

REAKSI INVESTOR TERHADAP EARNINGS MANAGEMENT

Bernardus Y. Nugroho

Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia
e-mail: nugroho_yuliarto@yahoo.com

Abstract

This paper examines investor reaction to earnings management around seasoned equity offerings (SEO) by companies listed on Indonesia Stock Exchange (IDX) in the period 2005-2007. Using Jones Model modified by Dechow (1995), this research found evidence of earnings management around seasoned equity offerings. Based on managerial response hypothesis, this research analyze whether SEO announcement signals earnings management to investor. Furthermore, this research also analyze investor reaction on SEO announcement and financial report around SEO. The result shows that investor failed to recognize earnings management on financial report before SEO. However, this research does not found evidence that SEO signals earnings management conducted by firms to investor.

Keywords: *Earnings management, seasoned equity offerings, investor reaction, managerial response hypothesis*

PENDAHULUAN

Megginsong (1997) mengartikan *seasoned equity offerings* sebagai penawaran ekuitas tambahan yang dilakukan perusahaan publik, diluar ekuitas yang ditawarkan kepada masyarakat melalui *initial public offerings*. Di dalam penawaran saham baru baik IPO maupun SEO sering terjadi fenomena menurunnya kinerja perusahaan pasca pengumuman SEO yang diikuti dengan menurunnya kinerja saham sebagai suatu bentuk respon pasar terhadap pengumuman SEO. Beberapa peneliti mengkaitkan penurunan kinerja ini dengan perusahaan melakukan manipulasi laporan keuangan perusahaan sebelum dilakukannya pengumuman IPO maupun SEO. Manipulasi laporan keuangan ini biasa disebut sebagai Manajemen Laba atau *earning management*.

Kebijakan *earnings management* ditujukan untuk memberikan sinyal positif kepada pasar tentang perusahaan yang dikelolanya (Amin, 2007). Sinyal positif ini diwujudkan dalam kinerja yang dilaporkan (biasanya dalam prospektus penawaran).

Sinyal positif ini dalam jangka panjang tidak dapat dipertahankan oleh manajemen, yang tercermin dari penurunan kinerja yang dilaporkan oleh perusahaan tersebut (Teoh *et al*, 1998).

Teoh *et al*. (1998) dan Rangan (1998) menemukan penurunan kinerja dalam jangka panjang di seputar penawaran terjadi karena meningkatnya transaksi *discretionary accruals* yang berasal dari manajemen laba. Selain itu, kedua penelitian ini konsisten dengan motivasi manajemen laba yaitu *managerial oportunism*. Teoh dan Rangan menyimpulkan bahwa manajer melakukan manajemen laba karena manajer mempunyai kesempatan yang muncul karena adanya asimetri informasi dan berniat untuk menyesatkan investor dengan laba yang meningkat.

Shivakumar (2000) menunjukkan bahwa manajemen telah melakukan *overstate* terhadap *earnings* sebelum melakukan pengumuman SEO. Berbeda dengan Teoh dan Rangan, penelitian yang dilakukan Shivakumar memperkenalkan hipotesis yang

berlawanan dengan *managerial opportunism hypothesis* yaitu *managerial response hypothesis*. Shivakumar berasumsi bahwa investor sebenarnya sudah menduga adanya manajemen laba (*earnings management*) dan secara rasional berusaha melepaskan pengaruhnya pada saat pengumuman SEO. Oleh karena itu, perusahaan SEO akan melakukan *earnings management* dengan tujuan untuk mengantisipasi kemungkinan reaksi investor yang negatif pada saat pengumuman SEO.

Argumen *managerial opportunism* memprediksi adanya penurunan *abnormal return* saham pada jangka waktu yang panjang setelah SEO namun tidak akan memprediksi adanya *abnormal return* saham yang negatif pada saat pengumuman SEO karena tidak menyadari adanya sinyal manajemen laba pada saat pengumuman SEO. Sebaliknya, argumen *managerial response* memprediksi adanya penurunan *abnormal return* saham pada saat pengumuman SEO dilakukan (Shivakumar, 2000). Sebagai akibat dari manajemen laba sebelum SEO, investor tidak akan merespon pengumuman laba setelah SEO secara signifikan.

Berdasarkan uraian mengenai *managerial response hypothesis* di atas, maka permasalahan dalam penelitian ini adalah: (1) Apakah terdapat manajemen laba di sekitar *Seasoned Equity Offerings*, (2) Apakah terdapat hubungan negatif antara *abnormal return* pada saat pengumuman *Seasoned Equity Offerings* dengan manajemen laba sebelum *Seasoned Equity Offerings*, (3) Apakah terdapat hubungan negatif antara *abnormal return* pada saat pengumuman *Seasoned Equity Offerings* dengan *abnormal return* pada saat pengumuman laporan keuangan sebelum *Seasoned Equity Offerings*, (4) Apakah investor bereaksi positif terhadap pengumuman laporan keuangan sebelum *Seasoned Equity Offerings* berdasarkan *abnormal return*, dan (5) Apakah investor bereaksi terhadap peng-

umuman laporan keuangan sesudah *Seasoned Equity Offerings* berdasarkan *abnormal return*. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan tersebut.

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pada pengembangan teori, terutama mengenai manajemen laba di sekitar pengumuman penerbitan saham tambahan di Indonesia dan reaksi investor atas pengumuman laba perusahaan sebelum dan sesudah pengumuman. Temuan penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan manfaat dalam memberikan masukan kepada para partisipan pasar modal Indonesia.

KAJIAN PUSTAKA

Penelitian sebelumnya mengenai manajemen laba di seputar aksi korporasi membuktikan perusahaan mengalami kenaikan laba operasional yang signifikan sebelum pengumuman aksi korporasi yang kemudian diikuti dengan penurunan laba pasca pengumuman. Selain itu, penelitian-penelitian tersebut menemukan penurunan *abnormal return* saham pasca pengumuman aksi korporasi setelah sebelumnya mengalami peningkatan. Beberapa penelitian menghubungkan fenomena tersebut dengan *managerial opportunism hypothesis*. Sebagian besar penelitian mengenai manajemen laba beranggapan bahwa manajer berniat untuk menyesatkan investor dengan melakukan manajemen laba.

Rangan (1998) dan Teoh et al (1998) menemukan adanya manajemen laba di sekitar pengumuman SEO. Temuan tersebut menyimpulkan bahwa investor baru menyadari bahwa perusahaan telah melakukan manajemen laba setelah terjadi penurunan laba pada kuartal-kuartal setelah SEO. Hal ini berarti bahwa pengumuman SEO tidak memberikan sinyal bagi investor bahwa manajemen telah melakukan SEO.

Penelitian pertama yang memperkenalkan argumen bahwa perusahaan melakukan manajemen laba bukan karena oportunistis tetapi karena mengantisipasi kemungkinan terburuk pada saat melakukan aksi korporasi yaitu Erickson dan Wang. Erickson dan Wang (1999) meneliti manajemen laba pada perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi. Erickson dan Wang memberikan argumen alternatif untuk menjelaskan hasil penelitiannya yang salah satunya adalah perusahaan *acquirer* melakukan manajemen laba karena perusahaan target mengantisipasinya.

Penelitian yang lebih spesifik meneliti dan menggunakan argumen *managerial response* pada SEO yaitu penelitian yang dilakukan oleh Laksmanan Shivakumar. Shivakumar (2000) meneliti reaksi investor pada pengumuman laporan keuangan sebelum dan sesudah SEO. Reaksi investor terbukti positif pada pengumuman laporan keuangan sebelum SEO tetapi tidak signifikan bereaksi pada pengumuman laporan keuangan setelah SEO. Shivakumar membuktikan bahwa investor menganggap pengumuman SEO sebagai sinyal bahwa manajemen telah melakukan manajemen laba pada laporan keuangan sebelumnya.

Penelitian terbaru yang menganalisis reaksi investor terhadap manajemen laba dilakukan oleh Gaviols (2007). Ilanit meneliti kemampuan investor dalam mendeteksi manajemen laba pada saat pengumuman laporan keuangan dan masa setelah pengumuman dengan dihubungkan dengan informasi yang didapat oleh investor dari para analis. Hasil penelitian Ilanit menyimpulkan bahwa investor gagal dalam mendeteksi manajemen laba pada saat pengumuman laporan keuangan sehingga

abnormal return saham pada saat pengumuman laporan keuangan sesuai dengan laporan laba. Temuan Ilanit selanjutnya yaitu setelah 30 hari dari pengumuman laporan keuangan dengan berbagai informasi yang dikeluarkan oleh analis, investor mulai menyadari adanya manajemen laba pada laporan keuangan sebelumnya.

Earnings Management

Earnings management adalah suatu intervensi dalam proses pelaporan keuangan eksternal dengan maksud untuk memperoleh keuntungan pribadi (Wolk *et al.*, 2001). *Earning management* adalah intervensi yang disengaja oleh manajemen dalam proses penentuan laba, biasanya untuk kepentingan pribadi manajemen. (Schipper, 1989). *Earnings management* diproksi dengan *discretionary accruals* dan dihitung dengan The Modified Jones Model. Alasan pemilihan model Jones yang dimodifikasi ini karena model ini dianggap sebagai model yang paling baik dalam mendeteksi *Earning management* dibandingkan dengan model lain serta memberikan hasil yang paling kuat (Dechow *et al.*, 1995).

Managerial Response Hypothesis

Managerial response hypothesis menyatakan bahwa manajer melakukan manajemen laba bukan disebabkan karena manajer bertindak oportunistis untuk menyesatkan investor tetapi karena manajer bertindak sebagai suatu respon terhadap kemungkinan yang dapat terjadi pada saat dilakukannya SEO. Hal utama yang dipertimbangkan oleh manajer yaitu pemikiran investor bahwa setiap SEO disertai dengan manajemen laba.

Tabel 1: *Pay Off* Dari Permainan *Earning Management* Antara Perusahaan Dan Investor

Pada saat pengumuman penawaran	Sebelum pengumuman penawaran	
	Perusahaan tidak melebihi pendapatan	Perusahaan melebihi pendapatan
(1) Investor tidak percaya pendapatan sebelumnya telah dilebihkan	Kotak 1.1 (0,0)	Kotak 1.2 (H,-H)
(2) Investor percaya pendapatan sebelumnya telah dilebihkan	Kotak 2.1 (-H,H)	Kotak 2.2 (-C,-C)

Sumber: Shivakumar, Laksmanan. (2000). "Do Firm Mislead Investor by Overstating Earnings Before Seasoned Equity Offerings". *Journal of Accounting and Economics*. October, 339-371.

Earnings management sebelum SEO dimodelkan sebagai hasil dari model ekspektasi rasional: investor memperkirakan perusahaan yang mengumumkan penawaran saham akan mengatur pendapatan dan, konsisten dengan ekspektasi ini, perusahaan melebihi pendapatan sebelum mengumumkan penawaran mereka (Shivakumar, 2000). Formalisasi argumen ini ditunjukkan pada tabel 1. Jika investor dapat secara langsung mengobservasi tingkat kelebihan pendapatan pada laporan pendapatan, maka hasil koperatifnya ditunjukkan pada kotak 1.1. Pada ekuilibrium ini hanya pendapatan yang tidak di-*manage* akan dihargai pada pengumuman pendapatan, dan pengumuman penawaran tak akan menyebabkan revisi pada harga saham atau kepercayaan investor pada pendapatan sebelumnya. Lebih lagi, saham baru pada ekuilibrium ini akan diterbitkan pada nilai fundamental.

Perusahaan memiliki 2 strategi, menaikkan atau tidak menaikkan pendapatan sebelum pengumuman penawaran. Partisipan pasar juga memiliki 2 strategi, percaya atau tidak percaya bahwa pendapatan sebelum pengumuman penawaran telah dinaikan. Jika investor percaya pendapatan telah dinaikan, investor akan merevisi harga saham menurun pada saat pengumuman penawaran saham. Huruf pertama pada setiap kotak adalah *payoff* bagi perusahaan,

sedangkan yang kedua menunjukkan payoff untuk partisipan pasar. H menunjuk pada *payoff* positif, dan C menunjuk pada biaya dari *earning management*.

Pada kenyataannya, investor tidak dapat secara sempurna melihat jumlah *earning management*. Pada situasi ini, perusahaan memiliki insentif untuk menyimpang dari equilibrium diatas. Dengan menaikkan pendapatan, *manager* mungkin mencoba untuk membodohi investor dan menerbitkan saham baru pada harga yang tinggi. Untuk itu, investor mengasumsikan bahwa perusahaan telah menaikkan pendapatan, dan untuk itu memotong harga saham perusahaan tersebut. Dalam keadaan ini, perusahaan yang sebelumnya tidak menaikkan pendapatannya akan menderita penurunan harga saham pada saat pengumuman SEO dan menghasilkan harga penawaran yang rendah. Oleh karena itu, merupakan hal yang rasional bagi perusahaan untuk menaikkan pendapatan sebelum pengumuman penawaran saham, setidaknya sampai pada batas yang diharapkan oleh pasar.

Hipotesis Penelitian

Hipotesis penelitian ini didasarkan pada teori *managerial response hypothesis*. Rangan (1998), dan Teoh *et al.* (1998) menemukan adanya manajemen laba di

sekitar pengumuman SEO. Shivakumar (2000) menemukan adanya manajemen laba disekitar SEO dengan menggunakan proksi *discretionary accruals* (DA). Shivakumar menemukan adanya nilai DA yang positif pada 5 kuartal sebelum SEO dan 4 kuartal setelah SEO. Untuk itu, didasarkan pada teori managerial response hypothesis serta penelitian tersebut maka hipotesis pertama penelitian ini yaitu:

Ho1 : Perusahaan perusahaan tidak melakukan manajemen laba di sekitar pengumuman SEO

Ha1 : Perusahaan perusahaan melakukan manajemen laba di sekitar pengumuman SEO

Managerial response hypothesis menyatakan pengumuman SEO akan memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaan telah melakukan tindakan manajemen laba pada laporan keuangan sebelum SEO dengan menaikkan laba. Hal ini berarti terdapat hubungan yang negatif antara *discretionary accruals* sebelum SEO dengan *abnormal return* pada saat pengumuman SEO. Hipotesis Ha2a digunakan untuk membuktikan bahwa pengumuman SEO memberikan sinyal bahwa perusahaan telah melakukan manajemen laba.

Ho2a : Tidak terdapat hubungan negatif antara *abnormal return* saham pada saat pengumuman SEO dengan *Discretionary Accruals* sebelum SEO.

Ha2a : Terdapat hubungan negatif antara *abnormal return* saham pada saat pengumuman SEO dengan *Discretionary Accruals* sebelum SEO.

Sinyal manajemen laba pada pengumuman SEO akan membuat investor bereaksi negatif dengan membalikkan *abnormal return* saham positif pengumuman laporan keuangan sebelum SEO pada saat pengumuman SEO. Hipotesis Ha2b

digunakan untuk membuktikan bahwa investor membalikkan reaksi positif pada pengumuman laporan keuangan sebelum SEO pada saat pengumuman SEO.

Ho2b : Tidak terdapat hubungan yang negatif antara *abnormal return* saham pada saat pengumuman SEO dengan *abnormal return* saham pada saat pengumuman laporan keuangan sebelum SEO.

Ha2b : Terdapat hubungan yang negatif antara *abnormal return* saham pada saat pengumuman SEO dengan *abnormal return* saham pada saat pengumuman laporan keuangan sebelum SEO.

Shivakumar (2000) yang mencetuskan teori *managerial response hypothesis* menyebutkan bahwa investor tidak menyadari adanya manajemen laba pada pengumuman laporan keuangan sebelum SEO. Untuk itu, investor akan bereaksi secara positif terhadap pengumuman laporan keuangan sebelum SEO.

Ho3a : Tidak terdapat *abnormal return* yang positif pada saat pengumuman laporan keuangan sebelum SEO

Ha3a : Terdapat *abnormal return* saham yang positif pada saat pengumuman laporan keuangan sebelum SEO

Sinyal keberadaan manajemen laba pada pengumuman SEO merubah kepercayaan dan ekspektasi investor terhadap ekspektasi kinerja masa depan perusahaan. Investor tidak lagi percaya pada pengumuman laporan keuangan setelah SEO dan mengambil pelajaran dari kesalahan pada kuartal-kuartal sebelum SEO.

Ho3b : Terdapat *abnormal return* saham yang signifikan pada saat pengumuman laporan keuangan setelah SEO

Ha3b : Terdapat *abnormal return* saham yang tidak signifikan pada saat

pengumuman laporan keuangan setelah SEO

METODE PENELITIAN

Populasi penelitian ini yaitu perusahaan yang melakukan pengumuman penawaran saham tambahan di Bursa Efek Indonesia selama periode 1 Januari 2005 hingga 31 Juni 2007 dan masih tercatat pada saat penelitian ini dilaksanakan. Kriteria sampel penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat di BEI dari tahun 2003 hingga 2009, melakukan *Seasoned Equity Offering* pada periode 2005 hingga 2007. Selain itu, perusahaan sampel adalah perusahaan yang memiliki periode keuangan yang berakhir pada 31 Desember, memiliki kelengkapan data laporan keuangan, memiliki data harga saham harian, likuid diperdagangkan, dan tidak melakukan aksi korporasi lainnya selama periode pengamatan.

Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber. Sumber data yang pertama yaitu laporan keuangan triwulanan untuk mengetahui tanggal pengumuman, *total assets*, *fixed assets*, *EBIT*, *net sales*, *cash flow*, dan *total receivable*. Data ini diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang diakses dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) dan website resmi BEI. Sumber data kedua mengenai harga saham harian yang dapat diakses pada bagian Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) di BEI, dan www.finance.yahoo.com. Sumber data ketiga yaitu prospektus penawaran saham tambahan untuk mengetahui tanggal pengumuman yang diakses dari PRPM BEI dan www.idx.co.id

Earnings management diproksi dengan *discretionary accruals* dan dihitung dengan The Modified Jones Model. Alasan pemilihan model Jones yang dimodifikasi ini karena model ini dianggap sebagai model yang paling baik dalam mendeteksi manajemen laba dibandingkan dengan

model lain serta memberikan hasil yang paling kuat (Dechow et al., 1995). Ronen dan Yaari (2008) membagi *accruals* menjadi 3 komponen yaitu *discretionary accruals*, *non-discretionary accruals*, dan *reversals* yang muncul dari transaksi yang terjadi pada periode sebelumnya.

Healy dan Angelo dalam Gumanti (2001) berpendapat bahwa *total accrual* terdiri dari *discretionary accruals* dan *non discretionary accruals*, dimana *discretionary accruals* cenderung tidak mudah terobsesi. Sedangkan *non discretionary* cenderung stabil sepanjang waktu, sehingga dalam hal ini maka pengujian ada tidaknya *earnings management* ditekankan pada perilaku *discretionary accruals*. Berdasarkan penelitian Wang dan Zhan (2006) berikut langkah-langkah dalam menghitung *discretionary accruals* model Jones yang telah dimodifikasi oleh Dechow (1995). Pertama yang dilakukan yaitu menghitung *Total Accruals* dengan rumus:

$$TA \text{ (total accrual)} = \text{Net income} - \text{Cash flow from operation} \dots\dots\dots (1)$$

Setelah dilakukan peregresian untuk menentukan koefisien α_1 , α_2 , α_3 dengan model regresi sebagai berikut:

$$TAt/At-1 = \alpha_1 (1/At-1) + \alpha_2 (\Delta REVt/At-1) + \alpha_3 (PPEt/At-1) + \varepsilon \dots\dots\dots (2)$$

- Keterangan:
 At-1 = Total aset pada periode t-1
 $\Delta REVt$ = Perubahan pendapatan dalam periode t
 PPEt = *Property, Plan, and Equipment*
 $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = koefisien regresi

Setelah didapatkan koefisien regresi α_1 , α_2 , α_3 kemudian koefisien tersebut dimasukan dalam rumus *non-discretionary accruals*.

$$NDA = \alpha_1 (1/At-1) + \alpha_2 (\Delta REVt - \Delta REct)/At-1 + \alpha_3 (PPEt/At-1). (3)$$

Keterangan:

ΔRECI_t = Perubahan piutang bersih dalam periode t

NDA = *Non-discretionary accruals*

Selanjutnya dapat dihitung nilai *discretionary accruals* sebagai berikut:

$$\text{DACit} = (\text{TAt} / \text{At-1}) - \text{NDA} \dots\dots\dots (4)$$

Keterangan:

DACit = *Discretionary accruals* pada periode t

Abnormal return dihitung berdasarkan penelitian Shivakumar (2000) dengan cara mengurangkan *actual return* dari perusahaan sampel dengan *actual return* perusahaan pembanding. Perusahaan pembanding yaitu perusahaan yang bergerak dalam bidang yang sejenis yang tidak melakukan SEO serta memiliki kapitalisasi pasar dan pertumbuhan pendapatan yang mendekati perusahaan sampel penelitian. *Actual return* dihitung secara matematis dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots (5)$$

Keterangan:

R_{it} = *actual return* sampel pada waktu t

P_t = harga saham pada waktu t

P_{t-1} = harga saham pada waktu t - 1

Selanjutnya dihitung *abnormal return* dengan rumus:

$$\text{ARit} = R_{it} - R_{mt} \dots\dots\dots (6)$$

Keterangan:

R_{mt} = *actual return* perusahaan pembanding pada waktu t.

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN Earnings Management di Sekitar pengumuman Seasoned Equity offerings

Bagian ini menganalisis keberadaan manajemen laba disekitar SEO dengan menggunakan proksi *discretionary accruals*. Manajemen laba diukur menggunakan *Discretionary Accruals* yang dihitung menggunakan model Jones yang dimodifikasi oleh Dechow et. Al. Hasil uji signifikansi *discretionary accruals* untuk setiap kuartal disekitar SEO ditunjukkan pada Tabel 2.

Tabel 2 menunjukkan nilai DA hampir signifikan pada semua kuartal, hanya pada kuartal +6 nilai DA tidak signifikan. Hasil ini juga membuktikan secara statistik bahwa perusahaan yang melakukan SEO melakukan manajemen laba tidak hanya sebelum tetapi juga setelah SEO. Shivakumar (2000) memberikan penjelasan pada temuan sejenis sebagai insentif bagi manajemen perusahaan untuk menghindari pelaporan laba yang menurun secara drastis setelah SEO. Pada kuartal setelah SEO, manajemen laba yang dilakukan cenderung tidak konsisten pada setiap kuartal yang mengindikasikan bahwa manajemen laba tidak lagi mencoba untuk menaikkan laba. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Sulistyanto, H. Sri dan Haris Wibisono (2003). Sulistyanto menggunakan data tahunan yang juga menemukan adanya *discretionary accruals* yang signifikan pada 3 tahun sebelum, 1 tahun pada saat pengumuman, dan 3 tahun setelah pengumuman SEO.

Tabel 2: Hasil Uji Signifikansi *Discretionary Accruals*

Kuartal	N	Mean	t	Sig. (2-tailed)
Qmin_5	37	0.033555	5.1469	0.000*
Qmin_4	37	0.013758	4.7283	0.000*
Qmin_3	37	0.034437	4.9602	0.000*
Qmin_2	37	0.005583	1.8494	0.073***
Qmin_1	37	0.008431	2.3171	0.026**
Q_0	37	-0.030581	-2.3686	0.023**
Qplus_1	37	0.013489	3.3457	0.002*
Qplus_2	37	-0.013543	-3.6406	0.001*
Qplus_3	37	0.004327	3.5538	0.001*
Qplus_4	37	-0.012226	-4.5892	0.000*
Qplus_5	37	-0.002034	-1.8368	0.075***
Qplus_6	37	0.000329	0.0480	0.962
Qplus_7	37	0.032089	5.3144	0.000*
Average	37	0.00305	6.0658	0.000*

Ket: *) Signifikan pada 1%;

**) Signifikan pada 5%;

***) Signifikan pada 10%

Sumber: Data Olahan Penulis dengan SPSS 13.0

Reaksi Investor Terhadap Manajemen Laba Pada Saat Pengumuman Seasoned Equity Offerings

Reaksi investor dipengaruhi informasi yang didapat oleh investor yang kemudian ditunjukkan pada harga saham. Untuk itu reaksi investor pada suatu informasi diukur dengan *abnormal return*. *Abnormal return* terjadi dikarenakan *information imperfections* dalam pasar yang tidak efisien (Spudeck and Moyer).

Untuk menginvestigasi reaksi investor pada pengumuman SEO yang diprosi-

kan dengan *abnormal return* dilakukan uji signifikansi *abnormal return*. *Abnormal return* saham diperoleh dari selisih *actual return* perusahaan sampel dan *actual return* perusahaan sejenis yang memiliki kapitalisasi pasar yang mendekati perusahaan sampel. *Return* saham yang digunakan yaitu *return* pada hari pengumuman dan 4 hari setelah pengumuman. Hasil uji signifikansi *abnormal return* pada saat pengumuman SEO dapat dilihat pada tabel 3.

Tabel 3: Hasil Uji Signifikansi *Abnormal Return* Pada Saat Pengumuman SEO

Hari	T	Sig. (2-tailed)	Mean (%)
h0	-2.03856	0.04889**	-2.91173
h_1	-3.73925	0.00064*	-5.24260
h_2	-0.25548	0.79981	-0.20401
h_3	0.995928	0.32593	0.56132
h_4	1.149163	0.25807	1.08006
CAR SEO	-5.53473	0.000*	-6.71695

Ket: *) Signifikan pada 1%;

***) Signifikan pada 5%;

Sumber: Data Olahan Penulis dengan SPSS 13.0

Tabel 3 menunjukkan *abnormal return* yang negatif pada saat pengumuman SEO. Hasil tersebut membuktikan bahwa perusahaan yang melakukan SEO memiliki kinerja saham yang lebih rendah dibanding dengan perusahaan yang tidak melakukan SEO. Hal tersebut dapat disimpulkan karena *abnormal return* dihitung dengan mengurangi *actual return* perusahaan sampel dengan *actual return* perusahaan pembanding yang tidak melakukan SEO. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Loughran dan Ritter (1995) serta McLaughlin, Safieddine, dan Vasudevan (1996) mengenai SEO dan *return* saham.

Argumen *managerial response* menyebutkan bahwa SEO akan memberikan sinyal manajemen laba yang berakibat investor mengoreksi ekspektasi mereka pada perusahaan yang sebelumnya *overvalue* untuk kembali pada nilai perusahaan yang sebenarnya. Hal ini berarti terdapat hubungan negatif antara *abnormal return* pada saat pengumuman SEO dengan *abnormal return* pada saat pengumuman laporan keuangan sebelum SEO. Analisis hubungan ini dilakukan dengan melakukan regresi sederhana *abnormal return* pada saat pengumuman laporan keuangan sebelum

SEO dengan *abnormal return* pada saat pengumuman SEO. *Abnormal return* pengumuman laporan keuangan sebelum SEO (CAR-4Q) dihitung dengan menjumlahkan *abnormal return* pada 4 kuartal sebelum SEO.

Hasil regresi sederhana *abnormal return* SEO dengan *abnormal return* pengumuman laporan keuangan sebelum SEO ditunjukkan pada tabel 4. Tabel 4 memperlihatkan koefisien CAR-4Q, yang mewakili *abnormal return* 4 kuartal sebelum SEO, memiliki nilai negatif yaitu -0.045476 berarti konsisten dengan argumen *managerial response hypothesis* yang menyatakan bahwa pengumuman SEO memberikan sinyal bahwa manajemen telah melakukan manajemen laba pada kuartal-kuartal sebelum SEO yang kemudian mencoba membalikan harga saham pada saat pengumuman SEO terhadap harga saham pada kuartal-kuartal sebelum SEO. Namun hasil hubungan negatif ini ternyata tidak signifikan berbeda dari nol sehingga dapat dinyatakan bahwa tidak cukup bukti untuk menolak H_0 , yang berarti tidak terdapat pembalikan efek harga pada saat pengumuman SEO terhadap pengumuman laporan keuangan sebelum SEO.

Tabel 4: Estimasi Parameter *Cross-sectional Regression CAR*

	Intercept	CAR-4Q	Prob (f-stat)	r2
Koefisien	-6.057219	-0.045476	0.42624	0.01818
t-stat	-4.122390	-0.805026		

Sumber: Data Olahan Penulis dengan Eviews 4.1

Tabel 5: Estimasi Parameter *Cross-sectional Regression DA*

	Intercept	DA-4Q	Prob (f-stat)	r2
Koefisien	-6.116999	1.509956	0.5917	0.00830
t-stat	-3.70181	-0.541355		

Sumber: Data Olahan Penulis dengan Eviews 4.1

Hasil yang tidak signifikan ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Shivakumar (2000). Shivakumar menemukan adanya hubungan negatif yang signifikan antara *abnormal return* pada saat pengumuman SEO dengan *abnormal return* pada saat pengumuman laporan keuangan 4 kuartal sebelum SEO. Perbedaan hasil ini dapat terjadi mungkin karena penggunaan kriteria perusahaan pembanding pada perhitungan *abnormal return* yang berbeda. Selain itu, perbedaan hasil tersebut dapat pula disebabkan oleh reaksi investor pada saat pengumuman SEO hanya berupa reaksi parsial terhadap manajemen laba (Shivakumar, 2000). Hal ini berarti kinerja saham yang buruk masih dapat terjadi pada periode setelah pengumuman SEO.

Tabel 5 menunjukkan hasil analisis reaksi negatif investor pada saat pengumuman laporan keuangan disebabkan oleh sinyal bahwa perusahaan telah melakukan manajemen laba pada laporan keuangan sebelum SEO dilakukan regresi sederhana antara *abnormal return* pengumuman SEO dengan nilai *discretionary accruals* 4 kuartal sebelum SEO (DA-4Q). Variabel *discretionary accruals* 4 kuartal sebelum SEO dihitung dengan cara menjumlahkan *discretionary accruals* dari setiap kuartal.

Koefisien DA-4q, yang mewakili *discretionary accruals* empat kuartal sebelum SEO, memiliki nilai yang negatif

yaitu -1,509 yang berarti konsisten dengan argumen *managerial response hypothesis* yang menyatakan bahwa pengumuman SEO memberikan sinyal bahwa manajemen telah melakukan manajemen laba pada kuartal-kuartal sebelum SEO yang kemudian mencoba membalikan harga saham pada saat pengumuman SEO. Namun hasil negatif ini ternyata tidak signifikan berbeda dari nol. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak cukup bukti untuk menolak Ho, yang berarti tidak terdapat pembalikan efek harga pada saat pengumuman SEO terhadap adanya manajemen laba sebelum SEO.

Reaksi Investor Pada Saat Pengumuman Laporan Keuangan

Untuk menganalisis apakah pengumuman SEO memberikan sinyal bahwa pendapatan telah dinaikan pada kuartal-kuartal sebelum SEO, dilakukan analisa respon investor pada saat pengumuman laporan keuangan disekitar SEO. Pada kuartal-kuartal sebelum dilakukannya SEO, investor tidak akan menyadari insentif yang dimiliki oleh perusahaan yang akan mengumumkan SEO untuk menaikkan laba mereka. Ini berarti bahwa peningkatan laba oleh manajemen akan membawa pada reaksi positif investor yaitu *return* yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan yang tidak akan melakukan SEO.

Tabel 6: *Abnormal Return* Pengumuman Laporan Keuangan Sekitar SEO

Kuartal	N	Mean (%)	t	Sig. (2-tailed)
Qmin_5	37	1.2858	0.65528	0.5165
Qmin_4	37	4.9975	2.46079	0.0188**
Qmin_3	37	5.2705	2.37795	0.0228**
Qmin_2	37	2.4888	2.02223	0.0506***
Qmin_1	37	1.7506	1.21415	0.2326
Q_0	37	-5.8669	-1.7797	0.0836***
Qplus_1	37	-3.3029	-1.4869	0.1458
Qplus_2	37	-1.3058	-0.5063	0.6157
Qplus_3	37	-5.0578	-1.9719	0.0563***
Qplus_4	37	0.3790	0.11161	0.9118
Qplus_5	37	8.6263	1.29454	0.2037
Qplus_6	37	-4.2967	-0.9244	0.3614
Qplus_7	37	-1.3227	-0.5023	0.6185
PRE_SEO	37	3.15865	3.4756	0.001*
POST_SEO	37	-1.51844	-1.0858	0.285

Ket: **) Signifikan pada 5%;

***) Signifikan pada 10%

Sumber: Data Olahan Penulis dengan SPSS 13.0

Setelah itu, pengumuman SEO akan memberikan sinyal bahwa perusahaan telah melakukan manajemen laba dengan menaikkan laba pada kuartal-kuartal sebelum SEO. Hal tersebut akan memberikan partisipasi pasar informasi yang lebih baik untuk meramalkan laba sebelumnya dan mungkin akan menahan respon mereka pada kuartal-kuartal setelah SEO. Ini berarti reaksi harga akan secara sistematis lebih rendah pada saat pengumuman laporan keuangan setelah SEO dibanding dengan pengumuman sebelum SEO.

Tabel 6 menunjukkan *abnormal return* pengamatan selama 10 hari yaitu 2 hari sebelum dan 8 hari setelah pengumuman laporan keuangan. *Abnormal return* yang signifikan positif muncul pada kuartal 4 hingga kuartal 2 sebelum SEO. Secara keseluruhan, rata-rata *abnormal return* pada kuartal-kuartal sebelum SEO positif sebesar 3,15%. Berdasarkan hasil tersebut terdapat

cukup bukti untuk menolak H_0 penelitian ini, yang berarti investor merespon pengumuman laporan keuangan secara signifikan positif.

Hasil ini sesuai dengan argumen *managerial response hypothesis* dan membuktikan bahwa investor gagal menyadari adanya tindakan manajemen laba dengan cara menaikkan laba pada laporan pengumuman sebelum SEO. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Denis dan Sarin (2001) yang menemukan *abnormal return* yang signifikan positif pada kuartal 4 sampai 2 sebelum SEO.

Nilai statistik t untuk rata-rata *abnormal return* setelah SEO sebesar -1.51844 dan signifikansi p-value sebesar 0,285 yang berarti tidak terdapat bukti yang kuat untuk menolak H_0 penelitian ini. Hasil ini menunjukkan bahwa investor tidak bereaksi secara signifikan terhadap pengumuman laporan keuangan pada kuartal-

kuartal setelah SEO. Hasil ini konsisten dengan argumen *managerial response hypothesis* yang menyebutkan bahwa investor tidak akan merespon laporan laba setelah SEO secara signifikan.

Penjelasan dari reaksi investor yang signifikan positif pada kuartal sebelum SEO yang diikuti reaksi investor yang tidak signifikan setelah SEO yaitu pengumuman SEO membawa suatu informasi mengenai pendapatan masa depan. Penjelasan ini tidak mendukung bahwa investor kecewa dengan pengumuman laba setelah SEO dan lebih menunjukkan bahwa investor mengambil pelajaran dari kegagalan mereka dalam melihat keberadaan manajemen laba pada kuartal-kuartal sebelum SEO sehingga investor tidak lagi merespon laporan keuangan setelah SEO dengan signifikan.

PENUTUP

Penelitian terhadap *earnings management* ini membuktikan bahwa pihak manajemen perusahaan melakukan tindakan *earning management* disekitar SEO. Hal ini dapat dilihat dari hasil analisis statistik yang menunjukkan bahwa rata-rata DA signifikan positif pada periode sebelum SEO. Nilai DA pada kuartal setelah SEO tidak memiliki pola yang terukur.

Adanya peristiwa *Seasoned Equity Offerings* menimbulkan reaksi investor yang negatif terhadap harga saham pada saat pengumuman dan dua hari setelahnya. Penelitian ini tidak menemukan bukti pendukung argumen *managerial response* yang menyatakan pengumuman SEO memberikan sinyal bahwa perusahaan telah melakukan manajemen laba pada laporan keuangan sebelum SEO yang kemudian direspon investor dengan membalikan harga saham.

Tindakan manajemen laba yang dilakukan perusahaan pada pengumuman laporan keuangan sebelum SEO tidak dapat disadari oleh investor. Investor tetap

bereaksi positif terhadap pengumuman laporan keuangan. Pengumuman SEO menyebabkan investor mengevaluasi ulang ekspektasinya terhadap kinerja masa depan dan cenderung merespon negatif pengumuman laporan keuangan setelah SEO. Selain itu, investor tidak lagi merespon pengumuman laporan keuangan dengan signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa investor tidak lagi mau terjebak pada kesalahan yang sama dengan mempercayai secara signifikan pengumuman laporan keuangan.

Penelitian selanjutnya mengenai manajemen laba di sekitar aksi korporasi dapat menggunakan model pengukuran *discretionary accruals* selain model *modified jones* karena setiap model memiliki signifikansi yang berbeda dalam mengukur manajemen laba. Model tersebut dapat berupa model Jones, model Industri, atau model yang dikembangkan Healy ataupun DeAngelo. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan model selain model perusahaan pembandingan atau *match firm* dalam menghitung *abnormal return* saham karena setiap model yang ada tentu memiliki kelebihan dan kekurangan tersendiri dalam menjelaskan variabel-variabel yang ada.

Bagi investor, sebaiknya menghindari pemilikan saham-saham yang akan melakukan *seasoned equity offering* karena investor akan memperoleh *cumulative yield* negatif pada periode 3 hari sesudah pengumuman yang dilakukan oleh Bursa Efek Indonesia dan dalam jangka panjang akan mengalami *return* yang negatif pada pengumuman laporan keuangan setelah *seasoned equity offerings*.

DAFTAR PUSTAKA

- Amin, A. (2007). Pendeteksian *Earnings Management, Underpricing* Dan Pengukuran Kinerja Perusahaan Yang Melakukan Kebijakan *Initial Public Offering* (IPO) Di

- Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi X*, 130-152.
- Dechow, P. M., (1995). Detecting Earning Management. *The Accounting Review*, 70 (2), 193-225.
- Denis, D. and Sarin, A. (1999). *Is the market surprised by poor earnings realizations following seasoned equity offerings?*, 36(2), 169-193.
- Erickson, M. and Wang, S. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics* 27, 149-176.
- Gavious, I. (2007). Market Reaction to Earnings Management: The Incremental Contribution of Analysts. *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 8, di unduh dari <http://www.eurojournals.com/finance.htm>
- Gumanti, T. A., (2001). *Earning Management Dalam Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia dan Keuangan*, 4 (2), 165-181.
- McLaughlin, Safieddine, and Vasudevan. (1996). The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow Theory and Post-Issue Performance. *Financial Management*, 25 (4), 41-52.
- Megginson. (1997). *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Loughran, T. and Ritter J. R. (1997). The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. *The Journal of Finance*, 52,1823-1850.
- Rangan, S. (1998). Earnings Management And The Performance Of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics* 50, 101-122.
- Ronen and Yaari. (2008). *Earnings Management Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*. Springer Science Business Media, LLC.
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizon*, 3, 91-102.
- Shivakumar, L. (2000). Do Firm Mislead Investor by Overstating Earnings Before Seasoned Equity Offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 339-371.
- Spudeck, R. E., and C. Moyer., (1985). Reverse Splits and Shareholder Wealth: The Impact of Commissions. *Journal of Financial Management*, 14, 52-56.
- Sulistyanto, H. S. dan Wibisono H. (2003). Seasoned Equity Offerings: Antara Agency Theory, Windows of Opportunity, dan Penurunan Kinerja. *Simposium Nasional Akuntansi VI*.
- Teoh, S.H., Welch, I., and Wong, T.J. (1998). Earning Management and The Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 63-69.
- Wang, J and Zhan L. (2006). Cash Flow from Operations, Accruals and Earnings Persistency. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 6 (2).
- Wolk, H.I. and M.G. Tearney, J.L. Dodd. (2001). *Accounting Theory*, South Western College Publishing: Thomson Learning.