

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

**The Association of Earnings Management after IPO and Stock Returns with
Investors Sophistication as Moderating Variable**

Joni

Abstract

The major purpose of this study is to investigate the association between earnings management after IPO and stock returns with investors sophistication as a moderating variable. Institutional ownership is used to proxy investors sophistication.

The JSX (Jakarta Stock Exchange) listed companies and issuers of IPO from 1990 to 2002 period is used as samples. The companies which institutional ownership $\geq 40\%$ consist of 75 IPOs. Earnings management was detected with Instrumental Variable Approach (Kang and Sivaramakrishnan, 1995).

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 documents there is no association between earnings management and stock returns with investors sophistication as moderating variable.

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

LATAR BELAKANG

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 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. Teoh *et al.* (1998b) juga menemukan bahwa manajemen melakukan penyesuaian akrual dalam rangka menaikkan laba menjelang SEO (*seasoned equity offering*). Rangan (1998) juga menemukan hasil yang sama.

Imam Sutanto (2000), Gumanti (2001), Syaiful (2002), dan Raharjo (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 Raharjo (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 manajemen laba juga dilakukan setelah IPO dan SEO. Friedlan (1994) menemukan bukti bahwa perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat menaikkan laba akuntansi pada perioda 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) melakukan studi di BEJ dan menemukan adanya manajemen laba pada 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. Syaiful (2002) juga melakukan studi ini dengan menggunakan sampel BEJ dan menemukan bahwa return 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 dengan menggunakan *leverage* dan *unexpected earnings* sebagai variabel kontrol. Sedangkan Raharjo (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.

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.

Berdasarkan uraian fenomena dan bukti empiris sebelumnya, maka penelitian ini memiliki beberapa tujuan yang secara umum saling terkait. Pertama, mendeteksi manajemen laba setelah IPO menggunakan model yang dikembangkan Kang dan Sivaramakrishnan (1995). Kedua, menguji hubungan antara manajemen laba setelah IPO dan return saham perusahaan di BEJ dengan kecerdasan investor sebagai variabel pemoderasi.

Tulisan ini memiliki beberapa tujuan yang secara umum saling terkait. Pertama, mendeteksi manajemen laba di sekitar IPO dengan menggunakan model yang dikembangkan Kang dan Sivaramakrishnan (1995). Kedua, menunjukkan hubungan antara manajemen laba setelah IPO dan return saham perusahaan yang terdaftar di BEJ dengan kecerdasan investor sebagai variabel pemoderasi. Hasil penelitian yang diharapkan adalah hubungan negatif antara manajemen laba setelah IPO dan return saham ketika dimoderasi kecerdasan investor. Hasil temuan tidak konsisten dengan harapan, hal ini terjadi dikarenakan pasar tidak lagi memberikan reaksi terhadap manajemen laba setelah IPO akibat manajemen laba sebelum IPO.

TELAAH 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 menaikkan laba akuntansi 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 perioda 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 perioda 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 perioda dua tahun setelah IPO.

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

H₁ : 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 mengambil keputusan investasi 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 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).

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*).

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 PENELITIAN

Sampel dan 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 peneliti 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 1990, 1991, 1992, 1993, dan 1994.

Kemudian dibutuhkan juga data harga saham harian dan indeks harga saham gabungan untuk menghitung return perusahaan secara individu serta return pasar selama lima tahun setelah IPO. 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).

Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan adalah 75 perusahaan dengan kepemilikan institusi $\geq 40\%$. Rincian proses pemilihan sampel dalam penelitian ini disajikan melalui Tabel 3.1.

Tabel 3.1
Pemilihan Sampel Penelitian

KETERANGAN	JUMLAH PERUSAHAAN
INST $\geq 40\%$	
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

Pengukuran Variabel Penelitian

Manajemen Laba

Peneliti menggunakan pendekatan *Instrumental Variable* (IV) untuk mendeteksi manajemen laba. Formula pendekatan IV adalah sebagai berikut:

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

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

ν : akrual diskresioner

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

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

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

Return Saham

Hubungan manajemen laba dan return saham dibuktikan dengan koefisien persamaan sebagai berikut:

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 DA_i + e_i \quad (2)$$

CAR_i : *Cumulative Abnormal Return* untuk perusahaan i periode pengujian

DA_i : akrual diskresioner perusahaan i sebelum IPO

CAR dihitung dengan pendekatan *Market Adjusted Model*. Formula *CAR* adalah sebagai berikut:

$$CAR_{it} = \sum((1 + R_{it}/1 + R_{mt}) - 1) \quad (3)$$

CAR_{it} : *cumulative abnormal return* perusahaan ke i periode t

R_{it} : return saham perusahaan i periode t

R_{mt} : return pasar periode t

Return perusahaan i perioda t dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$R_{it} = (P_{it} / P_{it-1}) - 1 \quad (4)$$

P_{it} : harga saham perusahaan i perioda t

P_{it-1} : harga saham perusahaan i perioda t-1

Return pasar dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$R_{mt} = (IHSG_t / IHSG_{t-1}) - 1 \quad (5)$$

IHSG: indeks harga saham gabungan perioda t

$IHSG_{t-1}$: indeks harga saham gabungan perioda t-1

Kecerdasan Investor

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). Kemudian hubungan manajemen laba, return saham, dan kecerdasan investor dibuktikan dengan koefisien persamaan sebagai berikut:

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 DA_i + \beta_2 INST_i + \beta_3 DA_i * INST_i + e_i \quad (6)$$

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

Perumusan Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian Heteroskedastisitas

Pengujian ini untuk melihat ketidaksamaan penyimpangan (*variance*) residual satu pengamatan ke pengamatan lain pada model regresi. Apabila penyimpangan residual satu pengamatan terhadap pengamatan lain berbeda, maka model regresi dikatakan heteroskedastisitas. Deteksi heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan uji Glejser. Pengujian dilakukan dengan meregresikan nilai absolut residual terhadap variabel independen. Apabila variabel independen signifikan secara statistik dalam mempengaruhi variabel dependen, maka terdapat indikasi terjadi heteroskedastisitas.

Pengujian Autokorelasi

Pengujian ini untuk melihat korelasi antara kesalahan pengganggu perioda t dengan kesalahan pengganggu perioda t-1 (sebelumnya) pada model regresi. Apabila terdapat korelasi, maka terdapat masalah autokorelasi. Deteksi autokorelasi dapat dilakukan dengan uji Durbin Watson (*DW test*), yaitu membandingkan nilai DW statistik dengan DW tabel. Autokorelasi terjadi apabila nilai DW statistik berada antara d_u dan $4 - d_u$.

Pengujian Multikolinearitas

Pengujian ini untuk melihat korelasi antara variabel independen pada model regresi. Model regresi yang baik seharusnya tidak terdapat korelasi di antara variabel independen. Hartmann dan Moers (1999) dalam Jogiyanto (2004) memberikan argumen bahwa multikolinearitas dalam model regresi yang menguji efek moderasi tidak terjadi karena koefisien dari interaksi (DA*INST) tidak sensitif terhadap perubahan dari titik awal skala (misalnya ditransformasikan untuk ditengahkan berdasarkan nilai rata-ratanya) dari DA dan INST, sehingga multikolinearitas tidak menjadi masalah ketika menerapkan model regresi moderasian. Berdasarkan argumen ini peneliti tidak melakukan pengujian multikolinearitas.

Perumusan Pengujian Hipotesis

Hipotesis pertama berkaitan dengan pendeteksian manajemen laba pada perusahaan yang terdaftar di BEJ. Hipotesis ini diuji dengan menggunakan persamaan 1. Kemudian hipotesis kedua berkaitan dengan hubungan manajemen laba dengan return saham untuk perusahaan dengan kepemilikan institusi 40% atau lebih. Hipotesis ini diuji dengan analisis regresi persamaan 6.

HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Tabel 4.1 menyajikan statistik deskriptif untuk variabel-variabel dalam model penelitian. Sampel dalam penelitian ini adalah 75 perusahaan dengan kepemilikan institusi $\geq 40\%$. Variabel-variabel yang disajikan adalah AkruaI Diskresioner (DA), *Cumulative abnormal return* (CAR), Kepemilikan institusi (INST).

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif Variabel-Variabel Model Penelitian

STATISTIK DESKRIPTIF	JUMLAH SAMPEL	MINIMUM	MAKSIMUM	MEAN	DEVIASI STANDAR
INST $\geq 40\%$					
INST _{t+1}	75	0.40000	0.90030	0.69812	0.11195
INST _{t+2}	75	0.44000	0.90030	0.69345	0.10440
INST _{t+3}	75	0.44000	0.92020	0.69119	0.11542
INST _{t+4}	75	0.40400	0.91830	0.67853	0.11771
INST _{t+5}	75	0.40000	0.95610	0.69043	0.11898
CAR					
CAR _{t+1}	75	-2.08064	0.05768	-0.16671	0.56611
CAR _{t+2}	75	-2.08424	0.02151	-0.11384	0.46993
CAR _{t+3}	75	-2.09291	0.04422	-0.03044	0.24177
CAR _{t+4}	75	-2.08010	0.07757	-0.02866	0.24087
CAR _{t+5}	75	-2.09956	0.03762	-0.27941	0.71051
DA					
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

Tabel 4.1 menunjukkan bahwa kepemilikan institusi sampel yang diobservasi sangat tinggi. Kepemilikan institusi yang sama atau lebih dari 40% memiliki nilai rata-rata lebih dari 65% untuk lima tahun setelah IPO. Kepemilikan institusi terendah adalah 40%, sedangkan nilai tertinggi adalah 95,61% dengan deviasi standar sebesar 11,898%.

Perusahaan memiliki rata-rata nilai *cumulative abnormal return* dan deviasi standar sebesar -0.16671; 0.5661 (t+1), -0.11384; 0.46993 (t+2), -0.03044; 0.24177 (t+3), -0.02866; 0.24087 (t+4), -0.27941; 0.71051 (t+5). Nilai *cumulative abnormal return* tinggi untuk perioda t+1, t+2, dan t+5 karena secara statistik tidak sama dengan nol. Sedangkan nilai *cumulative abnormal return* perioda t+3 dan t+4 rendah karena secara statistik sama dengan nol.

Kemudian nilai akruaI diskresioner juga tinggi untuk perioda sesudah IPO. Secara umum, hal ini menunjukkan bahwa pasar memberikan respon atas indikasi manajemen laba yang tinggi dengan nilai *cumulative abnormal return* yang tinggi.

Pengukuran Manajemen Laba

Penelitian ini mengukur manajemen laba berdasarkan nilai akrual diskresioner yang dihitung dengan pendekatan *Instrumental Variable* yang dikembangkan oleh Kang dan Sivaramakrishnan (1995). Pendekatan ini menyatakan bahwa 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 4.2 menunjukkan bahwa nilai akrual diskresioner sebelum dan sesudah IPO dengan kepemilikan institusi $\geq 40\%$ lebih besar dari nol dan secara statistik signifikan pada tingkat kepercayaan lima persen.

Tabel 4.2 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 $\geq 40\%$ 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 4.2
Akrual Diskresioner di sekitar IPO

	MINIMUM	MAKSIMUM	MEAN	DEVIASI STANDAR	t-STATISTIK
INST$\geq 40\%$					
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*

Keterangan: *signifikan pada level 1%
**signifikan pada level 5%

Hasil penelitian ini juga menyatakan mengenai motivasi perusahaan melakukan manajemen laba yang disajikan pada Tabel 4.3. 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 4.3 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.

Tabel 4.3
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>

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.

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.

Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian Normalitas

Data dalam penelitian ini dianggap normal karena sampel yang digunakan lebih dari 30. Menurut *central limit theorem*, data dengan sampel yang melebihi 30 dianggap normal. Jadi dalam penelitian ini, penulis tidak menguji normalitas dan menganggap bahwa data yang digunakan normal berdasarkan *central limit theorem*.

Pengujian Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji Glejser. Pengujian dilakukan dengan meregresikan nilai absolut residual terhadap variabel independen. Apabila variabel independen signifikan secara statistik dalam mempengaruhi variabel dependen, maka terdapat indikasi terjadi heteroskedastisitas.

Hasil pengujian (Tabel 4.4) menunjukkan bahwa model penelitian perioda setelah IPO (t+1 sampai dengan t+5) dengan kepemilikan institusi \geq 40% tidak terdapat heteroskedastisitas karena tidak ada variabel independen yang memiliki nilai signifikan secara statistik terhadap nilai absolut residual.

Tabel 4.4
Hasil Pengujian Heteroskedastisitas

Uji Glejser	Model Regresi				
	DA (t+1)	DA (t+2)	DA (t+3)	DA (t+4)	DA (t+5)
INST\geq40%					
Signifikansi Variabel					
DA	0.949	0.445	0.802	0.226	0.219
INST	0.147	0.274	0.451	0.029	0.110
MOD (DA*INST)	0.979	0.442	0.779	0.228	0.224
Keterangan	Tidak Hetero	Tidak Hetero	Tidak Hetero	Tidak Hetero	Tidak Hetero

Pengujian Autokorelasi

Pengujian autokorelasi dilakukan dengan pendekatan Durbin Watson (DW), yaitu membandingkan nilai DW statistik dengan DW tabel. Autokorelasi terjadi apabila nilai DW statistik berada antara d_u dan $4-d_u$.

Hasil pengujian (Tabel 4.5) menunjukkan bahwa tidak terdapat autokorelasi pada model penelitian dengan kepemilikan institusi \geq 40% perioda t+2, t+3, t+4, t+5 karena nilai DW lebih besar dari batas atas d_u (1,529) dan kurang dari $4-d_u$ (2,471). Sedangkan pada model penelitian kepemilikan institusi \geq 40% perioda t+1 terdapat autokorelasi.

Tabel 4.5
Hasil Pengujian Autokorelasi

Uji Durbin-Watson	Model Regresi				
	DA (t+1)	DA (t+2)	DA (t+3)	DA (t+4)	DA (t+5)
INST\geq40%					
DW statistik	1.414	1.576	2.027	1.991	2.148
Batas tidak Autokorelasi: $1,529 < d < 2,471$					
Keterangan	Auto	Tidak Auto	Tidak Auto	Tidak Auto	Tidak Auto

Pengujian Hipotesis

Manajemen Laba, Kecerdasan Investor, dan Return Saham

Tabel 4.6 menunjukkan hasil pengujian hubungan antara manajemen laba dan return saham untuk perusahaan dengan kepemilikan institusi \geq 40%. Hubungan antara manajemen laba perioda t+1 sampai t+5 dengan return saham untuk perusahaan dengan kepemilikan institusi \geq 40% secara statistik tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Hal ini ditunjukkan melalui nilai t dan nilai signifikansinya. Kemudian nilai *Adjusted R²* juga menunjukkan hasil yang rendah, sehingga dapat disimpulkan bahwa model ini tidak baik.

Berdasarkan hasil analisis yang telah dipaparkan sebelumnya, maka hipotesis alternatif kedua yang menyatakan bahwa manajemen laba setelah IPO berhubungan dengan return saham perusahaan yang terdaftar di BEJ untuk perusahaan dengan kepemilikan institusi \geq 40% tidak dapat didukung.

Tabel 4.6
Hasil Regresi Manajemen Laba, Kecerdasan Investor, dan Return Saham (INST \geq 40%)

VARIABEL INDEPENDEN	t+1		t+2		t+3		t+4		t+5	
	t	Sig.								
INST\geq40%										
Akrual Diskresioner	-0.046	0.963	0.486	0.629	-0.048	0.962	-0.803	0.425	0.537	0.593
Kepemilikan Institusi	-0.759	0.451	0.589	0.558	0.475	0.636	1.532	0.130	-0.785	0.435
Moderasi (DA*INST)	0.029	0.977	-0.488	0.627	0.074	0.941	0.805	0.424	-0.543	0.589
Adjusted R²:	0.008		0.005		0.004		0.056		0.014	

Analisis Hasil Penelitian

Beberapa peneliti terdahulu telah membuktikan bahwa manajemen cenderung melakukan praktik manajemen laba menjelang IPO. Hal ini terjadi karena pada saat terjadi asimetri informasi yang tinggi, maka pihak manajemen ingin memaksimalkan tingkat utilitasnya. Manajemen laba dilakukan dengan menggeser laba yang akan datang ke perioda sekarang (*income increasing*) atau menggeser laba perioda sekarang ke perioda yang akan datang (*income decreasing*). Investor yang cerdas mampu untuk mendeteksi manajemen laba dengan cepat sehingga apabila terjadi manajemen laba, maka investor akan bereaksi yang ditunjukkan oleh return saham yang menurun. Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan antara manajemen laba sebelum IPO dan return saham perusahaan yang terdaftar di BEJ dengan kecerdasan investor sebagai variabel pemoderasi.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pihak manajemen melakukan manajemen laba perioda dua tahun sebelum dan lima tahun setelah IPO. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Friedlan (1994), Jain dan Kini (1994), Teoh *et al.* (1998a), Rangan (1998), Imam Sutanto (2000), Gumanti (2001), Syaiful (2002), dan Raharjo (2005) yang menyatakan bahwa perusahaan melakukan manajemen laba sebelum IPO. Kemudian hasil ini juga konsisten dengan hasil penelitian Friedlan (1994), Shivakumar (2000), dan Syaiful (2002) yang menyatakan bahwa perusahaan melakukan manajemen laba setelah IPO.

Manajemen laba yang dilakukan perioda t-2 adalah *income decreasing*, kemudian perusahaan melakukan *income increasing* pada perioda selanjutnya. Jadi perusahaan mempersiapkan praktik manajemen laba perioda t-1 (*income increasing*) dengan melakukan *mean reversing* pada perioda t-2, sehingga manajemen laba dapat dilakukan dengan *smooth*. Kemudian perioda setelah IPO (t+1 sampai t+5) perusahaan juga masih melakukan manajemen laba dengan motivasi meningkatkan laba (*income increasing*). Hal ini dilakukan kemungkinan karena kinerja perusahaan terus meningkat perioda setelah IPO, sehingga perusahaan tidak melakukan manajemen laba dengan menurunkan 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%).

Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa manajemen laba perioda setelah IPO tidak berhubungan dengan return saham. Hasil ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Rangan (1998), Ali *et al.* (2000), Ardianti (2003), dan Widiastuty (2004) yang menyatakan bahwa manajemen laba berhubungan dengan return saham.

Kemudian hasil ini juga tidak konsisten dengan penelitian Balsam *et al.* (2002) yang menyatakan bahwa manajemen laba berhubungan dengan return saham untuk investor yang cerdas (kepemilikan institusi $\geq 40\%$). Hal ini terjadi kemungkinan karena pasar telah memberikan reaksi terhadap praktik manajemen laba sebelum IPO, sehingga manajemen laba setelah IPO tidak lagi menjadi fokus reaksi pasar. Hal ini telah dibuktikan melalui penelitian Joni (2007) yang menyatakan bahwa pasar memberikan reaksi terhadap praktik manajemen laba sebelum IPO. Alasan ini dapat dijadikan faktor utama yang menyebabkan pasar tidak memberikan reaksi kembali terhadap praktik manajemen laba setelah IPO.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mendeteksi manajemen laba di setelah 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 Raharjo (2005). Penelitian ini juga bertujuan untuk menguji hubungan antara manajemen laba setelah 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 setelah IPO tidak berhubungan dengan return saham dengan menggunakan kecerdasan investor sebagai variabel pemoderasi. Hal ini menunjukkan bahwa pasar tidak lagi memberikan reaksi terhadap praktik manajemen laba setelah IPO. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Balsam *et al.* (2002) yang menyatakan bahwa manajemen laba berhubungan dengan return saham untuk investor yang cerdas (kepemilikan institusi $\geq 40\%$). Peneliti menduga bahwa ketidakkonsistenan hasil penelitian ini dikarenakan pasar tidak lagi memberikan reaksi terhadap praktik manajemen laba setelah IPO akibat praktik manajemen laba sebelum IPO.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang terkait, yaitu penelitian tidak menggunakan variabel kontrol (misalnya ukuran perusahaan) supaya hasil penelitian mampu dijelaskan dengan baik. Penelitian ini juga tidak mempertimbangkan faktor pengalaman investor, keterlibatan analis, dan biaya transaksi yang mungkin dapat mempengaruhi reaksi pasar modal terhadap manajemen laba. Yang terakhir, penelitian tidak melakukan pengujian hipotesis pada jenis industri yang lain, misalnya perbankan. Penelitian mendatang diharapkan dapat menyelesaikan keterbatasan ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Ali, Ashiq; Lee Seok Hwang; dan Mark A. Trombley. 2000. Accruals and Future Stock Returns: Tests of The Naïve 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.
- 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.
- Joni. 2007. Hubungan Manajemen Laba Sebelum IPO dan Retur Saham dengan Kecerdasan Investor sebagai Variabel Pemoderasi. *Thesis S2 Akuntansi, UGM*.
- 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.

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.