komponen *discretionary current accruals* dan *discretionary long-term accruals* terhadap kinerja keuangan yang diproksikan sebagai rasio laba bersih per penjualan bersih dan kinerja saham yang diproksikan sebagai return saham dapat dilihat pada gambar 2.1. berikut ini:

GAMBAR 2.1
KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS



Sejalan dengan penelitian Teoh *et al.* (1998b) penelitian ini mengikutsertakan variabel *non-discretionary accruals* yang terdiri dari *non-discretionary current accruals* dan *non-discretionary long-term accruals* ke dalam model untuk mengetahui apakah kedua akrual ini berpengaruh terhadap penurunan kinerja pasca SEO.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Desain Penelitian

Seperti dalam Teoh *et al.* (1997; 1998), penelitian ini menggunakan periode pengamatan 7 tahun, yaitu tiga tahun sebelum penawaran ($t-3$ sampai $t-1$), periode penawaran (t), dan tiga tahun setelah penawaran ($t+1$ sampai $t+3$). *Discretionary accruals* sebagai proksi manajemen laba dibedakan menjadi dua yaitu *discretionary current accruals* dan *discretionary long-term accruals*. Kinerja perusahaan dalam penelitian ini diukur sebagai rasio *net income* per penjualan bersih (*sales*) sebagai proksi kinerja keuangan dan *return* saham sebagai proksi kinerja saham (Teoh *et al.* 1998b). Sejalan dengan penelitian Teoh *et al.* (1998b), penelitian ini menggunakan model *matched-pair design* untuk membandingkan *issuer* dengan *non-issuer* (perusahaan yang tidak melakukan *seasoned equity offerings*). Penggunaan sampel pembanding agar temuan yang dihasilkan lebih kuat (*robust*).

3.2. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dimana sampai pada tahun 2002 berjumlah 323 perusahaan. Sampel diambil dari perusahaan yang melakukan SEO dengan menggunakan metode *purposive sampling* sebagai berikut:

- a. Perusahaan melakukan SEO antara tahun 1995 sampai dengan 1999. Periode ini dipilih agar diperoleh sampel yang cukup dan ketersediaan data hingga tahun 2002.
- b. Perusahaan yang melakukan SEO minimal telah melakukan penawaran perdana (IPO) dalam jangka waktu tiga tahun sebelumnya.
- c. Perusahaan yang melakukan SEO lebih dari satu kali harus memiliki jangka waktu antar SEO minimal 4 tahun. Hal ini untuk melihat pengaruh dari satu kegiatan SEO dalam jangka waktu 3 tahun,
- d. Data penerbitan laporan keuangan tersedia selama tujuh tahun berturut-turut mulai tiga tahun sebelum sampai tiga tahun sesudah peristiwa SEO, sehingga total data laporan keuangan yang tersedia antara tahun 1992 sampai tahun 2002.

Dari penentuan sampel melalui *purposive sampling* tersebut terdapat 39 perusahaan yang melakukan SEO, dimana data tidak lengkap terdapat pada 6 perusahaan. Sehingga data yang digunakan sebagai berikut:

Tabel 3.1
Daftar Jumlah Sampel Perusahaan

Keterangan	
Data Awal	39
Data tidak lengkap	6
Data outlier	3
Jumlah data yang digunakan	30

Sumber: ICMD dan laporan tahunan diolah

Daftar perusahaan yang dijadikan sampel dapat dilihat pada lampiran.

Sedangkan untuk sampel pembanding (*non issuers*) dipilih perusahaan yang *matched* dengan sample berdasar kriteria yang telah ditentukan. Kriteria tersebut

adalah (1) perusahaan tidak melakukan SEO selama jangka waktu 1995 sampai 1999 dan (2) perusahaan memiliki karakteristik industri yang sejenis (industri yang berdekatan) dengan perusahaan sampel (3) *Size* perusahaan yang diukur dari *total asset* yang secara signifikan tidak berbeda.

3.3. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data sekunder yang diambil dari laporan keuangan (*annual report*) dan harga saham penutupan bulanan (*monthly closing price*) perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings* periode 1995-1999 di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Data dibutuhkan selama tiga tahun sebelum *seasoned equity offerings* (1992-1996) dan tiga tahun sesudah *seasoned equity offerings* (2000-2002).

3.4. Prosedur Pengumpulan Data

Data sekunder yang dikumpulkan diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal Bursa Efek Jakarta (PRPM BEJ), Pojok BEJ Universitas Diponegoro, Pojok BEJ Unika Soegijopranoto, Galeri efek Universitas Atma Jaya Yogyakarta, *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, www.indoexchange.com, dan www.jsx.co.id.

3.5. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

3.5.1. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan dalam penelitian ini diproksikan sebagai kinerja keuangan dan kinerja saham. Kinerja keuangan merefleksikan kinerja fundamental

perusahaan dan akan diukur dengan menggunakan data fundamental perusahaan, yaitu data yang berasal dari laporan keuangan perusahaan. Sesuai dengan penelitian Teoh *et al.* (1997; 1998) maka kinerja keuangan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio *net income* dan penjualan bersih (*net sales*).

$$\text{Kinerja Keuangan} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Net Sales}} \quad (14)$$

Pemakaian item ini karena item ini secara langsung terpengaruhi oleh manipulasi yang dilakukan manajer.

Sedangkan kinerja saham akan mengindikasikan kinerja pasar perusahaan dan akan diukur dengan menggunakan nilai pasar saham perusahaan yang beredar di pasar modal. Sesuai dengan penelitian Puji (2001) dan Teoh *et al.* (1997; 1998a; 1998b) kinerja saham diukur dengan menggunakan tingkat pengembalian (*return*) saham. *Return* saham dihitung dengan rumus:

$$\text{Kinerja Saham} : R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (15)$$

dimana:

P_t = harga saham pada periode t dan

P_{t-1} = harga saham periode sebelum t

3.5.2. AkruaI

Penggunaan *discretionary accruals* sebagai proksi manajemen laba dihitung dengan menggunakan *Modified Jones Model* (Dechow *et al.*, 1995). *Total accruals* dihitung dari selisih antara *net income* dan *cash flow from operations*. Sesuai dengan

penelitian Teoh (Teoh *et al.*, 1998b), total akrual tersebut akan diklasifikasikan berdasarkan periode waktu dan pengendalian managerial sehingga diperoleh empat komponen utama akrual, yaitu *discretionary current accruals* (DCA), *discretionary long-term accruals* (DLTA), *nondiscretionary current accruals* (NDCA), dan *nondiscretionary long-term accruals* (NDLTA). DCA dan NDCA merupakan akrual yang berasal dari aktiva lancar (*current assets*), sedangkan DLTA dan NDLTA merupakan akrual yang berasal dari aktiva tidak lancar (*fixed assets*).

Total Accruals (TAC) dihitung dengan rumus:

$$\text{Total Accruals (TAC)} = \text{Net income} - \text{Cash flows from operations} \quad (16)$$

Current accruals (CA) didefinisikan sebagai perubahan dalam *noncash current assets* dikurangi perubahan dalam *operating current liabilities* dan dihitung dengan rumus:

$$CA = \Delta(\text{current assets-cash}) - \Delta(\text{current liabilities - current maturity of longterm debt}) \quad (17)$$

Nondiscretionary current accruals (NDCA) merupakan akrual yang diekspektasi dengan menggunakan *Modified Jones Model*. *Expected nondiscretionary current accruals* sebuah perusahaan pada tahun tertentu diestimasi dengan menggunakan *cross-sectional ordinary least square* (OLS) *regression* terhadap *current accruals* dan perubahan penjualan yang diskala dengan total asset. Semua variabel yang diskala dengan *lagged total asset* ini akan mengurangi *heteroskedasticity*. (Teoh *et al.* 1998b)

Persamaan OLS tersebut sebagai berikut:

$$\frac{CA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = a_0 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + a_1 \left(\frac{\Delta Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + E_{i,t} \quad (18)$$

Nondiscretionary current accruals (NDCA) sebuah perusahaan dihitung sebagai berikut:

$$NDCA_{i,t} = \hat{a}_0 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \hat{a}_1 \left(\frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta A / R_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) \quad (19)$$

Dimana:

a_0 = *Estimated intercept* untuk perusahaan i pada tahun t

a_1 = *Slope* untuk perusahaan i pada tahun t

$TA_{i,t-1}$ = *Total assets* pada periode $t-1$ untuk *issuer* i

$\Delta Sales_{i,t}$ = Perubahan penjualan pada tahun t untuk *issuer* i

$\Delta A / R_{i,t}$ = Perubahan dalam piutang dagang pada tahun t untuk *issuer* i

Discretionary current accruals (DCA) untuk sebuah perusahaan pada tahun tertentu dihitung sebagai berikut:

$$DCA_{i,t} = \frac{CA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - NDCA_{i,t} \quad (20)$$

Untuk menghitung *discretionary long-term accruals* (DLTA) dan *nondiscretionary long-term accruals* (NDLTA), harus menghitung *discretionary total accrual* (DTAC) dan *nondiscretionary total accruals* (NDTA). *Expected nondiscretionary total accruals* sebuah perusahaan pada tahun tertentu diestimasi dengan menggunakan *cross-sectional ordinary least square* (OLS) *regression* antara *total accruals* (TAC) sebagai dependen variabel dan *gross property, plant, and equipment* (PPE) sebagai *additional explanatory variable*.

$$\frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = b_0 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + b_1 \left(\frac{\Delta Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + b_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + E_{i,t} \quad (21)$$

Non-discretionary total accruals (NDTAC) dihitung sebagai berikut:

$$NDTA_{i,t} = \hat{b}_0 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \hat{b}_1 \left(\frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta TR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \hat{b}_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) \quad (22)$$

Dimana:

\hat{b}_0 = *Estimated intercept* perusahaan *i* pada tahun *t*

\hat{b}_1, \hat{b}_2 = *Slope* untuk perusahaan *i* pada tahun *t*

PPE = *Gross property, plant, and equipment*

$TA_{i,t-1}$ = *Total assets* pada periode *t-1*

Discretionary total accruals (DTAC) untuk sebuah perusahaan pada tahun tertentu dihitung sebagai berikut:

$$DTAC_{it} = \frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - NDTA_{i,t} \quad (23)$$

Sedangkan *discretionary long-term accruals* (DLTA) dan *nondiscretionary long-term accruals* (NDLTA) dihitung sebagai berikut:

$$DLTA = DTAC - DCA \quad (24)$$

$$NDLTA = NDTAC - NDCA \quad (25)$$

3.6. Teknik Analisis.

3.6.1. Statistik Deskriptif.

Analisis statistik deskripsi digunakan untuk mengetahui nilai statistik variabel penelitian yang dipakai. Analisis ini bertujuan untuk mengetahui dan membuktikan pola kinerja dan *discretionary accruals* yang terjadi selama periode pengamatan. Jika kinerja dan *discretionary accruals* berpola meningkat menjelang penawaran, memuncak pada saat penawaran, dan menurun pasca penawaran maka dapat diidentifikasi bahwa manajemen melakukan manajemen laba dengan pola *income increasing*. Nilai *discretionary accruals* positif mencerminkan manipulasi yang dilakukan manajer berpola *income increasing*, namun jika negatif maka mencerminkan manipulasi *income decreasing*.

Teoh *et al.* (1997; 1998) mencatat apabila penurunan kinerja keuangan pasca penawaran disebabkan oleh manipulasi yang dilakukan manajer, maka *discretionary accruals* akan mampu menjelaskan penurunan kinerja keuangan tersebut. Hal tersebut mengakibatkan kenaikan kinerja keuangan sebelum penawaran dan penurunan kinerja pasca penawaran akan diikuti oleh *discretionary accruals*. Sehingga pola pergerakan *discretionary accruals* akan sejalan dengan pola pergerakan kinerja keuangan.

3.6.2. Uji Statistik.

Uji statistik digunakan untuk menentukan keputusan menerima atau menolak hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Uji statistik yang dilakukan adalah dengan menggunakan uji beda dan uji regresi.

Sebelum melakukan uji beda dilakukan uji normalitas data. Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel memiliki distribusi data yang normal. Dalam penelitian ini uji Kolmogorov Smirnov digunakan untuk menguji normalitas data. Dalam uji Kolmogorov Smirnov digunakan kriteria sebagai berikut:

Data berdistribusi normal apabila probabilitas lebih dari 0,05

Data tidak berdistribusi normal apabila probabilitas kurang dari 0,05.

Selain menggunakan uji beda, penelitian ini menggunakan uji regresi untuk menguji hubungan linear antara variabel independen yaitu variabel-variabel aktual (DCA, DLTA, NDCA dan NDLTA) dengan variabel dependen yaitu kinerja keuangan dan kinerja saham. Untuk uji regresi diperlukan evaluasi asumsi-asumsi yang mendasari sebuah model regresi sehingga diperoleh aplikasi yang tepat. Asumsi penting model regresi linear klasik yang dapat mengganggu interpretasi hasil adalah *multicollinearity*, *autocorrelation*, dan *homoscedasticity* (Gujarati, 1988). Untuk itu perlu dilakukan uji asumsi klasik selain dilakukan uji normalitas data. Uji asumsi klasik yang dilakukan adalah Uji multikolinearitas dan Uji Autokorelasi. Dalam penelitian ini uji *heteroskedasticity* tidak perlu dilakukan karena variabel yang dihitung dengan skala total asset ini sudah bebas *heteroskedasticity*. (Teoh, et al. 1998) dan (Chaerul, 2003).

Uji Normalitas Data dilakukan untuk mengetahui apakah data-data pada variabel dependen dan variabel independen berdistribusi normal. Model regresi yang baik adalah regresi yang memiliki distribusi data yang normal atau mendekati

normal. Dalam penelitian ini uji Kolmogorov Smirnov digunakan untuk menguji normalitas data.

Uji multikolinearitas digunakan untuk menguji apakah dalam persamaan regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Model regresi yang tidak bebas multikolinearitas dapat mengakibatkan nilai-nilai t yang tidak signifikan, arah yang salah pada koefisien-koefisien regresi, dan nilai R^2 yang tinggi namun hanya sedikit nilai-nilai t yang signifikan. Dalam penelitian ini nilai *Tolerance* dan nilai *Variance Inflation Factor (VIF)* digunakan untuk menguji multikolinearitas. Kriteria pengujian sebagai berikut:

Apabila nilai *Tolerance* $> 10\%$ atau nilai *VIF* < 10 , berarti tidak ada multikolinearitas.

Apabila nilai *Tolerance* $< 10\%$ atau nilai *VIF* > 10 , berarti ada multikolinearitas.

Uji Autokorelasi digunakan untuk menguji apakah dalam persamaan regresi ditemukan adanya korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (periode sebelumnya). Model regresi yang tidak bebas autokorelasi dapat mengakibatkan pengujian-pengujian t dan F secara umum tidak reliabel dan R^2 yang dihitung secara konvensional mungkin bukan merupakan ukuran yang reliabel untuk nilai R^2 sesungguhnya. Dalam penelitian ini Durbin Watson digunakan untuk menguji autokorelasi, dengan kriteria sebagai berikut:

Apabila $0 < d < d_l$, maka ada autokorelasi positif.

Apabila $d_l \leq d \leq d_u$, maka tidak ada keputusan.

Apabila $d_u \leq d \leq (4 - d_u)$, maka tidak ada autokorelasi.

Apabila $(4 - d_u) \leq d \leq (4 - d_l)$, maka tidak ada keputusan.

Apabila $(4 - d_l) < d < 4$, maka ada autokorelasi negatif.

3.6.3. Pengujian Hipotesis

H_1 , H_2 , dan H_4 diuji dengan menggunakan uji t berpasangan (*paired t-test*). H_1 antara *discretionary accrual* perusahaan *issuer* sebelum SEO dan setelah SEO, H_2 antara kinerja keuangan perusahaan *issuer* sebelum SEO dan setelah SEO, dan H_4 antara return saham perusahaan *issuer* sebelum SEO dan setelah SEO. Agar pengujian lebih kuat dilakukan uji t sampel independen penurunan *discretionary accrual*, penurunan kinerja keuangan, dan penurunan kinerja saham perusahaan *issuer* dengan perusahaan *non- issuer*.

H_3 dan H_5 diuji dengan menggunakan uji regresi, yaitu menguji apakah variabel dependen (penurunan kinerja perusahaan pasca penawaran) akan dipengaruhi variabel independennya (variabel-variabel akrual). Adapun model persamaan regresi kinerja keuangan sebagai berikut:

$$\left(\frac{NetIncome}{Sales} \right) = \alpha_0 + \alpha_1 DCA + \alpha_2 NDCA + \alpha_3 DLTA + \alpha_4 NDLTA + e \quad (26)$$

$\frac{NetIncome}{Sales}$ = Rata-rata Penurunan rasio laba bersih per penjualan bersih perusahaan

tiga tahun setelah SEO.

DCA = *Discretionary Current Acruals* pada tahun SEO.

NDCA = *Non Discretionary Current Acruals* pada tahun SEO.

DLTA = *Discretionary Long Term Acruals* pada tahun SEO

NDLTA = *Non Discretionary Long Term Acruals* pada tahun SEO

sedangkan persamaan regresi kinerja saham sebagai berikut:

$$R_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 DCA + \alpha_2 NDCA + \alpha_3 DLTA + \alpha_4 NDLTA + e \quad (27)$$

- R_{iy} = Rata-rata penurunan return saham perusahaan tiga tahun setelah SEO.
- DCA = *Discretionary Current Acruals* pada tahun SEO.
- NDCA = *Non Discretionary Current Acruals* pada tahun SEO.
- DLTA = *Discretionary Long Term Acruals* pada tahun SEO
- NDLTA = *Non Discretionary Long Term Acruals* pada tahun SEO

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

4.1.1. Deskripsi Obyek Penelitian Berdasarkan Jumlah Aktiva

Perusahaan yang menjadi obyek dalam penelitian ini dibedakan menjadi dua yaitu perusahaan issuer dan non-issuer. Sampel perusahaan non-issuer dipilih dari perusahaan yang *matched* (sesuai) dengan perusahaan issuer yaitu berdasarkan jumlah aktiva pada tahun SEO dan industri yang sejenis atau berdekatan. Tabel 4.1. berikut ini adalah klasifikasi 30 perusahaan issuer dan non-issuer berdasarkan jumlah aktiva perusahaan selama tujuh tahun, yaitu tiga tahun sebelum SEO, tahun SEO dan tiga tahun pasca SEO.

TABEL 4.1.
DESKRIPSI BERDASARKAN JUMLAH AKTIVA

Aktiva (dalam 000.000)	t ₃		t ₂		t ₁		t		t ₊₁		t ₊₂		t ₊₃	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
x<100.000	7	23	6	20	5	17	3	10	1	3	1	3	1	3
100.000≤x<500.000	17	57	16	53	14	47	13	43	12	40	11	37	9	30
500.000≤x<1.000.000	5	17	5	17	8	27	4	13	5	17	7	23	8	27
1.000.000≤x	1	3	3	10	3	10	10	33	12	40	11	37	12	40
Jumlah	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100
Non-issuer														
x<100.000	5	17	5	17	2	7	2	7	1	3	1	3	1	3
100.000≤x<500.000	15	50	15	50	17	57	14	47	14	47	12	40	12	40
500.000≤x<1.000.000	5	17	4	13	3	10	4	13	4	13	5	17	5	17
1.000.000≤x	5	17	6	20	8	27	10	33	11	37	12	40	12	40
Jumlah	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100

Sumber: Laporan tahunan perusahaan diolah.

Dari tabel 4.1. dapat diketahui bahwa jumlah aktiva perusahaan issuer maupun non-issuer secara umum dari tahun ke tahun mengalami kenaikan, ini terlihat dari prosentase yang semakin banyak pada klasifikasi 1.000.000.000.000 ke atas.

4.1.2. Deskripsi Obyek Penelitian Berdasarkan Jumlah Penjualan Bersih

Klasifikasi perusahaan issuer dan non-issuer berdasarkan jumlah penjualan bersih untuk selama periode pengamatan dapat dilihat pada tabel 4.2. berikut:

TABEL 4.2.
DESKRIPSI BERDASARKAN JUMLAH PENJUALAN BERSIH

Issuer														
Net Sales	t₃		t₂		t₁		t		t₊₁		t₊₂		t₊₃	
(dalam 000.000)	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
x<100.000	13	43	10	33	10	33	8	27	7	23	6	20	7	23
100.000≤x<500.000	16	53	17	57	16	53	14	47	12	40	11	37	9	30
500.000≤x<1.000.000	1	3	2	7	2	7	6	20	8	27	8	27	8	27
1.000.000≤x	0	0	1	3	2	7	2	7	3	10	5	17	6	20
Jumlah	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100
Non-issuer														
x<100.000	11	37	8	27	8	27	5	17	7	23	2	7	3	10
100.000≤x<500.000	13	43	14	47	14	47	13	43	11	37	15	50	11	37
500.000≤x<1.000.000	4	13	4	13	2	7	4	13	4	13	3	10	6	20
1.000.000≤x	2	7	4	13	6	20	8	27	8	27	10	33	10	33
Jumlah	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100

Sumber: Laporan tahunan perusahaan diolah.

Dari tabel 4.2. dapat diketahui bahwa sebagian besar perusahaan issuer yang menjadi obyek dalam penelitian ini mempunyai penjualan bersih diantara 100.000.000 sampai dengan 500.000.000 selama tujuh tahun pengamatan. Hal ini tidak jauh berbeda dengan perusahaan non-issuer dimana sebagian besar perusahaan

mempunyai penjualan bersih diantara 100.000.000 sampai dengan 500.000.000 selama tujuh tahun pengamatan.

4.1.3. Deskripsi Obyek Penelitian Berdasarkan Jumlah Laba Bersih

Obyek penelitian berdasarkan jumlah laba bersih diklasifikasikan menjadi 5 interval. Deskripsi perusahaan issuer dan non-issuer berdasarkan jumlah laba bersih dapat dilihat pada tabel 4.3. berikut ini:

TABEL 4.3.
DESKRIPSI BERDASARKAN JUMLAH LABA BERSIH

Issuer														
Lab a bersih (dalam 000.000)	t₃		t₂		t₁		t		t₊₁		t₊₂		t₊₃	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
$x < -25.000$	0	0	0	0	4	13	4	13	5	17	7	23	9	30
$-25.000 \leq x < 0$	2	7	1	3	2	7	5	17	4	13	4	13	2	7
$0 \leq x < 25.000$	20	67	18	60	16	53	15	50	9	30	6	20	7	23
$25.000 \leq x < 50.000$	6	20	7	23	2	7	1	3	2	7	5	17	3	10
$50.000 \leq x$	2	7	4	13	6	20	5	17	10	33	8	27	9	30
Jumlah	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100
Non-issuer														
$x < -25.000$	0	0	0	0	3	10	5	17	5	17	7	23	6	20
$-25.000 \leq x < 0$	0	0	1	3	1	3	5	17	3	10	3	10	4	13
$0 \leq x < 25.000$	21	70	19	63	17	57	11	37	8	27	8	27	13	43
$25.000 \leq x < 50.000$	2	7	4	13	4	13	3	10	4	13	4	13	2	7
$50.000 \leq x$	7	23	6	20	5	17	6	20	10	33	8	27	5	17
Jumlah	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100	30	100

Sumber: Laporan tahunan perusahaan diolah.

Dari tabel 4.3. terlihat bahwa perusahaan yang menjadi obyek dalam penelitian baik perusahaan issuer maupun non-issuer sebagian besar mengalami

penurunan laba bersih selama periode pengamatan, tetapi ada beberapa perusahaan yang mengalami kenaikan laba bersih.

4.2. Data Penelitian

Data penelitian diperoleh dari laporan tahunan perusahaan untuk menentukan besarnya variabel-variabel akrual yaitu DTAC, DCA, DLTA, NDCA, dan NDLTA, serta kinerja keuangan perusahaan yang diukur dari rasio laba bersih per penjualan bersih. Sedangkan kinerja saham perusahaan yang diukur dari return saham data diperoleh dari harga saham penutupan bulanan.

Untuk menentukan besarnya *discretionary accruals* masing-masing sampel setiap tahunnya, maka ditentukan lebih dahulu koefisien *Estimated intercept* dan *Slope* untuk perusahaan i pada tahun t . Dari *ordinary least squares regression* persamaan regresi pengukuran variabel pada bab sebelumnya diperoleh koefisien-koefisien regresi sebagai berikut:

TABEL 4.4
KOEFISIEN REGRESI MODIFIED JONES MODEL

Tahun	a_0	a_1	b_0	b_1	b_2
1992	4734,416	0,191	-2439,876	0,08961	-0,110
1993	2116,638	0,183	3093,079	0,564	-0,0143
1994	-552,385	0,227	2383,419	0,273	0,0175
1995	-955,304	0,0340	368,514	0,111	-0,165
1996	-2265,913	-0,115	-5159,055	0,07832	-0,0392
1997	-7238,572	-0,269	-972,161	0,001662	-0,00453
1998	-9627,377	-0,0385	8117,215	-0,0206	-0,00453
1999	-1914,484	0,301	-12,294	0,09383	-0,0126
2000	2386,630	0,325	4775,354	0,367	-0,0961
2001	23522,039	0,153	25483,369	0,226	0,04001

Sumber: Laporan tahunan perusahaan diolah.

Dari koefisien regresi tersebut dihitung akrual masing-masing perusahaan pada tiap tahunnya dengan rumus-rumus pengukuran variabel seperti pada bab sebelumnya.

Variabel kinerja keuangan yang diproksikan sebagai rasio laba bersih per penjualan bersih dihitung langsung dari data laporan tahunan perusahaan sampel untuk tiap tahunnya. Sedangkan variabel kinerja saham yang diproksikan sebagai return saham dihitung dari harga saham penutupan bulanan. Return saham tahunan dihitung dari rata-rata return saham bulanan. Hasil perhitungan variabel-variabel ini dapat dilihat pada lampiran 1.

4.3. Analisis Statistik Deskriptif

4.3.1. Statistik Deskriptif *Discretionary Accruals*

4.3.1.1. Statistik Deskriptif *Discretionary Total Accruals*

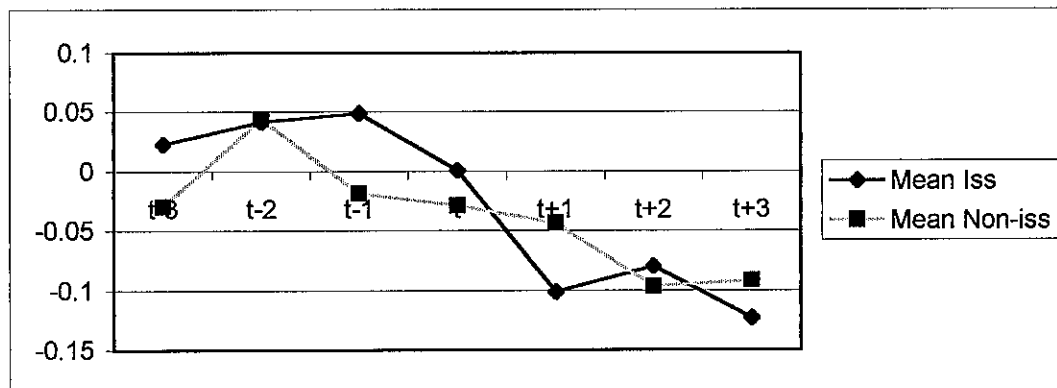
Hasil statistik deskriptif untuk *discretionary total accruals* (DTAC) yang merupakan proksi manajemen laba yang dilakukan manajer untuk sampel issuer dan non-issuer ditampilkan pada tabel 4.5. dan gambar 4.1. Dari tampilan tabel dan gambar grafik ini dapat diketahui bahwa rata-rata DTAC perusahaan issuer sebelum SEO mempunyai nilai positif dan mempunyai nilai negatif setelah SEO. Hal ini dapat diindikasikan manajemen perusahaan issuer telah melakukan *income increasing* menjelang dilakukannya SEO. Tetapi konsekuensinya *income increasing* ini tidak dapat dipertahankan dalam jangka waktu yang lama, ini ditunjukkan dengan *discretionary total accruals* setelah SEO mempunyai nilai yang negatif.

TABEL 4.5
STATISTIK DESKRIPTIF DISCRETIONARY TOTAL ACCRUALS (DTAC)

		Issuer						
	t_3	t_2	t_1	t	t_{-1}	t_{+2}	t_{+3}	
Mean	.022950	.041755	.048656	.000705	-.100853	-.079395	-.122903	
Median	.022257	.026296	.029241	-.026796	-.095535	-.094298	-.117940	
Min	-.4072	-.2504	-.2407	-.5795	-1.6013	-.5716	-.6586	
Max	.5389	.3459	.4042	1.0758	.3464	.2348	.1958	
Q ₁	-.082498	-.045465	-.055285	-.103741	-.193518	-.156821	-.202491	
Q ₃	.109920	.152006	.154183	.068482	.040729	.011716	-.026085	
		Non-Issuer						
Mean	-.029625	.043772	-.018327	-.028686	-.043745	-.096663	-.091756	
Median	-.067694	.053942	.002534	.018913	-.026962	-.089528	-.106330	
Min	-.2839	-.2424	-.9136	-.7214	-.6260	-.4821	-.2990	
Max	.4095	.2999	.9117	.3041	.3109	.1752	.3704	
Q ₁	-.160377	-.030735	-.063880	-.052478	-.219489	-.181749	-.171046	
Q ₃	.088260	.110104	.101220	.076216	.111826	.001565	-.022065	

Sumber: Output SPSS diolah

GAMBAR 4.1
GRAFIK RATA-RATA DISCRETIONARY TOTAL ACCRUALS (DTAC)



Sumber: Output SPSS diolah

Pola *discretionary total accruals* ini berbeda pada sampel non-issuer. Nilai rata-rata *discretionary total accruals* pada sampel non-issuer mempunyai pola yang relatif rata jika dibandingkan dengan pola sampel issuer, bahkan cenderung bernilai negatif pada semua periode. Pada tahun t_3 sampai t nilai DTAC sampel issuer lebih

tinggi dibandingkan dengan sampel non-issuer, tetapi relatif lebih rendah pada t_{+1} sampai t_{+3} .

4.3.1.2. Statistik Deskriptif *Discretionary Current Accruals*

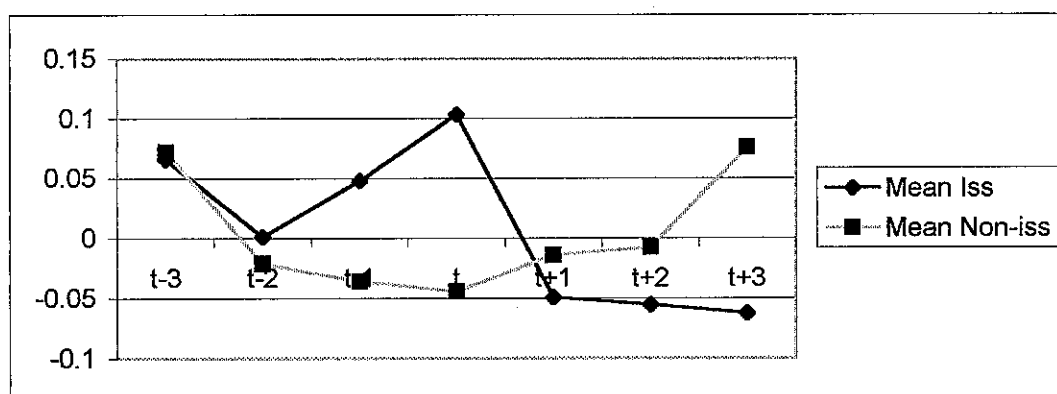
Discretionary total accruals (DTAC) yang menjadi proksi manajemen laba ini dipecah menjadi dua komponen yaitu *discretionary current accruals (DCA)* dan *discretionary long-term accruals (DLTA)*. Deskriptif statistik *discretionary current accruals (DCA)* disajikan pada tabel 4.6. dan gambar 4.2. berikut.

TABEL 4.6
STATISTIK DESKRIPTIF *DISCRETIONARY CURRENT ACCRUALS (DCA)*

	Issuer						
	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Mean	.066256	.001051	.047952	.103229	-.048998	-.055114	-.062414
Median	.009159	-.027736	.011163	.099651	-.002266	-.014690	-.058426
Min	-.3630	-.1980	-.4333	-.6009	-1.9841	-.7368	-.8888
Max	.4924	.3678	.6491	.6323	.5844	.5405	.4614
Q ₁	-.037319	-.091603	-.040223	-.003473	-.090152	-.130561	-.124356
Q ₃	.201559	.033346	.156651	.238261	.095180	.055126	.101919
	Non-Issuer						
Mean	.072488	-.021038	-.035420	-.043890	-.013743	-.007750	.075847
Median	.037857	-.012747	.036598	.000459	.006506	-.009144	.015545
Min	-.3477	-.4144	-.6098	-.7004	-.5418	-.4363	-.2811
Max	.8997	.2525	.7843	.3735	.4021	.4023	.8456
Q ₁	-.035126	-.054362	-.183459	-.220307	-.114278	-.141916	-.124136
Q ₃	.130583	.076308	.095087	.077824	.123737	.103130	.214232

Sumber: Output SPSS diolah

GAMBAR 4.2
GRAFIK RATA-RATA DISCRETIONARY CURRENT ACCRUALS (DCA)



Sumber: Output SPSS diolah

Tidak berbeda dengan pola DTAC, rata-rata DCA untuk sampel issuer mempunyai nilai positif pada tahun t_3 sampai tahun t diikuti nilai negatif untuk t_{+1} sampai t_{+3} . Bahkan mempunyai pola meningkat menjelang SEO sampai puncaknya pada tahun SEO dan menurun setelah SEO. Ini sesuai dengan penelitian Teoh et al (1998) yang menyatakan bahwa *discretionary accruals* akan meningkat sampai pada tahun SEO dan menurun pasca SEO. Pola ini mengindikasikan manajemen laba yang dilakukan manajer bersifat *income increasing*. Berbeda dengan pola DCA non-issuer yang berpola relatif rata, yang relatif mempunyai nilai negatif pada semua periode pengamatan, kecuali pada t_{-3} dan t_{+3} .

4.3.1.3. Statistik Deskriptif *Discretionary Long-term Accruals*

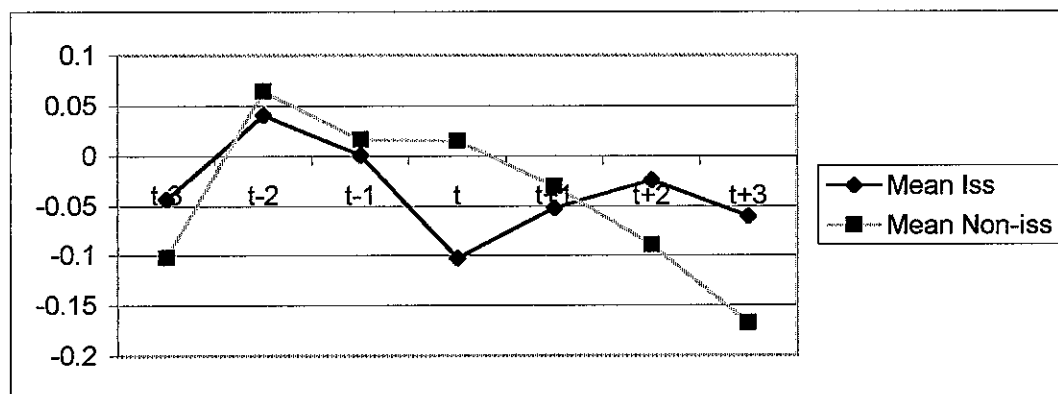
Statistik deskriptif *Discretionary long-term accruals (DLTA)* disajikan dalam tabel 4.7. dan gambar grafik 4.3. berikut:

TABEL 4.7
STATISTIK DESKRIPTIF DISCRETIONARY LONG-TERM ACCRUALS

	Issuer						
	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Mean	-.043305	.040704	.000704	-.102524	-.051855	-.024281	-.060489
Median	-.050731	.048372	.032543	-.139683	-.058987	.002670	-.081094
Min	-.5215	-.4018	-.5115	-.9565	-.6816	-.5604	-.4391
Max	.4727	.3297	.4092	.6297	.4849	.4651	.6057
Q ₁	-.187052	-.032738	-.065037	-.259210	-.166050	-.098690	-.243597
Q ₃	.105633	.190124	.099498	.072507	.079914	.041511	.023135
	Non-issuer						
Mean	-.102114	.064811	.017094	.015204	-.030001	-.088914	-.167603
Median	-.055913	.037963	.050077	-.007643	-.066453	-.111060	-.118019
Min	-1.0468	-.3692	-.9493	-.6848	-.4499	-.4119	-.9106
Max	.4896	.6177	.6060	.5924	.6472	.2279	.3285
Q ₁	-.200703	-.005006	-.117880	-.114331	-.223114	-.222034	-.335683
Q ₃	.055525	.126962	.135565	.239726	.126587	.042562	-.001210

Sumber: Output SPSS diolah

GAMBAR 4.3
GRAFIK RATA-RATA DISCRETIONARY LONG-TERM ACCRUALS (DLTA)



Sumber: Output SPSS diolah

Dari tabel dan gambar grafik di atas terlihat DLTA bernilai positif pada periode t₂ dan t₁ dan bernilai negatif pada periode t₃, t, t₊₁, t₊₂, dan t₊₃. Dari pola tersebut belum dapat diindikasikan manajemen melakukan manajemen laba melalui komponen DLTA.

4.3.2. Statistik Deskriptif Kinerja Keuangan

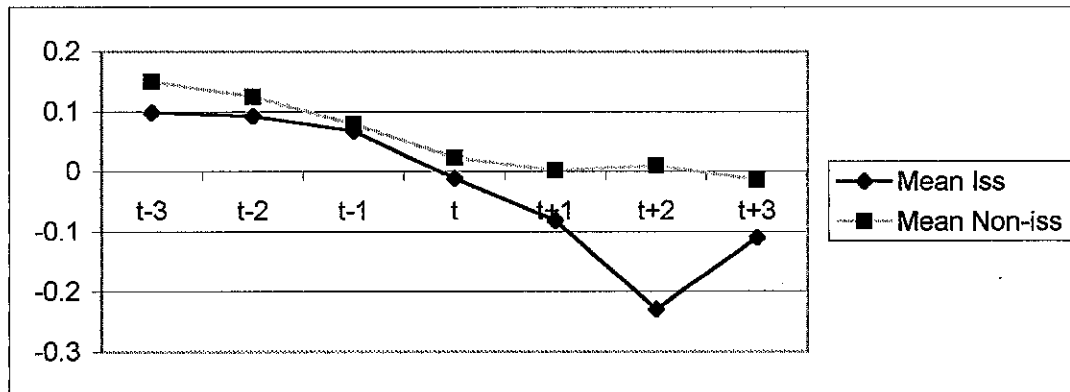
Tabel 4.8 dan gambar 4.4 menunjukkan statistik deskriptif kinerja keuangan. Dari tabel dan gambar ini terlihat bahwa kinerja keuangan issuer bernilai positif menjelang SEO (periode t_{-3} , t_{-2} , dan t_{-1}) dan bernilai negatif pasca SEO (periode t , t_{+1} , t_{+2} , dan t_{+3}). Ini menunjukkan telah terjadi penurunan kinerja keuangan pasca SEO. Jika dibandingkan dengan non-issuer, kinerja keuangan issuer di bawah (*under performance*) kinerja keuangan non-issuer untuk semua periode pengamatan. Posisi *under performance* ini lebih tajam pasca SEO.

TABEL 4.8
STATISTIK DESKRIPTIF KINERJA KEUANGAN

	Issuer						
	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Mean	.098746	.092926	.067483	-.011299	-.081677	-.229187	-.109623
Median	.110251	.091151	.084609	.040583	.017954	.011834	.040400
Min	-.3545	-.2213	-.4380	-.8290	-.9924	-1.9278	-.9561
Max	.2751	.4030	.4043	.9650	.3603	.3588	.5588
Q ₁	.057092	.020608	.017024	-.035016	-.140940	-.330445	-.330450
Q ₃	.158021	.149025	.151647	.175600	.126633	.092854	.134300
	Non-issuer						
Mean	.149391	.124156	.078983	.023359	.001943	.010131	-.014300
Median	.126494	.111777	.103278	.032663	.040919	.042996	.015605
Minimum	.0033	-.0808	-.6487	-.5308	-1.1509	-.7262	-.9426
Maximum	.7646	.4397	.4265	.5528	.5669	.5036	.7095
Q ₁	.063663	.052132	.024445	-.064022	-.046788	-.131600	-.053094
Q ₂	.194634	.186834	.196975	.127037	.166022	.179652	.068836

Sumber: Output SPSS diolah

GAMBAR 4.4
GRAFIK RATA-RATA KINERJA KEUANGAN



Sumber: Output SPSS diolah

4.3.3. Statistik Deskriptif Kinerja Saham

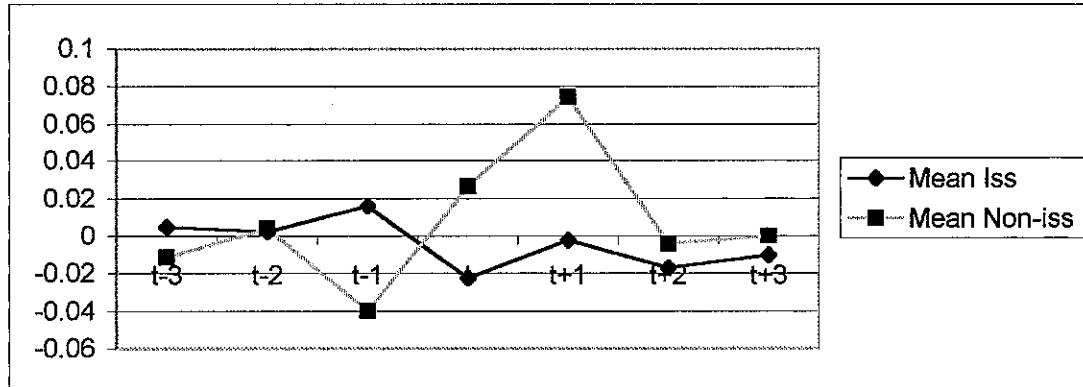
Statistik deskriptif kinerja saham ditampilkan dalam tabel 4.9 dan gambar grafik 4.5 berikut ini:

TABEL 4.9
STATISTIK DESKRIPTIF KINERJA SAHAM

	Issuer						
	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Mean	.004874	.002245	.01592	-.022392	-.002393	-.017018	-.010294
Median	.011240	-.001927	-.000269	-.024186	-.008859	-.015862	-.006868
Min	-.0545	-.0833	-.0653	-.1420	-.1683	-.2597	-.0953
Max	.0431	.1785	.2069	.1587	.3134	.2076	.0888
Q ₁	-.012282	-.02765	-.033118	-.062775	-.081440	-.064076	-.038766
Q ₃	.023630	.023878	.023184	.014827	.044463	.038287	.011561
	Non-issuer						
Mean	-.011422	.003901	-.039711	.026322	.074448	-.004427	-.000068
Median	-.023004	-.001346	-.037116	.018982	.076000	-.029733	-.014793
Min	-.1107	-.1163	-.1149	-.1497	-.0833	-.1103	-.0627
Max	.2942	.1268	.0351	.1904	.1994	.3504	.1951
Q ₁	-.044529	-.034570	-.069023	-.041363	.032003	-.060647	-.034366
Q ₃	.001132	.033923	-.009135	.100200	.133673	.014896	.018077

Sumber: Output SPSS diolah

GAMBAR 4.5
GRAFIK RATA-RATA KINERJA SAHAM



Sumber: Output SPSS diolah

Dari tabel 4.9 dan grafik 4.5 terlihat bahwa kinerja saham perusahaan issuer bernilai positif menjelang SEO, serta bernilai negatif pada saat SEO dan pasca SEO. Juga terlihat kinerja saham perusahaan issuer menjelang SEO lebih baik jika dibandingkan dengan perusahaan non-issuer, tetapi terlihat lebih rendah pada saat SEO dan pasca SEO. Ini berarti telah terjadi penurunan kinerja saham perusahaan issuer setelah melakukan SEO.

4.4. Uji Hipotesis

4.4.1. Hasil Uji Beda *Discretionary Accruals* Sebelum dan Setelah SEO

Sebelum dilakukan uji hipotesis pertama maka terlebih dilakukan uji normalitas data untuk variabel-variabel *discretionary accruals* dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov dengan hasil dalam tabel 4.10 berikut:

TABEL 4.10
UJI NORMALITAS VARIABEL *DISCRETIONARY ACCRUALS*

	DTAC seblm	DTAC setlh	DCA seblm	DCA setlh	DLTA seblm	DLTA setlh	diff DTAC	diff DCA	diff DLTA
Kolmogorov- Smirnov Z	.763	1.002	.576	1.234	.405	.777	.720	.945	.456
Asymp. Sig. (2-tailed)	.605	.268	.895	.095	.997	.582	.678	.334	.986

Sumber: Output SPSS diolah

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa setiap variabel memiliki nilai *asymp. sig.* lebih besar dari 0,05. Ini menunjukkan bahwa setiap variabel *discretionary accruals* memiliki distribusi data yang normal.

Hasil uji t berpasangan (*paired t-test*) antara *discretionary accrual* perusahaan *issuer* sebelum SEO dan setelah SEO pada tingkat signifikansi 5 % dapat dilihat pada tabel 4.11 berikut ini.

TABEL 4.11
HASIL UJI BEDA RATA-RATA *DISCRETIONARY ACCRUALS*
SEBELUM DAN SESUDAH SEO

	Mean	Std. Deviation	t	Sig. (2-tailed)
DTAC sebelum	.037787	.0865090	4.521	.000
DTAC setelah	-.101050	.1457426		
DCA sebelum	.038420	.1195798	2.593	.015
DCA setelah	-.055509	.1660627		
DLTA sebelum	-.000633	.1149033	1.540	.134
DLTA setelah	-.045542	.1015000		

Sumber: Output SPSS diolah

Dari tabel 4.11 tersebut menunjukkan bahwa *discretionary total accruals* (*DTAC*) sebelum SEO berbeda secara signifikan dengan *discretionary total accruals* setelah SEO yang ditunjukkan nilai sig. sebesar 0,000 lebih kecil dari nilai

signifikansi 0.05. Juga terlihat bahwa rata-rata DTAC sebelum SEO lebih tinggi (bernilai positif) jika dibandingkan dengan pasca SEO (bernilai negatif), hal ini menunjukkan bahwa terjadi penurunan DTAC.

Jika DTAC dipecah menjadi komponen DCA dan DLTA nilai yang signifikan berbeda terjadi pada DCA sebelum SEO dan setelah SEO yang ditunjukkan oleh nilai sig sebesar 0.015. Sedangkan DLTA sebelum SEO tidak signifikan berbeda dengan DLTA setelah SEO dengan nilai sig. sebesar 0.134, meskipun nilai rata-rata DLTA sebelum SEO lebih tinggi jika dibandingkan dengan nilai DLTA setelah SEO. Ini berarti menunjukkan obyek manajemen laba yang dilakukan manajer adalah komponen *discretionary current accruals*. Temuan ini sejalan dengan penelitian Teoh et al (1998) yang menyatakan manajemen laba di seputar SEO terlihat kuat pada komponen DCA.

Hasil penelitian ini mendukung H_1 yaitu Perusahaan *issuer* melakukan *Earning management* dengan pola *income increasing* menjelang SEO, yang ditunjukkan dengan perbedaan *discretionary accruals* pra dengan pasca SEO dan penurunan mean *discretionary accruals* pra dengan pasca SEO.

Agar hasil pengujian lebih kuat dilakukan uji t sampel independen penurunan *discretionary accrual* sebelum dan setelah SEO antara perusahaan *issuer* dengan perusahaan *non-issuer*, dengan hasil ditunjukkan pada tabel 4.12 berikut.

TABEL 4.12
HASIL UJI BEDA PERUBAHAN DISCRETIONARY ACCRUALS
SEBELUM DAN SETELAH SEO PADA ISSUER DAN NON-ISSUER

	Levene's Test		t-test	
	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)
DIF_DTAC	.376	.542	-1.525	.133
DIF_DCA	1.924	.171	-2.408	.019
DIF_DLTA	.027	.870	.992	.325

Sumber: Output SPSS diolah

Dari hasil uji beda t sampel independen penurunan *discretionary accruals* sebelum dan setelah SEO antara perusahaan *issuer* dan *non-issuer* pada tabel 4.12 terlihat bahwa nilai probabilitas dengan *Levene test* untuk ketiga *discretionary accruals* lebih besar dari 0,05. Ini menunjukkan bahwa kedua variance untuk ketiga *discretionary accruals* adalah sama. Jika hasil *Levene test* menunjukkan bahwa *variance* kedua populasi sama, maka harus menggunakan asumsi equal variance, yaitu dengan melihat t hitung dibandingkan dengan t tabel (Imam Ghozali, 2001). Dari tabel terlihat besarnya t hitung untuk penurunan DCA sebesar -2.408 dengan probabilitas 0.019. Karena probabilitas kurang dari 0.05 maka berarti rata-rata penurunan *discretionary current accruals* perusahaan *issuer* dan *non-issuer* adalah berbeda. Sedangkan penurunan DTAC dan DLTA antar perusahaan *issuer* dan *non-issuer* adalah tidak berbeda. Ini menunjukkan bahwa komponen *discretionary accruals* yang menjadi obyek manajemen laba adalah *discretionary current accruals*.

4.4.2. Hasil Uji Beda Kinerja Keuangan Sebelum dan Setelah SEO

Sebelum dilakukan uji beda variabel kinerja keuangan terbih dahulu dilakukan uji normalitas data dengan hasil sebagai berikut:

TABEL 4.13
UJI NORMALITAS VARIABEL KINERJA KEUANGAN

	KEU sebelum	KEU setelah	perubahan KEU
Kolmogorov-Smirnov Z	.989	1.285	1.194
Asymp. Sig. (2-tailed)	.282	.074	.116

Sumber: Output SPSS diolah

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa setiap variabel kinerja keuangan memiliki nilai *asymp. sig.* lebih besar dari 0,05. Ini menunjukkan bahwa setiap variabel kinerja keuangan memiliki distribusi data yang normal.

Hasil uji t berpasangan (*paired t-test*) antara kinerja keuangan perusahaan *issuer* sebelum SEO dan setelah SEO pada tingkat signifikansi 5% dapat dilihat pada tabel 4.14 berikut ini.

TABEL 4.14
HASIL UJI BEDA RATA-RATA KINERJA KEUANGAN
SEBELUM DAN SESUDAH SEO

	Mean	Std. Deviation	t	Sig. (2-tailed)
KEU sebelum	.086385	.1118428	2.712	.011
KEU setelah	-.107388	.3618610		

Sumber: Output SPSS diolah

Dari tabel 4.14 terlihat bahwa bahwa kinerja keuangan sebelum SEO berbeda secara signifikan dengan kinerja keuangan setelah SEO yang ditunjukkan nilai sig. sebesar 0.011 lebih kecil dari nilai signifikansi 0.05. Juga terlihat bahwa rata-rata kinerja keuangan sebelum SEO lebih tinggi (bernilai positif) jika dibandingkan dengan setelah SEO (bernilai negatif), hal ini menunjukkan bahwa terjadi penurunan kinerja keuangan pasca SEO.

Hasil uji beda ini mendukung H_2 , yang menyatakan bahwa kinerja keuangan perusahaan *issuer* setelah SEO lebih rendah dibandingkan sebelum SEO.

Agar hasil uji beda ini lebih kuat, maka dilakukan uji t sampel independen penurunan kinerja keuangan sebelum dan setelah SEO antara perusahaan *issuer* dengan perusahaan *non-issuer*, dengan hasil ditunjukkan pada tabel 4.15 berikut.

TABEL 4.15
HASIL UJI BEDA PERUBAHAN KINERJA KEUANGAN
SEBELUM DAN SETELAH SEO PADA ISSUER DAN NON-ISSUER

	Levene's Test		t-test	
	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)
DIF KEU	6.788	.012	-.921	.361

Sumber: Output SPSS diolah

Dari hasil uji beda t sampel independen penurunan kinerja keuangan sebelum dan setelah SEO antara perusahaan *issuer* dan *non-issuer* terlihat bahwa nilai probabilitas dengan *Levene test* sebesar 0.012 lebih kecil dari 0,05. Ini menunjukkan bahwa kedua *variance* adalah berbeda, yang berarti penurunan kinerja keuangan perusahaan *issuer* berbeda signifikan dengan penurunan perusahaan *non-issuer*.

4.4.3. Hasil Uji Beda Kinerja Saham Sebelum dan Setelah SEO

Uji normalitas data variabel kinerja saham ditunjukkan dalam tabel 4.16 berikut ini.

TABEL 4.16
UJI NORMALITAS VARIABEL KINERJA SAHAM

	SHM_SBL	SHM_STL	DIF_SHM
Kolmogorov-Smirnov Z	.933	.580	.597
Asymp. Sig. (2-tailed)	.348	.890	.869

Sumber: Output SPSS diolah

Tabel 4.16 menunjukkan bahwa setiap variabel kinerja saham memiliki nilai *asympt. sig.* lebih besar dari 0,05. Ini menunjukkan bahwa setiap variabel kinerja saham memiliki distribusi data yang normal.

Hasil uji t berpasangan (*paired t-test*) antara kinerja saham perusahaan *issuer* sebelum SEO dan setelah SEO pada tingkat signifikansi 5% dapat dilihat pada tabel 4.17 berikut ini.

TABEL 4.17
HASIL UJI BEDA RATA-RATA KINERJA SAHAM
SEBELUM DAN SESUDAH SEO

	Mean	Std. Deviation	t	Sig. (2-tailed)
SHM sebelum	.005904	.0280199	1.839	.076
SHM setelah	-.009902	.0470050		

Sumber: Output SPSS diolah

Dari tabel 4.17 terlihat bahwa bahwa kinerja saham sebelum SEO tidak berbeda secara signifikan dengan kinerja saham setelah SEO pada level signifikansi 0,05, yaitu dengan nilai sig. sebesar 0.076, meskipun dari nilai rata-rata terlihat penurunan kinerja saham setelah SEO. Nilai ini hanya signifikan pada level signifikansi 0,10. Hasil uji beda ini tidak mendukung H_4 , yang menyatakan bahwa kinerja saham perusahaan *issuer* setelah SEO lebih rendah dibandingkan sebelum SEO.

Hasil uji t sampel independen penurunan kinerja saham sebelum dan setelah SEO antara perusahaan *issuer* dengan perusahaan *non-issuer*, ditunjukkan pada tabel 4.18 berikut:

TABEL 4.18
HASIL UJI BEDA PERUBAHAN KINERJA SAHAM
SEBELUM DAN SETELAH SEO PADA ISSUER DAN NON-ISSUER

	Levene's Test		t-test	
	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)
DIF SHM	.259	.613	-4.097	.000

Sumber: Output SPSS diolah

Dari hasil uji beda t sampel independen penurunan kinerja saham sebelum dan setelah SEO antara perusahaan *issuer* dan *non-issuer* pada tabel 4.18 terlihat bahwa nilai probabilitas dengan *Levene test* lebih besar dari 0,05. Ini menunjukkan bahwa kedua *variance* untuk penurunan kinerja saham adalah sama. Jika hasil *Levene test* menunjukkan bahwa *variance* kedua populasi sama, maka analisi harus menggunakan asumsi equal *variance*, yaitu dengan melihat t hitung dibandingkan dengan t tabel. Dari tabel 4.21 terlihat besarnya t hitung untuk penurunan kinerja saham sebesar -4.097 dengan probabilitas 0.000. Karena probabilitas kurang dari 0.05 maka berarti rata-rata penurunan kinerja saham perusahaan *issuer* dan *non-issuer* adalah berbeda. Dari statistik deskriptif terlihat bahwa perbedaan ini disebabkan kinerja saham *issuer* turun setelah SEO, sedangkan rata-rata kinerja saham *non-issuer* naik.

4.4.4. Hasil Uji Regresi Kinerja Keuangan dengan Variabel-variabel Aktual

4.4.4.1. Hasil Uji Normalitas

Tabel 4.19 menunjukkan hasil uji normalitas dengan uji Kolmogorov Smirnov. Dari tabel ini terlihat bahwa nilai *Asymp. sig.* lebih besar dari 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa setiap variabel memiliki distribusi data yang normal.

TABEL 4.19
UJI NORMALITAS VARIABEL AKRUAL DAN
VARIABEL KINERJA KEUANGAN

	DCA	DLTA	NDCA	NDLTA	KEU
Kolmogorov-Smirnov Z	.684	.636	.869	.988	1.323
Asymp. Sig. (2-tailed)	.738	.813	.437	.283	.060

Sumber: Output SPSS diolah

4.4.4.2. Hasil Uji Multikolinieritas

Hasil pengujian multikolinieritas terhadap persamaan regresi kinerja keuangan dengan variabel-variabel akrual dapat dilihat dalam tabel 4.20 berikut.

TABEL 4.20
UJI MULTIKOLINIERITAS VARIABEL AKRUAL

	Tolerance	VIF
DCA	.687	1.455
DLTA	.677	1.478
NDCA	.291	3.433
NDLTA	.288	3.468

Sumber: Output SPSS diolah

Tabel 4.20 menunjukkan bahwa setiap variabel bebas memiliki nilai *tolerance* yang lebih besar dari 10% dan nilai *variance inflation factor (VIF)* yang lebih kecil dari 10. Hal ini menunjukkan bahwa dalam model regresi tidak ditemukan adanya multikolinieritas.

4.4.4.3. Hasil Uji Autokorelasi

Hasil pengujian autokorelasi terhadap persamaan regresi kinerja keuangan dengan variabel-variabel akrual dengan menggunakan uji Durbin Watson dapat dilihat dalam tabel 4.21 berikut:

TABEL 4.21
HASIL UJI AUTOKORELASI PERSAMAAN REGRESI
KINERJA KEUANGAN DENGAN VARIABEL AKRUAL

Durbin-Watson	dl	du	(4-du)	(4-dl)
2.066	1.14	1.74	2.26	2.86

Sumber: Output SPSS diolah

Tabel 4.21 menunjukkan bahwa nilai Durbin-Watson terletak antara batas atas atau *upper bound* (du) dan (4-du), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi.

4.4.4.4. Uji Goodness of Fit

Hasil persamaan regresi pengaruh variabel-variabel akrual terhadap kinerja keuangan berikut ini dapat dilihat pada tabel 4.22.

$$\left(\frac{\text{NetIncome}}{\text{Sales}} \right) = \alpha_0 + \alpha_1 DCA + \alpha_2 NDCA + \alpha_3 DLTA + \alpha_4 NDLTA + e \quad (28)$$

$\frac{\text{NetIncome}}{\text{Sales}}$ = Rata-rata Penurunan rasio laba bersih per penjualan bersih perusahaan

tiga tahun setelah SEO.

DCA = *Discretionary Current Acruals* pada tahun SEO.

NDCA = *Non Discretionary Current Acruals* pada tahun SEO.

DLTA = *Discretionary Long Term Acruals* pada tahun SEO

NDLTA = *Non Discretionary Long Term Acruals* pada tahun SEO

TABEL 4.22
HASIL ANALISIS PERSAMAAN REGRESI PENGARUH VARIABEL-
VARIABEL AKRUAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN

Variabel Independen	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	t _{hitung}	Signifikansi
(Constant)	-0,044		-1,111	0,277
DCA	-0,460	-0,745	-4.091	0,000
DLTA	-0,229	-0,476	-2.595	0,016
NDCA	-0,276	-0,115	-0.410	0,686
NDLTA	-0,014	-0,009	-0.031	0,975
R = 0,656		F _{hitung} = 4,716		
R ² = 0,430		Signifikansi = 0,006		
Adj R ² = 0,339				

Sumber : Hasil output SPSS uji Regresi

Tabel 4.22 menunjukkan bahwa model regresi memiliki nilai *adjusted R square* sebesar 0.339, yang berarti hanya 33,9% variasi kinerja keuangan pasca SEO dapat dijelaskan oleh keempat variabel bebas. Sedangkan 66,1% variasi penurunan kinerja keuangan pasca SEO dijelaskan oleh sebab-sebab yang lain di luar model.

4.4.4.5. Hasil Uji F

Hasil pengujian F terhadap persamaan regresi kinerja keuangan dengan variabel-variabel akrual dapat dilihat dalam tabel 4.23 berikut ini:

TABEL 4.23
HASIL UJI F KINERJA KEUANGAN DENGAN AKRUAL

F	Sig.
4.716	.006

Sumber: Output SPSS diolah

Tabel 4.23 menunjukkan bahwa model regresi memiliki nilai *sig.* yang lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel-variabel akrual secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap penurunan kinerja keuangan.

4.4.4.6. Hasil Uji t

Hasil uji t persamaan regresi kinerja keuangan dengan variabel-variabel akrual pada tingkat signifikansi 5% dapat dilihat dalam tabel 4.24 berikut:

TABEL 4.24
HASIL UJI t KINERJA KEUANGAN DENGAN AKRUAL

Variabel	Koefisien Regresi	t	Sig.	Keterangan
DCA	-.460	-4.091	.000	Signifikan
DLTA	-.229	-2.595	.016	Signifikan
NDCA	-.276	-.410	.686	Tidak Signifikan
NDLTA	-.001427	-.031	.975	Tidak Signifikan

Sumber : Hasil output SPSS uji Regresi

Tabel 4.24 menunjukkan bahwa variabel *discretionary current accruals* (DCA) dan variabel *Discretionary Long-term Accruals* (DLTA) memiliki nilai *sig.* yang lebih kecil dari 0.05 dan mempunyai koefisien regresi negatif. Hal ini menunjukkan bahwa variabel DCA dan DLTA memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap penurunan kinerja keuangan. Sedangkan variabel NDCA dan NDLTA tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap penurunan kinerja keuangan.

Hasil penelitian ini mendukung H₃ bahwa penurunan kinerja keuangan pasca SEO dipengaruhi oleh manajemen laba yang diproksikan sebagai *discretionary accruals*.

4.4.5. Hasil Uji Regresi Kinerja Saham dengan Variabel-variabel Akrua

4.4.5.1. Hasil Uji Normalitas

Hasil uji normalitas dengan uji Kolmogorov Smirnov ditunjukkan dalam tabel 4.25. Dari tabel ini terlihat bahwa nilai *Asymp. sig.* lebih besar dari 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa setiap variabel memiliki distribusi data yang normal.

TABEL 4.25
UJI NORMALITAS VARIABEL AKRUAL DAN
VARIABEL KINERJA SAHAM

	DCA	DLTA	NDCA	NDLTA	SAHAM
Kolmogorov-Smirnov Z	.684	.636	.869	.988	.580
Asymp. Sig. (2-tailed)	.738	.813	.437	.283	.890

Sumber: Output SPSS diolah

4.4.5.2. Hasil Uji Multikolinieritas

Hasil pengujian multikolinieritas terhadap persamaan regresi kinerja saham dengan variabel-variabel akrua dapat dilihat dalam tabel 4.26 berikut.

TABEL 4.26
UJI MULTIKOLINIERITAS VARIABEL AKRUAL

	Tolerance	VIF
DCA	.687	1.455
DLTA	.677	1.478
NDCA	.291	3.433
NDLTA	.288	3.468

Sumber: Output SPSS diolah

Tabel 4.26 menunjukkan bahwa setiap variabel bebas memiliki nilai *tolerance* yang lebih besar dari 10% dan nilai *variance inflation factor (VIF)* yang lebih kecil dari 10. Hal ini menunjukkan bahwa dalam model regresi tidak ditemukan adanya multikolinieritas.

4.4.5.3. Hasil Uji Autokorelasi

Hasil pengujian autokorelasi terhadap persamaan regresi kinerja saham dengan variabel-variabel akrual dengan menggunakan uji Durbin Watson dapat dilihat dalam tabel 4.27 berikut:

TABEL 4.27
HASIL UJI AUTOKORELASI PERSAMAAN REGRESI
KINERJA SAHAM DENGAN VARIABEL AKRUAL

Durbin-Watson	dl	du	(4-du)	(4-dl)
1.929	1.14	1.74	2.26	2.86

Sumber: Output SPSS diolah

Tabel 4.27 menunjukkan bahwa nilai Durbin-Watson terletak antara batas atas atau *upper bound* (du) dan (4-du), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi.

4.4.5.4. Uji Goodness of Fit

Hasil persamaan regresi pengaruh variabel-variabel akrual terhadap kinerja saham berikut ini dapat dilihat pada tabel 4.28.

$$R_{iy} = \alpha_0 + \alpha_1 DCA + \alpha_2 NDCA + \alpha_3 DLTA + \alpha_4 NDLTA + e \quad (29)$$

R_{iy} = Rata-rata penurunan return saham perusahaan tiga tahun setelah SEO.

DCA = *Discretionary Current Acruals* pada tahun SEO.

NDCA = *Non Discretionary Current Acruals* pada tahun SEO.

DLTA = *Discretionary Long Term Acruals* pada tahun SEO

NDLTA = *Non Discretionary Long Term Acruals* pada tahun SEO

TABEL 4.28
HASIL ANALISIS PERSAMAAN REGRESI PENGARUH
VARIABEL-VARIABEL AKRUAL TERHADAP KINERJA SAHAM

Variabel Independen	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	t _{hitung}	Signifikansi
(Constant)	0,004		0,396	0,695
DCA	-0,101	-0,574	-3.138	0,004
DLTA	0,018	0,133	0.724	0,476
NDCA	0,052	0,076	0.270	0,789
NDLTA	0,007	0,016	0.056	0,956
R = 0,652		F _{hitung} = 4,631		
R ² = 0,426		Signifikansi = 0,006		
Adj R ² = 0,334				

Sumber : Hasil output SPSS uji Regresi

Tabel 4.28 menunjukkan bahwa model regresi memiliki nilai *adjusted R square* 0,334, yang berarti hanya 33,4% variasi kinerja keuangan pasca SEO dapat dijelaskan oleh keempat variabel bebas.

4.4.5.5. Hasil Uji F

Hasil pengujian F terhadap persamaan regresi kinerja keuangan dengan variabel-variabel akrual dapat dilihat dalam tabel 4.29 berikut ini:

TABEL 4.29
HASIL UJI F KINERJA SAHAM DENGAN AKRUAL

F	Sig.
4.631	.006

Sumber: Output SPSS diolah

Tabel 4.29 menunjukkan bahwa model regresi memiliki nilai *sig.* yang lebih kecil dari 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel-variabel akrual secara bersama-sama berpengaruh terhadap penurunan kinerja keuangan.

4.4.5.5. Hasil Uji t

Hasil uji t persamaan regresi kinerja saham dengan variabel-variabel akrual dapat dilihat dalam tabel 4.30 berikut:

TABEL 4.30
HASIL UJI t KINERJA SAHAM DENGAN AKRUAL

Variabel	Koefisien Regresi	t	Sig.	Keterangan
DCA	-0.101	-3.138	.004	Signifikan
DLTA	0.018	.724	.476	Tidak Signifikan
NDCA	0.052	.270	.789	Tidak Signifikan
NDLTA	0.007	.056	.956	Tidak Signifikan

Sumber : Hasil output SPSS uji Regresi

Tabel 4.30 menunjukkan bahwa hanya variabel *discretionary current accruals* yang memiliki nilai sig. lebih kecil dari 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel DCA memiliki pengaruh yang signifikan terhadap penurunan kinerja saham. Sedangkan variabel *discretionary accruals* yang lain yaitu DLTA tidak berpengaruh signifikan terhadap penurunan kinerja saham. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Teoh et al. (1998), bahwa variabel *discretionary current accruals* mempunyai pengaruh yang kuat terhadap penurunan kinerja saham. Hasil penelitian ini mendukung H₅ bahwa penurunan kinerja saham pasca SEO dipengaruhi oleh manajemen laba yang diprosikan sebagai *discretionary accruals*.

4.5. Pembahasan

Pada tabel 4.31 berikut ini disajikan ringkasan uji hipotesis:

TABEL 4.31
RINGKASAN UJI HIPOTESIS

HIPOTESIS	UJI STATISTIK	HASIL
H ₁	Uji beda Discretionary Accruals Sebelum dan Setelah SEO ➤ DTAC ➤ DCA ➤ DLTA	Signifikan berbeda Signifikan berbeda Tidak berbeda secara signifikan
H ₂	Uji beda Kinerja Keuangan Sebelum dan Setelah SEO	Signifikan berbeda
H ₃	Uji regresi variabel Kinerja Keuangan dengan Variabel- variabel AkruaI	DCA dan DLTA secara signifikan berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan
H ₄	Uji beda Kinerja Saham Sebelum dan Setelah SEO	Tidak berbeda secara signifikan
H ₅	Uji regresi variabel Kinerja Saham dengan Variabel- variabel AkruaI	DCA secara signifikan berpengaruh negatif terhadap kinerja saham.

Sumber: Output SPSS diolah

4.5.1. Analisis Indikasi Manajemen Laba di Seputar SEO

Dari hasil uji beda *discretionary accruals* sebelum SEO dan pasca SEO yang terlihat pada tabel 4.11 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara *discretionary total accruals* sebelum SEO dengan *discretionary total accruals* setelah SEO. Perbedaan ini terlihat pula dalam statistik deskriptif dimana sebelum SEO mean *discretionary total accruals* bernilai positif dan berubah menjadi negatif pasca SEO. Hal ini membuktikan bahwa manajemen melakukan manajemen laba dengan menaikkan pendapatan (*income increasing*) menjelang SEO, tetapi *income increasing* ini tidak dapat dipertahankan dalam jangka waktu yang lama, terbukti dengan menurunnya *discretionary total accruals* pasca SEO. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Rangan (1998) yang menyatakan bahwa manajemen

menyesuaikan akrual dalam menaikkan laba menjelang *Seasoned Equity Offerings* (SEO). Juga sejalan dengan hasil penelitian H. Sri & Haris (2003) yang menyatakan bahwa manajemen melakukan manipulasi *income increasing* menjelang penawaran.

Setelah dilakukan pemisahan *discretionary total accruals* (DTAC) menjadi *discretionary current accruals* (DCA) dan *discretionary total accruals* (DLTA) diperoleh hasil bahwa *discretionary accruals* yang menjadi obyek manajemen laba yang dilakukan manajer menjelang SEO adalah pada komponen *discretionary current accruals*, terbukti bahwa ditemukan hasil yang signifikan pada uji beda DCA sebelum SEO dengan setelah SEO seperti terlihat pada tabel 4.11. Dari statistik deskriptif DCA terlihat DCA menjelang SEO meningkat hingga puncaknya pada tahun SEO, tetapi menurun tajam pasca SEO hingga bernilai negatif. Jika *discretionary accruals* berpola meningkat menjelang penawaran, memuncak pada saat penawaran, dan menurun pasca penawaran maka dapat diidentifikasi bahwa manajemen melakukan manajemen laba dengan pola *income increasing*. Pola *discretionary current accruals* ini tidak ditemukan pada sampel non-issuer, terbukti pada tabel 4.12 terlihat penurunan *discretionary current accruals* pada perusahaan issuer berbeda dengan perusahaan non-issuer. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Teoh *et al* (1998b), yang menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan SEO mempunyai *discretionary current accruals* lebih tinggi menjelang SEO. Sedangkan hasil uji beda pada DLTA sebelum dan pasca SEO tidak signifikan, sehingga tidak dapat disimpulkan manajer melakukan manajemen laba pada komponen akrual ini.

4.5.2. Analisis Penurunan Kinerja Keuangan Pasca SEO

Dari hasil uji beda kinerja keuangan sebelum dan pasca SEO seperti terlihat pada tabel 4.14, ditemukan perbedaan yang signifikan antara kinerja keuangan sebelum SEO dengan kinerja keuangan pasca SEO. Perbedaan ini membuktikan bahwa kinerja keuangan perusahaan issuer mengalami penurunan pasca SEO. Penurunan ini terjadi karena manajer menaikkan kinerja keuangannya menjelang SEO, tetapi tindakan ini tidak dapat dipertahankan dalam waktu lama sehingga terjadi penurunan kinerja pasca SEO. Jika dibandingkan dengan non-issuer, kinerja keuangan issuer di bawah (*under performance*) kinerja keuangan non-issuer pada semua periode pengamatan (lihat tabel 4.15). Posisi *under performance* ini lebih tajam pasca SEO. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan issuer mengalami penurunan kinerja keuangan lebih besar dibandingkan dengan perusahaan non-issuer. Hasil ini konsisten dengan penelitian Teoh et, al (1998b), yang menyatakan perusahaan yang melakukan SEO menyesuaikan *discretionary accruals*-nya untuk menaikkan *net income*, tetapi pasca SEO terjadi penurunan *net income*. Juga konsisten dengan penelitian Loughan & Ritter (1997) bahwa terdapat penurunan margin laba, return on asset setelah *right issue* sampai lima tahun pasca *right issue*, dan penelitian H. Sri dan Haris (2003) yang menyimpulkan terjadi kenaikan kinerja sebelum penawaran dan penurunan kinerja pasca penawaran.

4.5.3. Analisis Penurunan Kinerja Saham Pasca SEO

Dari uji beda kinerja saham sebelum dan pasca SEO yang terlihat pada tabel 4.17, ditemukan hasil yang tidak signifikan perbedaan kinerja saham sebelum dan

setelah SEO. Meskipun dari statistik deskriptif terlihat terjadi penurunan kinerja saham sebelum dan pasca SEO, tetapi penelitian ini tidak dapat membuktikan penurunan ini adalah signifikan. Ada beberapa hal yang menyebabkan ketidakmampuan penelitian ini membuktikan adanya penurunan kinerja saham pasca SEO:

1. Jika dibandingkan dengan kinerja saham non-issuer pada statistik deskriptif, kinerja saham issuer lebih tinggi sebelum SEO dan lebih rendah pasca SEO. Hal ini menunjukkan bahwa ketika kinerja saham di luar issuer naik, kinerja saham perusahaan issuer menurun.
2. Harga saham sebagai komponen pengukuran kinerja saham selain dipengaruhi kinerja perusahaan juga dipengaruhi prospek dan perkembangan industri dimana perusahaan berada, kondisi mikro dan makro ekonomi.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Myer dan Majluff (1984) bahwa harga saham akan menurun ketika penerbitan ekuitas diumumkan. Juga terhadap hasil penelitian Rangan (1998) yang menyatakan bahwa kinerja saham perusahaan setelah SEO rendah. Juga tidak konsisten terhadap penelitian Puji (2001) perusahaan yang melakukan *right issue* mengalami penurunan kinerja saham selama dua tahun pasca *right issue*.

4.5.4. Analisis Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Kinerja Keuangan

Hasil uji t persamaan regresi pengaruh variabel-variabel aktual terhadap penurunan kinerja keuangan pada tabel 4.24 menunjukkan bahwa variabel DCA dan DLTA secara signifikan mempengaruhi penurunan kinerja keuangan. Nilai *p-value*

DCA sebesar 0,000 (signifikan pada level 5%) dan *p-value* DLTA sebesar 0,016 (signifikan pada level 5%) membuktikan bahwa *discretionary accruals* akan mampu memprediksi penurunan kinerja keuangan pasca SEO. Sedangkan komponen akrual yang lain yaitu NDCA dan NDLTA terbukti tidak mempunyai pengaruh terhadap penurunan kinerja keuangan pasca SEO.

Koefisien regresi negatif pada DCA dan DLTA menunjukkan bahwa variabel DCA dan DLTA memiliki pengaruh yang negatif terhadap penurunan kinerja keuangan. Ini membuktikan bahwa semakin besar *discretionary accruals* pada saat SEO akan menyebabkan semakin kecil kinerja keuangan pasca SEO.

Hasil penelitian ini berarti mendukung H_3 yang menyatakan bahwa rendahnya kinerja keuangan pasca SEO dipengaruhi oleh manajemen laba saat SEO. Hasil ini konsisten dengan penelitian Rangan (1998) yang menyatakan bahwa terdapat koefisien negatif hubungan antara *discretionary accruals* dan kinerja perusahaan. Juga konsisten dengan penelitian Teoh et al (1998a;1998b), Loughran dan Ritter (1997), H. Sri & Pranata (2002) dan H. Sri & Haris (2003)

4.5.5. Analisis Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Kinerja Saham

Hasil uji t persamaan regresi pengaruh variabel-variabel akrual terhadap penurunan kinerja saham pada tabel 4.30 menunjukkan bahwa variabel DCA berpengaruh secara signifikan terhadap penurunan kinerja saham. Sedangkan variabel *discretionary accruals* yang lain yaitu DLTA tidak berpengaruh signifikan terhadap penurunan kinerja saham. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Teoh et al. (1998b), bahwa perusahaan yang melakukan SEO mempunyai

discretionary current accruals lebih tinggi saat SEO dan setelah issue mempunyai *abnormal return* dan *net income* yang rendah. Hasil penelitian ini mendukung H₅ bahwa penurunan kinerja saham pasca SEO dipengaruhi oleh manajemen laba yang diproksikan sebagai *discretionary accruals* yaitu pada komponen *discretionary accruals* dan konsisten dengan hasil penelitian Teoh et al. (1998b).

BAB V

KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menemukan bukti empiris bahwa perusahaan melakukan manajemen laba di seputar *Seasoned Equity Offerings (SEO)* dan menemukan bukti empiris bahwa perusahaan mengalami penurunan kinerja perusahaan pasca SEO. Penelitian ini juga akan mencari bukti empiris penurunan kinerja perusahaan pasca SEO dipengaruhi oleh manajemen laba di seputar SEO. berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut:

1. a. Hasil uji beda *paired sample t test* dengan tingkat signifikansi 5% menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *discretionary total accruals (DTAC)* sebelum dan pasca SEO. Juga diketahui nilai rata-rata *discretionary total accruals (DTAC)* sebelum dan setelah SEO mengalami penurunan. Dari kedua hal tersebut dapat disimpulkan bahwa manajemen melakukan manajemen laba sebelum *Seasoned Equity Offerings* dengan pola menaikkan pendapatan (*income increasing*). Dengan demikian hasil penelitian ini mendukung H_1 yang menyatakan manajer perusahaan issuer melakukan manajemen laba menjelang SEO.
- b. Pemisahan *discretionary total accruals* menjadi *discretionary current accruals (DCA)* dan *discretionary long-term accruals (DLTA)* dapat menunjukkan bahwa obyek manajemen laba yang dilakukan manajer adalah *discretionary current accruals*, yang ditunjukkan dengan perbedaan DCA sebelum dan pasca SEO

yang signifikan. Juga dari statistik deskriptif terlihat pola DCA menaik sebelum SEO sampai puncaknya pada saat SEO dan menurun pasca SEO, pola ini sama dengan hasil penelitiannya Teoh et, al (1998b). Sedangkan hasil uji beda pada DLTA sebelum dan pasca SEO tidak signifikan, sehingga tidak dapat disimpulkan manajer melakukan manajemen laba pada komponen akrual ini. Temuan ini sejalan dengan penelitian Teoh et, al (1998b) yang menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan SEO mempunyai *discretionary current accruals (DCA)* lebih tinggi dan setelah *issue* mempunyai *abnormal return* dan *net income* yang rendah.

- c. Hasil penelitian ini diperkuat dengan perbedaan penurunan *discretionary current accruals* yang signifikan jika dibandingkan dengan DCA sampel non-issuer.
2. Hasil uji beda *paired sample t test* terhadap kinerja keuangan sebelum SEO dan pasca SEO dengan tingkat signifikansi 5% menunjukkan terdapat perbedaan kinerja keuangan sebelum dan setelah SEO. Juga dapat diketahui rata-rata kinerja keuangan mengalami penurunan setelah SEO. Dengan demikian hasil penelitian ini mendukung H₂ yang menyatakan kinerja keuangan perusahaan *issuer* setelah SEO lebih rendah dibandingkan sebelum SEO. Ini didukung dengan uji t sampel independen dengan non-issuer yang menghasilkan perbedaan yang signifikan penurunan kinerja keuangan issuer dengan non-issuer.
3. Hasil uji regresi variabel dependen kinerja keuangan dengan variabel-variabel akrual menunjukkan terdapat pengaruh yang signifikan variabel *discretionary current accruals (DCA)* dan *discretionary long-term accruals (DLTA)* dengan

penurunan kinerja pasca SEO. Hal ini berarti terdapat hubungan yang signifikan antara manajemen laba yang dilakukan manajer menjelang SEO dengan penurunan kinerja keuangan pasca SEO. Koefisien negatif pada persamaan regresi membuktikan semakin tinggi manajemen laba, maka akan semakin rendah kinerja keuangan pasca SEO. Dengan demikian penelitian ini mampu menemukan bukti empiris bahwa rendahnya kinerja keuangan perusahaan issuer setelah SEO dipengaruhi manajemen laba sebelum SEO. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Rangan (1998) dan Teoh et al (1998a;1998b).

4. Hasil uji beda *paired sample t test* terhadap kinerja saham sebelum SEO dan pasca SEO dengan tingkat signifikansi 5% menunjukkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja saham sebelum dan setelah SEO. Meskipun dari statistik deskriptif terlihat terjadi penurunan kinerja saham sebelum dan pasca SEO, tetapi secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan kinerja saham sebelum dan setelah SEO. Dengan demikian H_4 yang menyatakan kinerja saham perusahaan issuer setelah SEO lebih rendah dibandingkan sebelum SEO tidak dapat dibuktikan. Ada beberapa kemungkinan yang menyebabkan tidak ditemukan bukti yang signifikan terjadi penurunan kinerja saham pasca SEO. Pertama, jika dibandingkan dengan kinerja non-issuer yang memiliki kinerja saham lebih baik pada t , $t+1$, $t+2$, dan $t+3$, serta kinerja yang lebih buruk pada $t-3$, $t-2$, dan $t-1$, maka kemungkinan kondisi makro ekonomi pada saat SEO dan pasca SEO membaik, tetapi kinerja saham issuer malah turun. Kedua, banyak faktor yang mempengaruhi harga saham suatu

perusahaan publik, sehingga dimungkinkan ada faktor lain yang berlawanan pengaruh dengan pengaruh SEO.

5. Hasil uji regresi pengaruh variabel-variabel akrual terhadap penurunan kinerja saham menunjukkan bahwa variabel *discretionary current accruals* secara signifikan mempengaruhi penurunan kinerja saham. Sedangkan variabel *discretionary long-term accruals* tidak berpengaruh signifikan terhadap penurunan kinerja saham. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Teoh *et al.* (1998b), bahwa variabel *discretionary current accruals* berpengaruh terhadap penurunan kinerja saham. Ini berarti manajemen laba yang dilakukan manajer menjelang SEO berpengaruh terhadap penurunan kinerja saham pasca SEO. Dengan demikian penelitian ini mampu membuktikan H₅ yang menyatakan rendahnya kinerja saham setelah SEO dipengaruhi manajemen laba menjelang SEO.

5.2. Implikasi Hasil Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah memberikan bukti empiris kepada pihak-pihak yang tertarik pada pasar modal, baik akademisi maupun praktisi bahwa laporan keuangan yang dipublikasikan perusahaan menjelang dan pada saat *seasoned equity offerings* telah dimanipulasi manajemen untuk menaikkan nilai perusahaan, sehingga saham yang ditawarkan akan direspon positif oleh pasar. Akibat dari manipulasi ini terjadi penurunan kinerja perusahaan baik kinerja keuangan maupun kinerja saham pasca *seasoned equity offerings*.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan-keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Model pengukuran *discretionary accruals* yang dipakai dalam penelitian ini belum dapat dipastikan apakah tepat untuk diterapkan pada kondisi Indonesia.
2. Dalam penelitian ini hanya digunakan satu ukuran untuk proksi kinerja keuangan yaitu rasio laba bersih per penjualan, sehingga tidak dapat diketahui apakah ukuran kinerja keuangan yang lain juga mengalami penurunan pasca SEO.
3. Tidak dipertimbangkannya pengukuran return dengan model *market adjusted return* sehingga ekspektasi pasar tidak dipertimbangkan dalam penelitian ini.
4. Dalam pengujian hubungan manajemen laba dengan return saham, penelitian ini tidak mempertimbangkan faktor biaya transaksi, pengalaman investor, dan keterlibatan analis yang mungkin mempengaruhi reaksi pasar modal terhadap manajemen laba.

5.4. Saran

Berdasarkan keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini, beberapa saran diusulkan peneliti untuk penelitian lanjutan di masa yang akan datang, sebagai berikut:

1. Perlu dilakukan pengujian terhadap model pengukuran *discretionary accruals* yang tepat diterapkan pada kondisi Indonesia.

2. Peneliti yang akan datang sebaiknya tidak hanya menggunakan rasio laba bersih per penjualan sebagai pengukur kinerja keuangan, tetapi juga menggunakan pendekatan-pendekatan yang lain.
3. Peneliti yang akan datang sebaiknya mempertimbangkan pengukuran return saham dengan menggunakan model *market adjusted return* sehingga ekspektasi pasar dapat ikut dipertimbangkan.

Daftar Pustaka

- Ainun Na'im dan Jogiyanto Hartono. 1996. "The Effect of Antitrust Investigation on Management of Earnings: A Further Empirical Test of Political-cost Hypothesis". *Kelola*. No. 13/VI Page 126-141
- Alderson, Michael J., and Brian L. Betker. 1997. "The Long Run Performance of Companies That Withdraw Seasoned Equity Offerings". *Working paper*, September.
- Cahan, S.F. 1992. "The Effect A Antitrust Investigations on Discretionary Accruals A Refined Test of the Political Cost Hypothesis". *The Accounting Review*. Vol. 67 No. 1. January 77-95
- Chaerul D. Djakman. 2003. "Manajemen Laba dan Pengaruh Kebijakan Multi Papan Bursa Efek Jakarta", *Simposium Nasional Akuntansi 6*
- DeAngelo, H.L. Angelo dan D.J. Skinner. 1994. "Accounting Choice in Troubled Company". *Journal of Accounting & Economics*. Vol. 17. pp. 113-143
- Dechow, Patricia M., Richard G. Sloan dan Amy P. Sweeny. 1995. "Detecting Earnings Management". *The Accounting Review*, 7(2), April.
- DuCharme, Larry. L., Paul H. Malatesta, dan Stephan E. Sefcik.. 2000. "Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance". *Working paper*, 8 Agustus.
- Eckbo, B.E., dan Masulis. 1992. "Adverse Selection and The Rights Offer Paradox". *Journal of Financial Economics*.
- Eisenhardt, Kathleem. M. 1989. "Agency Theory: An Assesment and Review". *Academy of Management Review*, 14, pp 57-74
- Espenlaub, Susanne. 1999. "Discussion of The Life Cycle of Initial Public Offering Firms". *Journal of Business Finance & Accounting*, 26 (9) & (10), Nov/Des.
- Financial Accounting Standars Boards (FASB). 1978. *Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, Statement of Financial Accounting Concepts, No. 1. Norwalk, CT:FASB
- _____. 1985. *Element of Financial Statements*, Statement of Financial Accounting Concepts, No. 6. Norwalk, CT:FASB

- Fisher, Marilyn, dan Kenneth Rosenzweig. 1995. "Attitudes of Students and Accounting Practitioners Concerning the Ethical Acceptability of Earnings Management". *Journal of Business Ethics*, Volume 14:433-444
- Gujarati, Damodar N. 1995. *Basic Econometrics*. 3rd International Edition, McGraw-Hill International.
- Guo, Lin., dan Timothy S. Mech. 2000. "Conditional Event Study, Anticipation, and Asymmetric Information: The Case of Seasoned Equity Issues and Pre-issue Information Releases". *Journal of Empirical Finance*, 7.
- Hall, Steven C. dan William W. Stammerjohan. 1997. "Damage Awards and Earnings Management in The Oil Industry". *The Accounting Review*, 72 (1), Januari
- Harianto, Farid, dan Siswanto S. 1998. *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*. PT. Bursa Efek Jakarta.
- Healy, Paul. M. 1985. "The Impact of Bonus Schemes on the Selection of Accounting Principles,". *Journal of Accounting and Economics*, 7.
- _____. 1995. "Discussion of Earnings-Based Bonus Plans and Earnings Management in The Oil Industry". *The Accounting Review*. Vol. 72 No. 1. January. pp. 47-65
- _____. dan James M. Wahlen. 1998. "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting". *Working paper*.
- H. Sri Sulistyanto dan Pratana P. Midiastuti,. 2002. "Seasoned Equity Offerings: Benarkah Underperformance Pasca Penawaran". *Symposium Surviving Strategies to Cope With the Future*, Universitas Atma Jaya Yogyakarta, 13-14 September.
- _____. dan Haris Wibisono. 2003. "Seasoned Equity Offerings: Antara Agency Theory, Windows Of Opportunity, Dan Penurunan Kinerja". *Symposium Nasional Akuntansi 6*
- Ikatan Akuntansi Indonesia. 2002. *Standar Akuntansi Keuangan*. Salemba Empat.
- Imam Ghozali. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. edisi 2. Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Jane Raung Philip Lin. 2000. *The Long-Run Underperformance of Post-Listing Stock Returns: The Evidence of Earnings Management*. <http://www.unine.ch/gge/welcome-e.html>

- Jindra, Jan. 2000. "Seasoned Equity Offerings, Overvaluation and Timing". *Working paper*, Maret.
- Jogiyanto Hartono dan Ainum Na'im. 1998. "The Effect of A Legal Process on Management of Accruals: Further Evidences on Management of Earnings". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 13 (2)
- Jones, J.J. 1991. "Earning Management during Import Relief Investigation". dalam Dechow, P.M. 1995. "Accounting Earnings and Cash Flow as Measures of Firm Performance The Role of Accounting Accruals". *Journal of Accounting & Economics*. pp. 113-143
- Jones. 2000. "Investments Analysis and Management". *John Wiley & Sons, Inc.*
- Lilis Setiawati. 2001. "Rekayasa AkruaI untuk Meminimalkan Pajak". *Simposium Nasional Akuntansi IV*
- _____. 2002. "Manajemen Laba dan IPO di Bursa Efek Jakarta". *Simposium Nasional Akuntansi V*
- Loughran, Tim., dan Jay R. Ritter. 1997. "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings". *The Journal of Finance*.
- McLaughlin, Assem S. dan Gopala K.V. 1996. "The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow and Post Issue Performance". *Financial Management*, Vol.25.
- Megginson. 1997. *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Myer, S.C., Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investor do not Have. *Journal of Financial Economics* 13.
- Perry, Susan E. dan Thomas H. William. 1994. "Earnings Management Preceding Management Buyout Offers". *Journal of Accounting and Economics*, pp. 18.
- Puji Harto. 2001. "Analisis Kinerja Perusahaan yang Melakukan *Right Issue* di Indonesia". *Simposium Nasional Akuntansi IV*.
- Rangan, Srinivasan. 1998. "Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings". *Journal of Financial Economics*, 50.

- Richardson, Vernon J. 1998. "Information Asymmetry and Earnings Management: Some Evidence". *Working paper*, 30 Maret.
- Robbert Ang. 1997. *Pasar Modal Indonesia*. 1st ed. Mediasoft Indonesia
- Rousana Mike. 1997. "Memanfaatkan EVA untuk menilai perusahaan di pasar modal indonesia". *Majalah Usahawan*. April pp. 18-21.
- Schipper, Katherine. 1989. *Comentary Katherine Schipper on Earning Management*. Accounting Horison.
- Scott, William R. 2000. *Finacial Accounting Theory*. Prentice Hall International, Inc.
- Shivakumar, Lakshmanan. 2000. "Do Firm Mislead Investor by Overstating Earnings Before Seasoned Equity Offerings?". *Journal of Accounting and Economics*.
- Sutrisno. 2002. "Studi Manajemen Laba (*Earnings Management*): Evaluasi Pandangan Profesi Akuntansi, Pembentukan dan Motivasinya". *Kompak*, No. 5, Mei 2002. pp: 158-179
- Teoh, Siew Hong., Ivo Welch, dan T.J. Wong. 1997. "Are Accruals During An Initial Public Offering Opportunistic?". *Working paper*, Juli.
- _____. 1998a. "Earnings Management and the the Long Run Market Performance of Initial Public Offerings". *Journal of Financial Economics*
- _____. 1998b. "Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings". *Journal of Financial Economics* 50. pp 63-98
- Traill, Marcus dan Ed Vos. 2001. "Do Seasoned Equity Offerings Really Underperform in the Long Run? Evidence from New Zealand". *Working paper*.
- Watts, R.L. dan Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall Inc.