

**Hubungan Manajemen Laba Sebelum IPO dan Return Saham dengan
Kecerdasan Investor sebagai Variabel Pemoderasi**

**Association of Earnings Management before IPO and Stock's
Returns with Investors Sophistication as Moderating Variable**

Joni¹ dan Jogiyanto H. M.²

Abstract

The major purpose of this study is to investigate association between earnings management before Initial Public Offerings (IPO) and stock's returns with investors sophistication as a moderating variable. Institutional ownership is used to proxy investors sophistication.

The JSX's IPO companies from 1990 to 2002 were used as samples. The first sample was 75 companies which institutional ownership $\geq 40\%$ and the second was 63 companies that institutional ownership $\geq 60\%$. Instrumental Variable Approach (Kang and Sivaramakrishnan, 1995) was used to detect earnings management.

This study provides an evidence that issuers report unusually high earnings management around IPO (two years before and five years after IPO). Issuers used mean reversing strategy in two years before IPO period (income decreasing) for preparing earnings management in the next period (income increasing). Furthermore, this study documented a negative association between earnings management and stock's returns with investors sophistication as moderating variable. One interpretation of this finding is that high earnings management has substantial stock's returns consequences when investors sophistication factor was taken into account. This finding is consistent with the prior research developed by Balsam *et al.*, 2002.

Key words: IPO, Earnings Management, Instrumental Variable Approach, Stock's Returns, Investors Sophistication.

¹ Fakultas Ekonomika Universitas Kristen Maranatha, Bandung.

² Fakultas Ekonomika Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.

PENDAHULUAN

Beberapa studi menemukan bahwa perusahaan melakukan manajemen laba sebelum IPO. Friedlan (1994) menemukan bukti bahwa perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat menaikkan laba akuntansi perioda satu tahun sebelum IPO. Jain dan Kini (1994) menyatakan bahwa terdapat penurunan kinerja operasional perusahaan setelah IPO. Penurunan tersebut menunjukkan indikasi telah terjadi manajemen laba menjelang IPO. Teoh *et al.* (1998a) menemukan bahwa ada perusahaan yang berperilaku agresif (menaikkan laba) dan ada yang berperilaku konservatif ketika menyusun laporan keuangan satu perioda sebelum IPO.

Imam Sutanto (2000), Gumanti (2001), Syaiful (2002), dan Raharjono (2005) menemukan bahwa terjadi manajemen laba menjelang IPO di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Gumanti (2001) dan Syaiful (2002) menyimpulkan bahwa manajemen melakukan manajemen laba perioda dua tahun menjelang IPO dan tidak terdapat indikasi manajemen laba perioda satu tahun menjelang IPO. Sedangkan Raharjono (2005) menemukan bahwa manajemen laba terjadi pada perioda satu tahun menjelang IPO.

Walaupun asimetri informasi antara manajemen dan investor tidak lagi tinggi setelah IPO, namun berbagai penelitian menunjukkan bahwa manajemen laba juga dilakukan setelah IPO. Friedlan (1994) menemukan bukti bahwa perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat menaikkan laba akuntansi perioda satu tahun setelah IPO. Syaiful (2002) juga menemukan adanya manajemen laba perioda dua tahun setelah IPO.

Beberapa penelitian mengenai reaksi investor terhadap manajemen laba telah dilakukan. Teoh *et al.* (1998a) menemukan bahwa setelah IPO, return saham jangka panjang mengalami penurunan dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan IPO. Penurunan ini berhubungan dengan akrual diskresioner (*discretionary accruals*) di sekitar IPO. Manajemen laba berhubungan negatif terhadap return saham, artinya investor memberikan reaksi negatif terhadap praktik manajemen laba.

Syaiful (2002) juga melakukan studi di BEJ dan menemukan bahwa return saham satu tahun setelah IPO adalah rendah, namun penelitian ini tidak berhasil menemukan hubungan antara rendahnya return saham setahun setelah IPO dengan manajemen laba di sekitar IPO. Ardiati (2003) menemukan bahwa manajemen laba berpengaruh positif terhadap return dengan menggunakan kualitas audit sebagai variabel pemoderasi. Widiastuty (2004) juga menemukan bahwa manajemen laba berhubungan positif terhadap return saham dengan menggunakan *leverage* dan *unexpected earnings* sebagai variabel kontrol. Sedangkan Raharjono (2006) menemukan bukti bahwa tidak terdapat hubungan antara manajemen laba perioda satu tahun sebelum IPO dengan return saham setelah IPO. Jadi hasil penelitian mengenai hubungan manajemen laba dengan return di BEJ masih beragam dan belum konsisten dengan teori yang ada.

Bartov *et al.* (2000a), Rajgopal (1999), dan Walther (1997) menyatakan bahwa kecerdasan investor (*investor sophistication*) merupakan faktor penentu hubungan antara laba dan return. Balsam *et al.* (2002) menyatakan bahwa para investor yang cerdas (*sophisticated investors*) mampu mendeteksi manajemen laba lebih cepat daripada para investor yang tidak cerdas (*unsophisticated investors*).

Jadi kecerdasan investor dapat menjadi faktor penentu hubungan manajemen laba dengan return saham.

Tulisan ini memiliki beberapa tujuan yang secara umum saling terkait. Pertama, mendeteksi manajemen laba di sekitar IPO (sebelum dan setelah IPO) menggunakan model yang dikembangkan Kang dan Sivaramakrishnan (1995). Kedua, menjawab hasil penelitian yang tidak konsisten mengenai hubungan antara manajemen laba dan return saham perusahaan-perusahaan di BEJ dengan menggunakan kecerdasan investor sebagai variabel pemoderasi. Hasil penelitian yang diharapkan adalah hubungan negatif antara manajemen laba dan return saham ketika dimoderasi kecerdasan investor. Konsisten dengan harapan, tulisan ini menemukan hubungan negatif antara manajemen laba sebelum IPO dan return saham dengan kecerdasan investor sebagai variabel pemoderasi.

KERANGKA TEORETIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

IPO dan Manajemen Laba

Asimetri informasi antara pihak manajemen dan investor potensial sangat tinggi ketika perusahaan belum melakukan IPO. Hal ini disebabkan karena informasi perusahaan yang belum *go public* relatif sulit diperoleh investor. Ketika perusahaan melakukan IPO, investor potensial hanya mengandalkan informasi dari prospektus. Menurut Rao (1993) dalam Teoh *et al.* (1998a) tidak terdapat media lain yang menyediakan informasi perusahaan yang sedang melakukan IPO, kecuali prospektus yang disyaratkan Pengawas Pasar Modal. Kelangkaan informasi perusahaan sebelum IPO, memaksa investor potensial hanya mengandalkan prospektus sebagai sumber informasi mengenai perusahaan.

Padahal prospektus hanya menyediakan laporan keuangan selama tiga tahun sebelum IPO dan informasi non keuangan (Teoh et al. 1998a). Kondisi ini memberikan kesempatan bagi manajemen untuk melakukan manajemen laba supaya meningkatkan kemakmurannya, yaitu mengharapkan harga saham akan tinggi pada saat IPO.

Beberapa penelitian sebelumnya telah melakukan studi manajemen laba sebelum IPO. Friedlan (1994) menemukan bukti bahwa perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat menaikkan laba akuntansi perioda satu tahun sebelum IPO. Jain dan Kini (1994) menyatakan bahwa terdapat penurunan kinerja operasional perusahaan setelah IPO. Penurunan tersebut menunjukkan indikasi telah terjadi manajemen laba menjelang IPO. Hal ini dilakukan dengan cara menggeser pendapatan perioda yang akan datang ke perioda sekarang atau menggeser biaya perioda sekarang ke perioda yang akan datang, sehingga laba perioda sekarang dilaporkan tinggi. Teoh et al. (1998a) menemukan ada perusahaan yang berperilaku agresif (menaikkan laba) dan ada yang berperilaku konservatif ketika menyusun laporan keuangan satu perioda sebelum IPO. Teoh et al. (1998b) juga menemukan bahwa manajemen melakukan penyesuaian akrual dalam rangka menaikkan laba menjelang SEO. Rangan (1998) juga menemukan hasil yang sama.

Penelitian yang dilakukan Imam Sutanto (2000), Gumanti (2001), Syaiful (2002), dan Raharjono (2005) membuktikan manajemen laba menjelang IPO juga terjadi di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Gumanti (2001) dan Syaiful (2002) menyimpulkan bahwa manajemen melakukan manajemen laba perioda dua tahun menjelang IPO dan tidak terdapat indikasi manajemen laba perioda satu tahun menjelang IPO.

Sedangkan Raharjono (2005) menemukan bahwa manajemen laba terjadi pada periode satu tahun menjelang IPO.

Meskipun asimetri informasi antara manajemen dan investor tidak lagi tinggi setelah IPO, namun berbagai penelitian menunjukkan bahwa manajemen laba juga dilakukan setelah IPO dan SEO. Friedlan (1994) menemukan bukti bahwa perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat menaikkan laba akuntansi periode satu tahun setelah IPO. Shivakumar (2000) memberikan bukti bahwa manajemen melakukan manajemen laba di sekitar SEO, meskipun tidak ditunjukkan untuk menyesatkan investor dalam membuat keputusan investasi. Syaiful (2002) juga menemukan bukti yang sama untuk BEJ, manajemen laba dilakukan periode dua tahun setelah IPO.

Berdasarkan landasan teori dan hasil penelitian sebelumnya, maka dapat dirumuskan hipotesis alternatif pertama yang dinyatakan sebagai berikut:

H_1 : Perusahaan yang terdaftar di BEJ melakukan manajemen laba di sekitar IPO.

Manajemen Laba dan Return Saham

Return saham perusahaan setelah IPO dalam jangka panjang akan turun. Hal ini disebabkan investor terlalu optimis, sehingga harga saham akan lebih tinggi pada awal penawarannya dan berangsur-angsur turun dalam jangka panjang (Brav dan Gompers 1997). Kemudian Brav *et al.* (2000) melakukan pengujian terhadap *abnormal return* yang mengikuti penawaran sekuritas (IPO dan SEO). Mereka menyimpulkan bahwa kinerja saham rendah untuk perusahaan yang memiliki *book to market ratio* rendah.

Teoh *et al.* (1998a) meneliti kinerja perusahaan jangka panjang setelah IPO, hasilnya menggambarkan return saham jangka panjang rendah setelah IPO dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan IPO. Mereka juga membuktikan bahwa kinerja yang rendah tersebut berhubungan dengan akrual diskresioner di sekitar IPO.

Menurut Teoh *et al.* (1998b) kinerja saham juga rendah untuk perusahaan yang melakukan SEO. Loughran dan Ritter (1995) bahkan menyatakan kinerja saham yang rendah terjadi sampai lima tahun setelah SEO. Rangan (1998) membuktikan bahwa kinerja saham perusahaan setelah melakukan SEO rendah. Hal ini membuktikan bahwa perusahaan yang melakukan manajemen laba menjelang SEO akan memiliki return saham lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak melakukan manajemen laba. Rangan (1998) mencoba memprediksi return saham dengan komponen akrual diskresioner untuk mendapatkan koefisien negatif yang menunjukkan kinerja saham yang rendah tersebut mampu dijelaskan dengan manajemen laba. Hasilnya menunjukkan bahwa koefisien regresi hubungan antara akrual diskresioner dan return saham adalah negatif, sehingga ia menyimpulkan bahwa rendahnya kinerja saham mampu dijelaskan komponen akrual. Ali *et al.* (2000) menguji apakah komponen akrual mampu menjelaskan return saham perusahaan setahun setelah penerbitan laporan keuangan. Komponen akrual penelitian tersebut dihitung dengan pendekatan Dechow *et al.* (1995). Hasilnya menunjukkan komponen akrual berhubungan negatif dengan return saham. Subramanyam (1996) juga menemukan akrual diskresioner berhubungan dengan harga saham.

Syaiful (2002) meneliti hubungan manajemen laba dengan return saham perusahaan yang terdaftar di BEJ.

Penelitian dilakukan terhadap 44 perusahaan yang melakukan IPO pada 1991-1994. Hasilnya menunjukkan bahwa return saham pada periode satu tahun setelah IPO rendah. Tetapi penelitian ini tidak berhasil menemukan hubungan antara manajemen laba dan return saham. Ardiati (2003) meneliti hubungan manajemen laba terhadap return saham dengan menggunakan kualitas audit sebagai variabel pemoderasi. Sampel penelitian terdiri atas 78 perusahaan pada periode 1995-2000. Hasilnya menunjukkan bahwa manajemen laba berpengaruh positif terhadap return pada perusahaan yang diaudit KAP Big 5 dan berpengaruh negatif pada perusahaan yang diaudit KAP Non-Big 5. Widiastuty (2004) juga meneliti hubungan manajemen laba terhadap return saham dengan menggunakan *leverage* dan *unexpected earnings* sebagai variabel kontrol. Sampel penelitian terdiri atas 72 perusahaan pada periode 1999-2001. Hasilnya menunjukkan bahwa manajemen laba berhubungan positif terhadap return saham. Raharjono (2005) juga meneliti mengenai hubungan antara manajemen laba dengan return saham perusahaan yang terdaftar di BEJ. Penelitian dilakukan pada 33 perusahaan yang melakukan IPO pada 1995-2001. Hasilnya menunjukkan tidak terdapat hubungan antara manajemen laba periode satu tahun sebelum IPO dan return saham satu tahun setelah IPO.

Manajemen Laba, Kecerdasan Investor, dan Return Saham

Bartov *et al.* (2000a) menguji hubungan antara kecerdasan investor dengan pola return saham yang diobservasi setelah pengumuman laba kuartalan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kecerdasan investor berhubungan secara negatif dengan pola return abnormal yang diobservasi setelah pengumuman laba kuartalan. Hasil ini menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat kecerdasan investor, maka semakin rendah return abnormal setelah pengumuman laba kuartalan dan sebaliknya.

Bartov *et al.* (2000a) mendefinisikan investor yang cerdas sebagai investor yang mampu mengumpulkan dan memproses informasi publik, sedangkan investor yang tidak cerdas adalah investor yang hanya menggunakan informasi keuangan pers dan intuisi serta tidak melakukan analisis laporan keuangan dengan baik. Jogiyanto (2005) juga menyatakan bahwa investor yang cerdas mampu menganalisis informasi lebih lanjut untuk menentukan apakah informasi memberikan sinyal yang sah dan dapat dipercaya, sedangkan investor yang tidak cerdas akan menerima informasi tanpa menganalisis lebih lanjut.

Pada umumnya literatur menggunakan kepemilikan institusi sebagai proksi kecerdasan investor (Hand 1990; Utama dan Cready 1997; Walther 1997; El-Gazzar 1998; atau Bartov *et al.* 2000a). Alasan utama yang membuat kepemilikan institusi cocok dijadikan proksi kecerdasan investor karena investor institusi memiliki informasi privat yang lebih banyak dan memiliki tim analisis yang lebih canggih untuk menganalisis informasi daripada investor individu (Mayer 1988; Shiller dan Pound 1989; atau Yunker dan Krehbiel 1988). Alasan lain adalah karena investor institusi siap melakukan investasi pada sejumlah besar perusahaan (Bartov *et al.* 2000a).

Bartov *et al.* (2000a) juga menguji mengenai validitas kepemilikan institusi sebagai proksi kecerdasan investor. Hasilnya menunjukkan bahwa kepemilikan institusi merupakan proksi yang valid untuk kecerdasan investor. Rajgopal S., Mohan V., dan James Jiambalvo (1999) juga menemukan hasil yang sama. Penelitian ini juga menggunakan kepemilikan institusi sebagai proksi kecerdasan investor dan *cutoff* 40% atau lebih kepemilikan institusi menunjukkan investor cerdas. Sedangkan kepemilikan institusi di bawah 40% menunjukkan investor tidak cerdas (Balsam *et al.* 2002).

Bartov *et al.* (2000a), Rajgopal (1999), dan Walther (1997) menyatakan bahwa kecerdasan investor (*investor sophistication*) merupakan faktor penentu hubungan antara laba dan return. Balsam *et al.* (2002) menguji reaksi pasar (investor cerdas dan tidak cerdas) terhadap manajemen laba di sekitar pelaporan keuangan kuartalan (10-Q). Hasilnya menunjukkan bahwa para investor yang cerdas (*sophisticated investors*) mampu mendeteksi manajemen laba lebih cepat daripada para investor yang tidak cerdas (*unsophisticated investors*).

Rajgopal *et al.* (1999) menguji hubungan manajemen laba dengan kecerdasan investor menggunakan data periode 1989-1995. Hasilnya menunjukkan bahwa manajemen laba berhubungan negatif dengan kecerdasan investor. Hasil ini menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat kecerdasan investor, maka semakin rendah tingkat manajemen laba dan sebaliknya.

Berdasarkan landasan teori dan hasil-hasil penelitian yang dipaparkan sebelumnya, maka dapat disusun hipotesis kedua sebagai berikut:

H₂: Manajemen laba sebelum IPO berhubungan dengan return saham perusahaan yang terdaftar di BEJ untuk perusahaan dengan kepemilikan institusi 40% atau lebih.

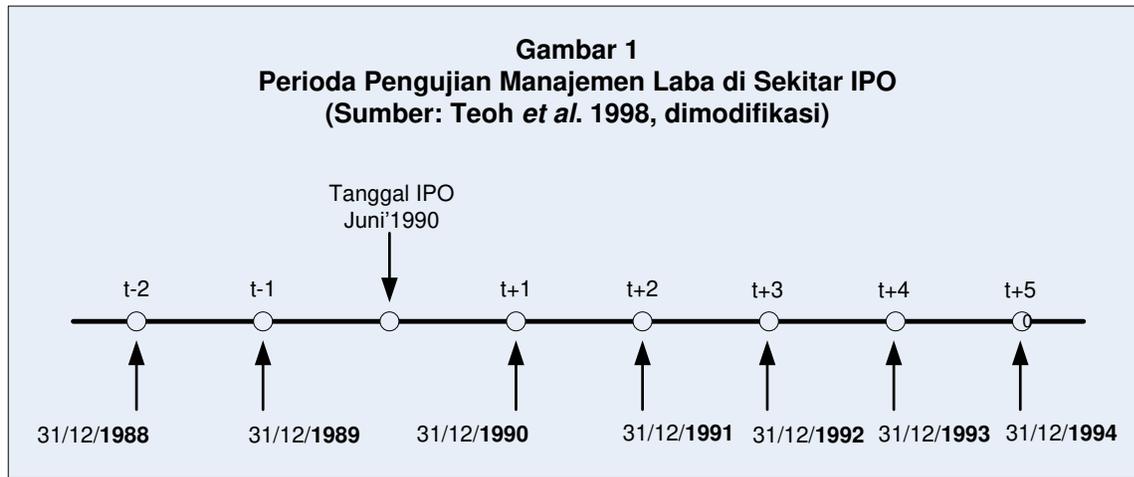
METODE RISET

Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data

Sampel penelitian diambil dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan melakukan IPO mulai 1990 sampai 2002. Teknik penyampelan menggunakan metoda *purposive*, dengan ketentuan sebagai berikut:

1. Perusahaan tidak dikelompokkan kedalam jenis industri jasa keuangan. Hal ini ditetapkan karena jenis industri keuangan sangat rentan terhadap regulasi dan memiliki perbedaan karakteristik akrual dibandingkan jenis industri lainnya.
2. Perusahaan tidak tergolong kedalam jenis industri perhotelan, travel, transportasi, dan *real estate*. Hal ini ditetapkan karena jenis industri tersebut memiliki karakteristik keuangan yang berbeda dengan jenis industri perdagangan dan industri pemanufakturan.
3. Perusahaan memiliki prospektus yang berisi laporan keuangan tiga tahun sebelum IPO, tidak termasuk laporan keuangan perioda dilakukannya IPO.
4. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan secara terus menerus minimal lima tahun setelah IPO.

Data yang dibutuhkan adalah laporan keuangan prospektus dan laporan keuangan lima tahun setelah IPO, misalkan perusahaan melakukan IPO pada 1990, maka keseluruhan laporan keuangan yang dibutuhkan adalah laporan keuangan 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, dan 1994 (lihat Gambar 1).



Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan adalah 75 perusahaan dengan kepemilikan institusi $\geq 40\%$ dan 63 perusahaan dengan kepemilikan institusi $\geq 60\%$. Rincian proses pemilihan sampel dalam penelitian ini disajikan melalui Tabel 1.

TABEL 1
PEMILIHAN SAMPEL PENELITIAN

KETERANGAN	JUMLAH PERUSAHAAN
INST ≥ 40%	
Perusahaan yang IPO pada 1992-2002 (sesuai kriteria 1-2)	137
Perusahaan dengan data tidak lengkap	
Tidak memiliki laporan keuangan tiga tahun sebelum IPO	(57)
Laporan keuangan tidak lengkap	(1)
Perusahaan dengan kepemilikan institusi < 40%	(4)
Jumlah Sampel	75
INST ≥ 60%	
Perusahaan yang IPO pada 1992-2002 (sesuai kriteria 1-2)	137
Perusahaan dengan data tidak lengkap	
Tidak memiliki laporan keuangan tiga tahun sebelum IPO	(57)
Laporan keuangan tidak lengkap	(1)
Perusahaan dengan kepemilikan institusi < 60%	(16)
Jumlah Sampel	63

Kemudian dibutuhkan juga data harga saham harian dan indeks harga saham gabungan untuk menghitung return perusahaan secara individu serta return pasar selama 7 hari setelah perusahaan masuk pasar sekunder. Data diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM), Basis Data Proyek Pengembangan Akuntansi (PPA) Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Definisi dan Pengukuran Variabel

Manajemen Laba

Manajemen laba adalah intervensi manajemen terhadap proses pelaporan keuangan eksternal dengan maksud tertentu dan sengaja untuk memperoleh keuntungan pribadi (Schipper, 1989). Manajemen laba dideteksi menggunakan pendekatan *Instrumental Variable* (IV). Formula pendekatan IV adalah sebagai berikut:

$$AB_{i,t} = \phi_0 + \phi_1 \delta_{1,i} REV_{i,t} + \phi_2 \delta_{2,i} EXP_{i,t} + \phi_3 \delta_{3,i} GPPE_{i,t} + \beta PART_{i,t} + v_{i,t} \quad (1)$$

AB : accrual balance : $AR_{i,t} + INV_{i,t} + OCA_{i,t} - CL_{i,t} - DEP_{i,t}$

AR : piutang usaha

INV : sediaan

OCA : aktiva lancar selain kas, piutang usaha, dan sediaan

CL : utang lancar selain pajak

DEP : depresiasi dan amortisasi

REV : penjualan neto

EXP : biaya operasi (kos barang terjual, biaya penjualan dan administrasi sebelum depresiasi)

$GPPE$: aktiva tetap bruto

v : akrual diskresioner

$$\delta_{1,i} = \frac{AR_{i,t-1}}{REV_{i,t-1}}$$

$$\delta_{2,i} = \frac{INV_{i,t-1} + OCA_{i,t-1} - CL_{i,t-1}}{EXP_{i,t-1}}$$

$$\delta_{3,i} = \frac{DEP_{i,t-1}}{GPPE_{i,t-1}}$$

Penelitian ini menggunakan pendekatan *Instrumental Variable* (IV) karena mampu mendeteksi manajemen laba lebih baik (*more powerful*) daripada Model Jones (Kang dan Sivaramakrishnan 1995). Kang dan Sivaramakrishnan (1995) menyatakan bahwa pendekatan IV mengurangi masalah variabel-variabel yang hilang (*omitted variables problem*) dan bias-bias yang terkait, dengan memunculkan *regressors* selain penjualan, yaitu kos barang terjual (*cost of good sold*) dan biaya operasi lainnya.

Return Saham

Reaksi pasar diproksi dengan menggunakan *Cumulative Abnormal Return* (CAR). CAR dihitung dengan pendekatan *Market Adjusted Model*. Formula CAR adalah sebagai berikut:

$$CAR_{it} = \sum ((1 + R_{it} / 1 + R_{mt}) - 1) \quad (2)$$

CAR_{it} : *Cumulative Abnormal Return* perusahaan ke i perioda t

R_{it} : return saham perusahaan i perioda t

R_{mt} : return pasar perioda t

Kecerdasan Investor

Investor yang cerdas sebagai investor yang mampu mengumpulkan, memproses informasi publik dan mengambil keputusan yang sah, sedangkan investor yang tidak cerdas adalah investor yang hanya menggunakan informasi keuangan pers dan intuisi serta tidak melakukan analisis laporan keuangan dengan baik (Bartov et al., 2000a dan Jogiyanto, 2005). Penelitian ini menggunakan kepemilikan institusi sebagai proksi kecerdasan investor dan *cutoff* 40% atau lebih kepemilikan institusi menunjukkan investor cerdas.

Sedangkan kepemilikan institusi di bawah 40% menunjukkan investor tidak cerdas (Balsam *et al.* 2002).

Alasan utama yang membuat kepemilikan institusi cocok dijadikan proksi kecerdasan investor karena investor institusi memiliki informasi privat yang lebih banyak dan memiliki tim analis yang lebih canggih untuk menganalisis informasi daripada investor individu (Mayer 1988; Shiller dan Pound 1989; atau Yunker dan Krehbiel 1988).

Alasan lain adalah karena investor institusi siap melakukan investasi pada sejumlah besar perusahaan (Bartov *et al.* 2000a). Kemudian hubungan manajemen laba, return saham, dan kecerdasan investor dibuktikan dengan koefisien persamaan sebagai berikut:

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 DA_i + \beta_2 INST_i + \beta_3 DA_i * INST_i + e_i \quad (3)$$

$INST_i$: kepemilikan institusi perusahaan i adalah 40% atau lebih.

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif untuk variabel-variabel dalam model penelitian. Sampel dalam penelitian ini adalah 75 perusahaan dengan kepemilikan institusi $\geq 40\%$ dan 63 perusahaan untuk perusahaan dengan kepemilikan institusi $\geq 60\%$.

Tabel 2
Statistik Deskriptif Variabel-Variabel Model Penelitian

STATISTIK DESKRIPTIF	JUMLAH SAMPEL	MINIMUM	MAKSIMUM	MEAN	DEVIASI STANDAR
INST\geq40%	75	0.40000	0.90030	0.69812	0.11195
CAR	75	-0.30868	1.05057	0.01195	0.16815
DA					
DA _{t-2}	75	-0.61549	8.16337	0.28846	0.93548
DA _{t-1}	75	-3.61301	3.53322	0.54478	0.81158
DA _{t+1}	75	-3.02331	5.78366	0.46904	0.85819
DA _{t+2}	75	-8.34741	0.46275	0.23157	0.95137
DA _{t+3}	75	-4.06361	2.41856	0.48688	0.84806
DA _{t+4}	75	-8.28749	0.63973	0.24779	0.94722
DA _{t+5}	75	-3.90118	3.68327	0.57500	0.79017

STATISTIK DESKRIPTIF	JUMLAH SAMPEL	MINIMUM	MAKSIMUM	MEAN	DEVIASI STANDAR
INST\geq60%	63	0.60530	0.90030	0.73336	0.08007
CAR	63	-0.30868	1.05057	0.01881	0.17034
DA					
DA _{t-2}	63	-0.59164	7.43767	0.30682	0.92518
DA _{t-1}	63	-3.61338	3.36509	0.59101	0.77246
DA _{t+1}	63	-2.74531	5.27804	0.50171	0.83417
DA _{t+2}	63	-7.60187	0.43994	0.24756	0.94305
DA _{t+3}	63	-3.63417	3.19136	0.52681	0.81830
DA _{t+4}	63	-7.51196	0.62696	0.26506	0.93820
DA _{t+5}	63	-3.55246	3.48693	0.59803	0.76695

Tabel 2 menunjukkan bahwa kepemilikan institusi sampel yang diobservasi sangat tinggi. Kepemilikan institusi yang sama atau lebih dari 40% memiliki nilai rata-rata sebesar 69,81%.

Kepemilikan institusi terendah adalah 40%, sedangkan nilai tertinggi adalah 90% dengan deviasi standar sebesar 11,19%. Sedangkan Kepemilikan institusi yang sama atau lebih dari 60% memiliki nilai rata-rata sebesar 73,35%. Kepemilikan institusi terendah adalah 60,53%, sedangkan nilai tertinggi adalah 90,03% dengan deviasi standar sebesar 8%.

Perusahaan memiliki rata-rata nilai *cumulative abnormal return* (akumulasi return abnormal selama tujuh hari setelah perusahaan terdaftar di BEJ) sebesar 0,1195 dengan nilai deviasi standar sebesar 0,16815. Nilai *cumulative abnormal return* rendah karena secara statistik sama dengan nol. Kemudian nilai akrual diskresioner yang digunakan adalah nilai absolut karena nilai minus (-) dan plus (+) hanya menunjukkan motivasi manajemen laba.

Pengukuran Manajemen Laba

Manajemen laba terjadi apabila nilai akrual diskresioner (DA) > 0. Pengujian nilai DA > 0 dilakukan dengan menggunakan pendekatan statistik parametrik, yaitu *one sample t-test*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan melakukan manajemen laba pada perioda sebelum (t-2 dan t-1) dan sesudah IPO (t+1, t+2, t+3, t+4, t+5). Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai akrual diskresioner sebelum dan sesudah IPO dengan kepemilikan institusi $\geq 40\%$ dan $\geq 60\%$ lebih besar dari nol dan secara statistik signifikan pada tingkat kepercayaan lima persen.

Tabel 3 juga menunjukkan hasil analisis *pooled data* yang melakukan analisis terhadap data DA dua tahun sebelum IPO dan lima tahun setelah IPO secara bersamaan.

Hasil analisis juga menunjukkan bahwa nilai akrual diskresioner sebelum dan sesudah IPO dengan kepemilikan institusi $\geq 40\%$ dan $\geq 60\%$ masih lebih besar dari nol dan secara statistik signifikan pada tingkat kepercayaan satu persen. Jadi perusahaan melakukan manajemen laba perioda sebelum dan sesudah IPO.

Tabel 3
Akrual Diskresioner di sekitar IPO

	MINIMUM	MAKSIMUM	MEAN	DEVIASI STANDAR	t- STATISTIK
INST\geq40%					
DA _{t-2} (n=75)	-0.61549	8.16337	0.28846	0.93548	2.67043*
DA _{t-1} (n=75)	-3.61301	3.53322	0.54478	0.81158	5.81326*
DA _{t+1} (n=75)	-3.02331	5.78366	0.46904	0.85819	4.73322*
DA _{t+2} (n=75)	-8.34741	0.46275	0.23157	0.95137	2.10792**
DA _{t+3} (n=75)	-4.06361	2.41856	0.48688	0.84806	4.97191*
DA _{t+4} (n=75)	-8.28749	0.63973	0.24779	0.94722	2.26545**
DA _{t+5} (n=75)	-3.90118	3.68327	0.57500	0.79017	6.30202*
SBL (n=150)	-3.61301	8.16337	0.41662	0.88220	5.78385*
SSD (n=375)	-8.34741	5.78366	0.40205	0.88720	8.77567*
INST\geq60%					
DA _{t-2} (n=63)	-0.59164	7.43767	0.30682	0.92518	2.63225*
DA _{t-1} (n=63)	-3.61338	3.36509	0.59101	0.77246	6.07279*
DA _{t+1} (n=63)	-2.74531	5.27804	0.50171	0.83417	4.77378*
DA _{t+2} (n=63)	-7.60187	0.43994	0.24756	0.94305	2.08364**
DA _{t+3} (n=63)	-3.63417	3.19136	0.52681	0.81830	5.10985*
DA _{t+4} (n=63)	-7.51196	0.62696	0.26506	0.93820	2.24240**
DA _{t+5} (n=63)	-3.55246	3.48693	0.59803	0.76695	6.18903*
SBL (n=126)	-3.61338	7.43767	0.44891	0.86073	5.85434*
SSD (n=315)	-7.60187	5.27804	0.42783	0.86941	8.73383*

Keterangan: *signifikan pada level 1%

**signifikan pada level 5%

Hasil penelitian ini juga menyatakan mengenai motivasi perusahaan melakukan manajemen laba yang disajikan pada Tabel 4. Motivasi perusahaan melakukan manajemen laba perioda t-2 dengan kepemilikan institusi $\geq 40\%$ adalah menurunkan laba (*income decreasing*). Hal ini ditunjukkan melalui 86,67% sampel yang mempunyai DA negatif. Kemudian perioda t-1 perusahaan melakukan manajemen laba dengan motivasi menaikkan laba (*income increasing*) dengan 52% sampel mempunyai DA positif. Motivasi perusahaan melakukan manajemen laba perioda setelah IPO (t+1, t+2, t+3, t+4, t+5) relatif sama, yaitu menaikkan laba. Hal ini dapat dilihat pada Tabel 4 yang menunjukkan bahwa lebih dari 50% sampel mempunyai DA positif (66,67%, 96%, 64%, 90%, 69,34%). Secara umum, hasil analisis *pooled data* juga menunjukkan bahwa perusahaan menurunkan laba perioda sebelum IPO dan menaikkan laba perioda setelah IPO.

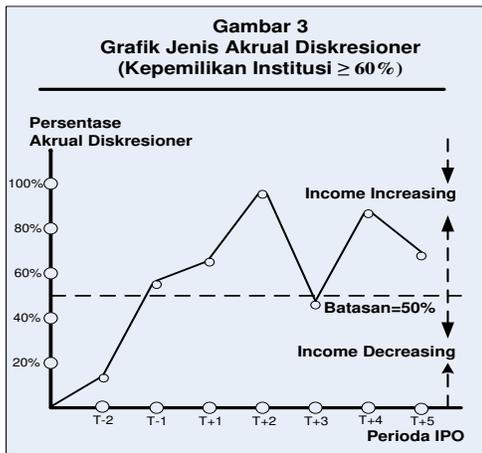
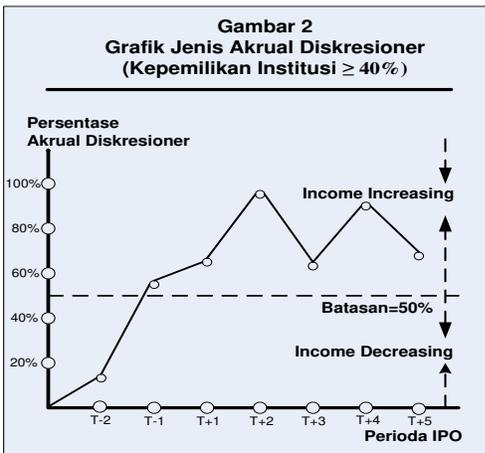
Kemudian motivasi perusahaan melakukan manajemen laba perioda t-2 dengan kepemilikan institusi $\geq 60\%$ adalah menurunkan laba. Hal ini ditunjukkan melalui 87,30% sampel yang mempunyai DA negatif. Sedangkan perioda t-1 perusahaan melakukan manajemen laba dengan motivasi menaikkan laba dengan 52,38% sampel mempunyai DA positif. Kemudian motivasi perusahaan melakukan manajemen laba perioda setelah IPO (t+1, t+2, t+4, t+5) relatif sama, yaitu menaikkan laba, sedangkan perioda t+3 perusahaan melakukan manajemen laba dengan menurunkan laba. Berdasarkan hasil analisis yang telah dipaparkan sebelumnya, maka hipotesis alternatif pertama yang menyatakan bahwa perusahaan yang terdaftar di BEJ melakukan manajemen laba di sekitar IPO dapat didukung.

Tabel 4
Jenis Akruai Diskresioner

	% POSITIF	% NEGATIF	KETERANGAN
INST\geq40%			
DA _{t-2} (n=75)	13,33%	86,67%	<i>Income decreasing</i>
DA _{t-1} (n=75)	52,00%	48,00%	<i>Income increasing</i>
DA _{t+1} (n=75)	66,67%	33,33%	<i>Income increasing</i>
DA _{t+2} (n=75)	96,00%	4,00%	<i>Income increasing</i>
DA _{t+3} (n=75)	64,00%	36,00%	<i>Income increasing</i>
DA _{t+4} (n=75)	90,67%	9,33%	<i>Income increasing</i>
DA _{t+5} (n=75)	69,34%	30,66%	<i>Income increasing</i>
SBL (n=150)	32,00%	68,00%	<i>Income decreasing</i>
SSD (n=375)	77,33%	22,67%	<i>Income increasing</i>
INST\geq60%			
DA _{t-2} (n=63)	12,70%	87,30%	<i>Income decreasing</i>
DA _{t-1} (n=63)	52,38%	47,62%	<i>Income increasing</i>
DA _{t+1} (n=63)	65,08%	34,92%	<i>Income increasing</i>
DA _{t+2} (n=63)	96,83%	3,17%	<i>Income increasing</i>
DA _{t+3} (n=63)	49,21%	50,79%	<i>Income decreasing</i>
DA _{t+4} (n=63)	88,89%	11,11%	<i>Income increasing</i>
DA _{t+5} (n=63)	66,67%	33,33%	<i>Income increasing</i>
SBL (n=126)	31,75%	68,25%	<i>Income decreasing</i>
SSD (n=315)	80,95%	19,05%	<i>Income increasing</i>

Perusahaan melakukan manajemen laba dengan menurunkan nilai laba untuk perioda t-2, sedangkan untuk perioda t-1 dengan menaikkan nilai laba. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan melakukan *mean reversing* perioda t-2 supaya perusahaan dapat melakukan manajemen laba dengan menaikkan nilai laba perioda t-1. Peneliti menduga bahwa perusahaan melakukan hal ini untuk meminimalkan kecurigaan investor terhadap manajemen laba yang akan dilakukan.

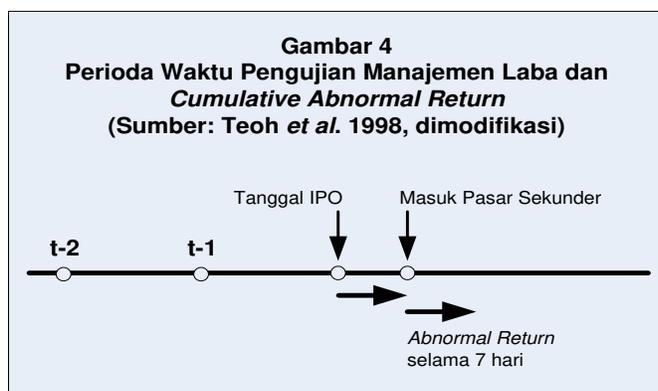
Perusahaan masih melakukan manajemen laba setelah IPO (t+1 sampai t+5) dengan motivasi menaikkan nilai laba. Hal ini terjadi kemungkinan karena kinerja perusahaan yang baik setelah IPO sehingga perusahaan tidak melakukan manajemen laba dengan menurunkan nilai laba. Tetapi perusahaan melakukan manajemen laba dengan menurunkan nilai laba perioda t+3 untuk kepemilikan institusi $\geq 60\%$. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan lebih berhati-hati dalam melakukan manajemen laba ketika menghadapi investor yang lebih cerdas (kepemilikan institusi $\geq 60\%$).



Pengujian Hipotesis

Gambaran umum pengujian hubungan antara manajemen laba perioda sebelum IPO (t-2 dan t-1) dengan *Cumulative Abnormal Return* selama tujuh hari setelah perusahaan terdaftar di BEJ ditunjukkan melalui Gambar 4. Kemudian Tabel 5 menunjukkan hasil pengujian hubungan antara manajemen laba dan return saham untuk perusahaan dengan kepemilikan institusi $\geq 40\%$.

Hubungan antara manajemen laba perioda $t-2$ dengan return saham untuk perusahaan dengan kepemilikan institusi $\geq 40\%$ secara statistik signifikan pada tingkat kepercayaan 1%. Hal ini ditunjukkan melalui nilai t (3,831 dan -3,171) dan signifikansi (0,000 dan 0,002). Kemudian nilai *Adjusted R*² sebesar 52,60% menunjukkan bahwa variabel *Cumulative Abnormal Return* dapat dijelaskan oleh variabel akrual diskresioner sebesar 52,60% dan sisanya dijelaskan oleh variabel lain, sehingga dapat disimpulkan model ini cukup baik.



Koefisien hubungan manajemen laba dengan return saham yang mempertimbangkan faktor kecerdasan investor bernilai negatif (-0,899). Hal ini menunjukkan bahwa manajemen laba yang tinggi menyebabkan return saham rendah ketika mempertimbangkan faktor kecerdasan investor. Hasil ini konsisten dengan penelitian Balsam *et al.* (2002) yang menyatakan bahwa manajemen laba berhubungan dengan return saham untuk investor yang cerdas (kepemilikan institusi $\geq 40\%$).

Hubungan manajemen laba perioda $t-1$ dengan return saham untuk perusahaan dengan kepemilikan institusi $\geq 40\%$ secara statistik tidak signifikan.

Hal ini terjadi kemungkinan karena tingkat manajemen laba perioda t-2 lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat manajemen laba perioda t-1 (lihat nilai akrual diskresioner masing-masing perioda) sehingga investor memberikan reaksi terhadap manajemen laba perioda t-2 dan tidak memberikan reaksi untuk manajemen laba perioda t-1. Kemungkinan lain adalah investor tidak mampu mendeteksi manajemen laba perioda t-1.

Berdasarkan hasil analisis yang telah dipaparkan sebelumnya, maka hipotesis alternatif kedua yang menyatakan bahwa manajemen laba sebelum IPO (perioda t-2) berhubungan dengan return saham perusahaan yang terdaftar di BEJ untuk perusahaan dengan kepemilikan institusi $\geq 40\%$ dapat didukung, tetapi tidak untuk manajemen laba perioda t-1.

Tabel 5
Hasil Regresi Manajemen Laba, Kecerdasan Investor, dan Return Saham

VARIABEL INDEPENDEN	t-2			t-1		
	B	t	Sig.	B	T	Sig.
INST\geq40%						
Akrual Diskresioner (DA)	0.681	3.831	0.000	0.053	0.432	0.667
Kepemilikan Institusi (INST)	-0.030	-0.251	0.802	0.026	0.142	0.888
Moderasi (DA*INST)	-0.899	-3.171	0.002	-0.106	-0.679	0.499
Variabel Dependen:	<i>Cumulative Abnormal Return</i>			<i>Cumulative Abnormal Return</i>		
R²:	0.546			0.033		
Adjusted R²:	0.526			-0.008		
F:	28.408			0.807		
Sig. F:	0.000			0.494		

Pengujian Sensitivitas

Pengujian sensitivitas dilakukan untuk menguji hubungan manajemen laba dan return saham untuk perusahaan dengan *cut-off* kepemilikan institusi yang berbeda.

Kepemilikan institusi $\geq 30\%$ dan $\geq 60\%$ sebagai proksi investor yang cerdas akan dilakukan dalam pengujian (Balsam *et al.* 2002). Hal ini dilakukan untuk melihat *cut-off* yang paling tepat untuk kondisi Indonesia.

Pengujian sensitivitas yang disajikan adalah pengujian untuk *cut off* 60%. Tabel 6 menunjukkan bahwa hubungan antara manajemen laba perioda t-2 dengan return saham untuk perusahaan dengan kepemilikan institusi $\geq 60\%$ secara statistik signifikan pada tingkat kepercayaan 1%. Hal ini ditunjukkan melalui nilai t (3,492 dan -2,849) dan signifikansi (0,001 dan 0,006). Nilai *Adjusted R²* untuk model dengan kepemilikan institusi $\geq 60\%$ lebih besar daripada model dengan *cut off* 40%, jadi kepemilikan institusi $\geq 60\%$ merupakan proksi kecerdasan investor yang lebih tepat untuk kondisi Indonesia.

Koefisien hubungan manajemen laba dengan return saham yang mempertimbangkan faktor kecerdasan investor bernilai negatif (-0,881). Hal ini menunjukkan bahwa manajemen laba yang tinggi menyebabkan return saham rendah ketika mempertimbangkan faktor kecerdasan investor. Hasil ini konsisten dengan hasil untuk kepemilikan institusi $\geq 40\%$.

Tabel 6
Hasil Regresi Manajemen Laba,
Kecerdasan Investor, dan Return Saham

VARIABEL INDEPENDEN	t-2		
	B	t	Sig.
INST≥60%			
AkruaI Diskresioner (DA)	0.679	3.492	0.001
Kepemilikan Institusi (INST)	-0.147	-0.832	0.409
Moderasi (DA*INST)	-0.881	-2.849	0.006
Variabel Dependen: <i>Cumulative Abnormal Return</i>			
R²:	0.610		
Adjusted R²:	0.590		
F:	30.711		
Sig. F:	0.000		

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Penelitian ini bertujuan untuk mendeteksi manajemen laba di sekitar IPO yang sebelumnya telah dibuktikan oleh Friedlan (1994), Jain dan Kini (1994), Teoh *et al.* (1998a), Rangan (1998), Shivakumar (2000), Imam Sutanto (2000), Gumanti (2001), Syaiful (2002), dan Raharjono (2005). Penelitian ini juga bertujuan untuk menguji hubungan antara manajemen laba sebelum IPO dan return saham perusahaan yang terdaftar di BEJ dengan kecerdasan investor sebagai variabel pemoderasi.

Peneliti berhasil menemukan manajemen laba di sekitar IPO, yaitu perioda dua tahun sebelum IPO dan lima tahun setelah IPO. Perusahaan melakukan manajemen laba dengan menurunkan nilai laba perioda t-2 (*mean reversing*), kemudian manajemen laba dilakukan dengan menaikkan nilai laba pada perioda t-1. Perusahaan juga melakukan manajemen laba dengan menaikkan nilai laba perioda lima tahun setelah IPO.

Peneliti juga menemukan bahwa manajemen laba perioda $t-2$ sebelum IPO berhubungan dengan return saham dengan menggunakan kecerdasan investor sebagai variabel pemoderasi. Koefisien hubungan manajemen laba dengan return saham yang mempertimbangkan faktor kecerdasan investor bernilai negatif. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen laba yang tinggi menyebabkan nilai harga saham rendah ketika mempertimbangkan faktor kecerdasan investor. Hasil ini konsisten dengan penelitian Balsam *et al.* (2002) yang menyatakan bahwa manajemen laba berhubungan dengan return saham untuk investor yang cerdas (kepemilikan institusi $\geq 40\%$).

Kemudian model regresi untuk kepemilikan institusi $\geq 60\%$ menunjukkan hasil yang lebih baik dibandingkan perusahaan dengan kepemilikan institusi $\geq 40\%$. Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi $\geq 60\%$ merupakan proksi kecerdasan investor yang lebih tepat untuk kondisi pasar modal Indonesia.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang terkait, yaitu tidak menguji hubungan manajemen laba dan return saham perioda setelah IPO. Penelitian ini juga tidak menggunakan model lain untuk mendeteksi manajemen laba supaya dapat memberikan hasil perbandingan. Penelitian mendatang diharapkan dapat menyelesaikan keterbatasan ini.

DAFTAR REFERENSI

- Ali, Ashiq; Lee Seok Hwang; dan Mark A. Trombley. 2000. Accruals and Future Stock Returns: Tests of The Naive Investor Hypothesis. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*.
- Ardiati, Aloysia Yanti. 2005. Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Return Saham pada Perusahaan yang Diaudit oleh KAP Big 5 dan KAP Non Big 5. *Jurnal Riset Indonesia*, 8 (3) 235-249.
- Balsam, Steven; Eli Bartov; dan Marquardt Carol. 2002. Accruals Management, Investors Sophistication, and Equity Valuation: Evidence from 10-Q Filings. *Journal of Accounting Research* 40 (4).
- Bartov, Eli; Suresh Radhakrishnan; dan Itzhak Krinsky. 2000. Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements. *The Accounting Review* 75 (1): 43-63.
- Bernard, Victor L., dan Skinner Douglas J.. 1996. What Motivates Managers Choice of Discretionary Accruals?. *Journal of Financial Economics* 22: 313-323.
- Brav, A.; C. Gecy; dan Paul A. Gompers. 2000. Is The Abnormal Return Following Equity Issuances Anomalous?. *Journal of Financial Economics* 56 (2): 209-249.
- Brav, A. dan Paul A. Gompers. 1997. Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies. *Journal of Finance* LII (5).
- Dalton, John M. 1993. *How The Stock Market Works*, 2nd ed., The New York Institute of Finance.
- Dechow, Patricia M.; Sloan Richard G.; dan Sweeney Amy P. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70: 193-225.
- Francis, Jack Clark. 1993. *Management of Investment*, 3rd ed., McGraw-Hill International.
- Freidlan J. M. 1994. Accounting Choice of Issuers of Initial Public Offerings. *Contemporary Accounting Research* 11 (1): 1-31.
- Gujarati, Demodar N. 1995. *Basic Econometrics*, 3rd ed., New York:McGraw-Hill Publishing, Inc.
- Gumanti, Tatang Ari. 2001. Earnings Management dalam Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Indonesia*, 4 (2) 165-183.
- Hartono M., Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE, Yogyakarta, Edisi Kedua.

Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol. 12 No. 1 Januari 2009

- Hartono M., Jogiyanto. 2005. *Pasar Efisien Secara Keputusan*. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Healy, Paul M., dan Wahlen James M. 1999. A Review of The Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons* 13 (4).
- Imam Sutanto, Intan. 2000. Indikasi Manajemen Laba (Earnings Management) Menjelang IPO oleh Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Thesis S2 Akuntansi, UGM*.
- Jain, Bharat A., dan Kini. 1994. The Post-Issue Operating Performance of Initial Public Operating Firms. *Journal of Finance* XLIX (5): 1699- 1726.
- Jones, Charles P. 2000. *Investment: Analysis and Management*, 7th ed., John Wiley & Sons.
- Jones, Jenifer J. 1991. Earnings Management During Import Relief Investigation. *Journal of Accounting Research* 29: 193-228.
- Kamc, Sok Hyun, dan Sivaramakrishnan K. 1995. Issues in Testing Earnings Management and An Instrumental Variable Approach. *Journal of Accounting Research* 33 (2): 353-367.
- Loughran, Tim, dan Ritter Jay R. 1997. The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. *Journal of Finance* (5): 1833-1850.
- McNichols, Maureen F. 2000. Research Design Issues in Earnings Management Studies. *Journal of Accounting and Public Policy*: 313-345.
- Munter, Paul. 1999. SEC Sharply Criticized: Earnings Management Accounting. *The Journal of Corporate Accounting and Finance* (Winter): 31-38.
- Raharjono, Dominikus Agus Budi. 2005. Hubungan Manajemen Laba Menjelang IPO dengan Nilai Awal Perusahaan dan Retur Saham Setelah IPO. *Thesis S2 Akuntansi, UGM*.
- Rajgopal, Shivaram; Mohan Venkatachalam; dan James Jiambalvo. 1999. Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and The Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings?. Working Paper.
- Rangan, Srinivasan. 1998. Earnings Management and The Performance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics* 50: 100-122.
- Ritter, Jay R. 1991. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance* XLVI (1): 3-27.

- Saiful. 2002. Analisis Hubungan Antara Manajemen Laba (Earnings Management) Dengan Kinerja Operasi dan Return Saham di Sekitar IPO . *Thesis S2 Akuntansi, UGM.*
- Scott, William R. 2000. *Financial Accounting Theory*, 2nd ed., Canada: Practice Hall.
- Sivakumar, Lakshmanan. 2000. Do Firms Mislead Investors by Overstating Earnings Before Seasoned Equity Offerings?. *Journal of Accounting Economics* 29 (3): 339-371.
- Sjahrir. 1995. *Analisis Bursa Efek*. PT Gramedia Pustaka, Jakarta.
- Subramanyam, K. 1996. The Pricing of Discretionary Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 22: 249-281.
- Teoh, Siew Hong; Ivo Welch; dan T. J. Wong. 1998a. Earnings Management and Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance* LIII (6): 1935-1974.
- Teoh, Siew Hong; Ivo Welch; dan T. J. Wong. 1998b. Earnings Management and The Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics* 50: 63-99.
- Watts, R. L. dan Zimmerman, J. L. 1986. *Positive Accounting Theory*, New York: Practice Hall.
- Weston, J. Fred dan Brigham Eugene F. 1993. *Essentials of Managerial Finance*, 10th ed., New York: The Dryden Press.
- Widiastuty, Erna. 2004. Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Return Saham. *Thesis S2 Akuntansi, UGM.*
- Xiong, Yan. 2006. Earnings Management and Its Measurement: A Theoretical Perspective. *Journal of American Academy of Business* 9 (1): 214.