

**KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL MEMODERASI PENGARUH
MANAJEMEN LABA MENJELANG *INITIAL PUBLIC OFFERING* PADA
*RETURN SAHAM***

**Komang Trisna Yuliawan¹
I Wayan Pradnyantha Wirasedana²**

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: trisnayuliawan@gmail.com/ telp: +62 81 747 72 52 0

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

ABSTRAK

Penelitian bertujuan untuk melihat manajemen laba menjelang *IPO* dan pengaruhnya terhadap *return* saham ketika mempertimbangkan kepemilikan institusional sebagai pemoderasi. Adanya asimetri informasi antara manajer dengan investor menuntut investor lebih cermat menganalisis informasi yang diterimanya. Investor institusi akan memberikan reaksi negatif terhadap informasi perusahaan yang tidak valid dan tidak dapat dipercaya. Sampel merupakan perusahaan *IPO* dan terdaftar pada BEI tahun 2010-2014 yaitu sebanyak 64 perusahaan setelah dilakukan teknik *purposive sampling*. Uji interaksi atau dikenal dengan *moderation regression analysis* digunakan sebagai teknik analisis data. *Modified Jones model* digunakan untuk mendeteksi manajemen laba. *Cummulative abnormal return* digunakan sebagai proksi dari *return* saham. Hasil dari penelitian memperlihatkan perusahaan melakukan indikasi manajemen laba periode satu tahun dan dua tahun sebelum *IPO* berpengaruh negatif pada *return* saham. Hasil dari penelitian konsisten dengan penelitian yang diteliti Joni dan Jogiyanto (2009). Penelitian ini juga membuktikan bahwa kepemilikan institusional dapat memperlemah pengaruh negatif indikasi manajemen laba pada *return* saham.

Kata kunci: *IPO*, manajemen laba, *return* saham, kepemilikan institusional

ABSTRACT

The aims of this study to determine the effect of earnings management before IPO on stock returns when considering institutional ownership as moderating variable. Information asymmetry between managers and investors demand investors more carefull on analyzing received information. Institutional ownership will give negative reacted to not valid and can't trusted company's information. Samples are company who do IPO and registered on Indonesian Stock Exchange year 2010-2014 as much 64 company after used purposive sampling. Data analysis technique used is interaction test or moderated regression analysis. Modified Jones model used to detect earning management. Cummulative abnormal return used as proxy of stock returns. The result shows the company do earning management one year and two year before IPO give negative effect on stock returns. These result consistent with previous study by Joni and jogiyanto (2009). This study also proved institutional ownership can weaken negative effect of earning management on stock returns

Keywords: *IPO*, earning management, stock returns, institutional ownership

PENDAHULUAN

Dalam beberapa tahun terakhir persoalan tentang manajemen laba seakan menjadi hal yang lumrah ditemui pada perusahaan-perusahaan di dunia salah satunya di Indonesia (Sulistyanto, 2008). Manajemen perusahaan melakukan manajemen laba karena didasari kemauan untuk mencapai kepentingan pribadi atau adanya hal yang dapat dimanfaatkan dalam penggunaan dasar-dasar akrual saat menyusun laporan keuangan (Ball dan Shivakumar, 2006). Manajemen laba dapat dilakukan dengan memanfaatkan celah pemakaian dasar-dasar akrual pada saat penyusunan laporan keuangan sehingga pengaturan laba dapat dilakukan oleh pihak manajemen.

Manajemen laba dilaksanakan manajemen dengan memanfaatkan kebijakan-kebijakan dalam akuntansi yang dikenal dengan istilah manajemen laba melalui aktivitas akrual. Manipulasi dilakukan dengan pemanfaatan dasar akrual yang terdapat pada laporan keuangan yaitu dengan mengurangi atau memperbesar laba yang akan dilaporkan atau diistilahkan sebagai akrual diskresioner. Manajemen melakukan akrual diskresioner karena mempunyai kepentingan pribadi dan bukan disebabkan oleh perubahan kondisi perusahaan yang mengharuskan munculnya perubahan dalam kebijakan akuntansi (Wibisono, 2003).

Keyakinan dalam mendapatkan imbalan atas upaya yang dilakukan menjadi motivasi manajemen untuk melakukan manajemen laba. Scott (2009) menyebutkan motivasi-motivasi terjadinya manajemen laba salah satunya adalah melalui kegiatan *Initial Public Offering (IPO)*. Motivasi untuk memanfaatkan *IPO* menjadi salah satu alasan dari munculnya manajemen laba sebagai adanya asimetri informasi untuk

memperoleh harga dari saham perdana yang maksimal. *IPO* menjadi alternatif pembiayaan dari luar perusahaan yang bisa digunakan perusahaan.

Pada saat periode menjelang *IPO* hampir belum ada pemberitaan tentang perusahaan tersebut pada media-media cetak maupun media-media elektronik (Rao, 1993 dalam Kusumarwadhani dan Siregar, 2009). Terbatasnya akses informasi yang dimiliki oleh investor mewajibkan pihak investor mengandalkan laporan keuangan dalam membuat penilaian kinerja perusahaan menjelang *IPO*. Laporan keuangan perusahaan menjelang *IPO* dapat dilihat pada prospektus yang diterbitkan yang didalamnya berisi informasi-informasi mengenai prospek dan kegiatan perusahaan (Irawan dan Gumanti, 2008).

Setiap akhir periode perusahaan yang telah melakukan *IPO* diwajibkan untuk menerbitkan atau melaporkan *annual report* yang berkualitas kepada investor dan publik (Bartov, 1993 dalam Wahyuningsih, 2007). Pengetahuan dan kemahiran manajer akan menjamin laporan keuangan yang tersaji handal dan dapat mempermudah investor dalam mengambil suatu keputusan (Banderlipe II, 2009). Investor akan cenderung memakai laporan keuangan sebagai penilaian kemampuan perusahaan dalam meningkatkan usahanya. Selain itu juga untuk mengetahui apakah investasi dalam perusahaan dapat menghasilkan tingkat pengembalian atau return yang tinggi (Nuwa, 2004).

Harga saham mencerminkan kesepakatan dimana pembeli setuju untuk membeli dan penjual setuju untuk menjualnya. Ini cenderung menyebabkan harga saham berfluktuasi. Pergerakan harga saham yang terus-menerus berubah menyebabkan

investor wajib melakukan analisis untuk memutuskan investasi. Informasi laba yang diterbitkan pada keuangan laporan merupakan kunci bagi investor dalam melakukan keputusan investasi. Informasi yang tidak sesuai pada emiten yang terindikasi manajemen laba menyebabkan investor akan mengambil keputusan investasi yang salah. Terdapatnya indikasi manajemen laba dalam perusahaan memperlihatkan terjadinya peningkatan resiko dan menyebabkan tingkat pengembalian lebih rendah dari yang seharusnya diterima oleh investor (Nuryaman, 2013).

Pada saat menjelang *IPO* pemegang saham intitusi berperan dalam pengantisipasi tindakan manajemen laba yang dilakukan manajer karena agar kepentingan yang tidak selaras dapat diatasi, manajemen dan investor dapat melakukan pengelolaan perusahaan yang baik salah satunya dengan adanya pemegang saham dari pihak institusi atau biasa dikenal dengan kepemilikan institusional (Jimbalvo dalam Tarjo, 2008).

Kepemilikan institusional diasumsikan bisa memperlemah indikasi adanya manajemen laba yang dilakukan oleh manajemen perusahaan karena institusional dianggap dapat menjadi *monitoring* tindakan manajemen perusahaan dimana dampaknya akan menurunkan motivasi manajer dalam pelaksanaan manajemen laba (Siregar dan Utama, 2005) dan mempunyai kemampuan untuk menggunakan informasi laba periode sekarang dalam meramalkan laba periode selanjutnya dibanding dengan investor yang bukan institusional (Balsam et al, 2002). Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi cenderung mempunyai tingkat pengembalian saham yang

tinggi daripada perusahaan yang memiliki kepemilikan institusional rendah (Osagie, et al. 2005).

Berdasarkan pemaparan diatas rumusan masalah yang akan diteliti yaitu pengaruh manajemen laba menjelang *IPO* terhadap *return* saham pada perusahaan yang terdaftar di BEI. Selanjutnya diteliti pengaruh kepemilikan institusional dalam memoderasi pengaruh manajemen laba menjelang *IPO* terhadap *return* saham pada perusahaan yang terdaftar di BEI

Landasan teori yang dipakai dalam penelitian ini yaitu teori keagenan merupakan teori yang berhubungan dengan agen dan prinsipal dimana agen bergerak demi kepentingan dari prinsipal dan terhadap tindakan yang dilakukannya didapat suatu imbalan (Suwardjono, 2005 dalam Yustisia dan Andiyani, 2006). Perusahaan adalah sekumpulan kontrak antar pemilik sumber daya ekonomis dan selajutnya pihak manajer yang akan mengurus dalam menggunakan dan mengendalikan sumber daya perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Sunarto, 2009). Di dalam teori keagenan menjelaskan bahwa apabila kinerja perusahaan buruk, manajer dapat bertindak oportunistik dengan menaikkan laba akuntansi untuk menyembunyikan kinerja buruk, sebaliknya apabila kinerjanya baik, manajer dapat bertindak oportunistik dengan menurunkan laba akuntansi untuk menunda kinerja baiknya.

Kondisi ini dikenal sebagai informasi yang tidak simetris atau asimetri informasi. Asimetri antara agen dengan prinsipal memberikan kesempatan kepada manajer untuk bertindak oportunistik atau memperoleh keuntungan pribadi. Dengan asumsi bahwa individu-individu agen bertindak untuk memaksimalkan kepentingan diri sendiri, maka

dengan asimetri informasi yang dimilikinya akan mendorong agen untuk menyembunyikan beberapa informasi yang tidak diketahui prinsipal.

Asimetri informasi merupakan sebuah kondisi pada saat salah satu pihak mendapatkan informasi-informasi yang belum diketahui oleh pihak lainnya. Jadi untuk informasi-informasi tersebut diketahui hanya oleh salah satu pihak tanpa diketahui pihak lainnya yang ternyata membutuhkan informasi-informasi tersebut. Teori ini terjadi pada manajer dan investor sebagai pemakai laporan keuangan yang dapat menyebabkan investor kesulitan mengamati kinerja dan prospek perusahaan secara menyeluruh. Asimetri informasi merupakan kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang tidak diketahui pihak lain. Sehingga untuk informasi tertentu hanya akan diketahui oleh suatu pihak tanpa diketahui oleh pihak lain yang juga memerlukan informasi tersebut. Asimetri informasi terjadi antara manajer dengan pemilik perusahaan sebagai pengguna laporan keuangan menyebabkan pemilik perusahaan tidak dapat mengamati seluruh kinerja dan prospek perusahaan secara sempurna.

Brigham dan Houston (2001) dalam penelitiannya menyebutkan teori sinyal merupakan suatu tindakan dilakukan manajemen dengan memberi arahan bagi investor tentang cara manajemen melihat masa depan perusahaan. Teori sinyal memiliki asumsi dasar yaitu manajer serta investor tidak memiliki suatu akses pada informasi yang serupa. Teori sinyal memiliki kandungan informasi berkaitan erat dengan asimetri informasi. Menurutnya terdapat kandungan asimetri informasi pada manajer serta investor. Tentang prospek perusahaan di masa depan, manajer dapat mengetahuinya. Sedangkan investor tidak mengetahui apapun tentang prospek perusahaan (Gelb, 1999).

Dalam hal ini, informasi yang tersedia bisa meliputi semua informasi yang tersedia baik informasi masa lalu, informasi saat ini, maupun informasi yang bersifat sebagai pendapat atau opini rasional yang beredar di pasar yang bisa mempengaruhi perubahan harga. Hal tersebut juga dapat diketahui di dalam prospektus dan laporan keuangan tahunan perusahaan. Pada awal perusahaan menjual sahamnya kepada publik, informasi keuangan, penawaran umum, kegiatan, prospek perusahaan dsb yang dipublikasikan dalam prospektus dan laporan keuangan tahunan merupakan sumber informasi yang sangat penting, Karena dimanfaatkan sebagai sinyal untuk investor potensial terkait dengan nilai perusahaan.

Menurut Scott (2009) manajemen laba merupakan pemilihan prosedur akuntansi yang dilakukan manajer dalam pencapaian suatu tujuan yang dimana terdapat dua perbedaan pola pikir. Pertama yaitu perilaku oportunistik manajemen dalam memaksimalkan utilitas. Selanjutnya yaitu perspektif adanya kontrak efisien pada saat manajemen laba diterapkan agar dapat menguntungkan pihak-pihak yang termasuk dalam kontrak. Pada akhirnya manajemen laba sering disimpulkan sebagai suatu hal yang kurang baik apabila manajemen melakukannya.

Empat teknik dan pola manajemen laba yang dapat dilakukan manajemen menurut Scott (2009) yaitu *taking a bath* yang terjadi pada saat perombakan pengurus organisasi atau pergantian *CEO* yang baru dengan melaporkan total kerugian yang cukup tinggi. Perlakuan tersebut diharap dapat terjadi peningkatan laba pada periode selanjutnya. Selanjutnya *income minimization* merupakan pola dilakukan ketika suatu perusahaan sedang dalam probabilitas tinggi sehingga apabila laba periode selanjutnya

diestimasikan mengalami penurunan drastis dapat diatasi dengan laba periode sebelumnya. *Income maximization* merupakan pola dilakukan ketika laba mengalami penurunan. Tujuannya agar dapat melaporkan *net income* tinggi menuju jumlah imbalan yang lebih besar. Perusahaan dengan pelanggaran perjanjian hutang yang tinggi cenderung melakukan *income maximization*. Dan *income smoothing* yang dilakukan dalam mengurangi jumlah fluktuasi laba yang terlalu besar, maka perusahaan melakukan pola *income smoothing* dengan meratakan jumlah laba yang akan dilaporkan kestabilan dari laba suatu emiten lebih disukai investor.

Discretionary accrual merupakan suatu tahap untuk memperkecil ataupun memperbanyak pelaporan laba yang menyulitkan untuk dideteksi dengan memanipulasi prosedur akuntansi yang terkait dengan akrual misalnya menaikkan beban depresiasi, melakukan pencatatan kewajiban-kewajiban besar pada diskon dan pencatatan persediaan usang. *Discretionary accrual* sering digunakan sebagai proksi manajemen laba oportunistik dalam beberapa penelitian sebelumnya sesuai dengan konteksnya masing-masing, tetapi manajer mungkin mempunyai motivasi lain untuk mencatat *discretionary accrual* yaitu untuk maksud pemberian sinyal mengenai kinerja manajemen kini serta yang akan datang.

Dalam UU No.8 Tahun 1995, penawaran umum (*emisi/go public/initial public offering*) merupakan kegiatan penawaran efek yang dilaksanakan oleh suatu perusahaan untuk menjual efek kepada masyarakat berdasar dengan tata cara yang mengatur tentang Undang-Undang Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya.

IPO merupakan kegiatan yang wajib dilaksanakan perusahaan saat dilakukannya penawaran saham untuk pertama kali kepada masyarakat luas didasari pada tata cara yang seluruhnya diatur pada Undang-Undang Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya. Tujuannya yaitu untuk mendapatkan tambahan modal dari masyarakat serta menjadikan perusahaan semakin dikenal.

Menurut Ang (1997:97) dalam Solechan (2009) *return* merupakan tingkat keuntungan yang pemodal nikmati pada saat melakukan investasi. *Return* saham yaitu pemasukan yang pemegang saham peroleh dari investasi pada suatu perusahaan. Jogyanto (2010) menyebutkan *return* saham terdiri dari dua jenis yaitu *return* realisasi dan *return* ekspektasi. *Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi, kemudian dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi dijadikan skala pengukuran kinerja suatu perusahaan serta menjadi komponen dalam menentukan tingkat *return* dan risiko periode selanjutnya. Selanjutnya *return* ekspektasi adalah *return* yang diharapkan terjadi pada periode mendatang serta sifatnya masih belum pasti terjadi.

Kepemilikan institusional adalah total persentase kepemilikan saham yang dipunyai pihak institusi dari seluruh saham perusahaan beredar di pasar. Kepemilikan institusional berfungsi sebagai pengendalian manajemen perusahaan dengan cara memonitoring secara efektif sehingga mampu memperkecil indikasi adanya manajemen laba karena dapat secara efektif mengawasi dampak masalah keagenan yang bisa terjadi. Pada akhirnya peningkatan kinerja akan terjadi karena dilibatkannya investor institusional. Pada saat proses penyusunan laporan keuangan memungkinkan terdapatnya manipulasi sesuai kehendak manajemen. Jadi ukuran dari kepemilikan

institusional pada suatu perusahaan akan memberi motivasi untuk mengawasi kinerja dan perilaku manajemen. Adapun indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan institusi adalah persentase jumlah saham yang dimiliki oleh pihak institusi dari seluruh jumlah modal saham yang beredar.

Teori keagenan menyebutkan hubungan antara investor dan manajer merupakan hubungan kontraktual dimana keduanya memiliki keinginan pribadi untuk meningkatkan kesejahteraan. Teori sinyal menyebutkan pihak manajemen memiliki informasi sesungguhnya mengenai prospek perusahaan yang belum tentu diketahui investor. Penelitian ini berfokus pada manajemen laba satu tahun dan dua tahun menjelang *IPO* dan bagaimana pengaruhnya terhadap *return* saham 7 hari setelah masuk pasar.

Kaitan antara manajemen laba dan return saham telah diteliti oleh beberapa peneliti sebelumnya. Pada hasil penelitian Joni dan Jogiyanto (2009) menemukan bahwa saat kecerdasan investor sebagai moderasi pada manajemen laba dua periode sebelum *IPO* mendapat hasil negatif. Jadi kesimpulan dari hasil ini memperlihatkan rendahnya harga saham disebabkan oleh tingginya nilai manajemen laba saat investor cerdas. Akan tetapi penelitian dari Ardiati (2005) memperlihatkan hasil positif ketika kualitas audit menjadi moderasi dari manajemen laba pada *return* saham. Hasil serupa ditemukan pada penelitian Widiastuty dalam Ferdiansyah dan Purnamasari (2012) yang memperlihatkan ketika *leverage* dan *unexpected earning* dijadikan variable kontrol saat manajemen laba mempengaruhi *return* saham dihasilkan pengaruh positif. Hasil lainnya yaitu pada penelitian Raharjono dalam Ferdiansyah dan Purnamasari (2012) yang

menemukan tidak terdapat hubungan saat manajemen laba menjelang *IPO* pada *return* saham.

Joni dan Jogiyanto (2009) menyebutkan total kepemilikan institusional $\geq 60\%$ memperlihatkan hasil yang lebih baik dibanding dengan perusahaan dengan kepemilikan institusional $\geq 40\%$. Hasil penelitian tersebut menunjukkan kepemilikan institusional $\geq 60\%$ menjadi total kepemilikan institusional yang sesuai pada kondisi pasar modal di Indonesia. Kepemilikan institusional $\geq 60\%$ diproyeksikan mahir dan dapat menjadi pendeteksi terdapatnya indikasi manajemen laba pada laporan keuangan yang diterbitkan dan dilaporkan perusahaan. Karena investor dari pihak institusi biasanya memiliki *staff* khusus yang memiliki tugas untuk menganalisis adanya indikasi manajemen laba dan membuat prediksi besarnya *return* saham perusahaan tersebut.

Berdasarkan pada uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H_{1a}: Manajemen laba satu tahun sebelum *IPO* berpengaruh terhadap *return* saham

H_{1b}: Manajemen laba dua tahun sebelum *IPO* berpengaruh terhadap *return* saham

H_{2a}: Kepemilikan institusional satu tahun sebelum *IPO* memoderasi pengaruh manajemen laba satu tahun sebelum *IPO* terhadap *return* saham

H_{2b}: Kepemilikan institusional dua tahun sebelum *IPO* memoderasi pengaruh manajemen laba dua tahun sebelum *IPO* terhadap *return* saham

METODE PENELITIAN

Lokasi penelitian yaitu pada Bursa Efek Indonesia dimana terdapat data perusahaan-perusahaan *IPO* periode 2010-2014. Objek dalam penelitian ini adalah prospektus dimana berisi laporan keuangan tiga tahun menjelang *IPO*. Jenis data yang digunakan yaitu data kuantitatif dan data kualitatif. Data kuantitatif yaitu nilai-nilai dari total akrual, laba bersih kas, aliran kas dari aktivitas operasional, piutang, pendapatan, aset total, piutang, penjualan dan asset tetap yang terdapat dalam laporan tahunan perusahaan. Sedangkan data kualitatif yaitu daftar nama dan tanggal pengumuman perusahaan yang melakukan *IPO* pada periode 2010-2014.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan *IPO* periode 2010-2014. Metode penentuan sampel yang digunakan yaitu *nonprobability sampling* dengan teknik *purposive sampling*. Kriteria yang dipakai dalam penentuan jumlah sampel yaitu:

1. Perusahaan terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dan melakukan *IPO* pada periode 2010 hingga 2014.
2. Perusahaan menerbitkan prospektus yang didalamnya berisikan laporan keuangan tiga tahun menjelang periode *IPO*.
3. Perusahaan tidak terkelompok dalam jenis industri jasa keuangan.
4. Perusahaan memiliki kepemilikan institusional diatas $\geq 60\%$ atau lebih.

Dalam penelitian ini manajemen laba diproksi dengan perhitungan *modified Jones model*. Alasannya dikarenakan penelitian oleh Dechow (1995) dalam Saputro dan Setiawati (2004) mampu membuktikan *modified Jones model* lebih mampu menjadi

pendeteksi indikasi manajemen laba dibanding dengan model-model lainnya seperti model Jones, model Healy, model DeAngelo dan model industri. Selanjutnya *discretionary accrual* diestimasi memakai rumus berikut:

- a. Perhitungan total akrual

$$TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it} \dots\dots\dots(1)$$

- b. Penentuan koefisien regresi

$$TA_{it} / A_{it-1} = \beta_1 (1 / A_{it-1}) + \beta_2 (\Delta REV_{it} / A_{it-1}) + \beta_3 (PPE_{it} / A_{it-1}) + \varepsilon_{it} \dots\dots(2)$$

- c. Selanjutnya dilakukan perhitungan *non discretionary accruals (NDA)* dari hasil koefisien regresi

$$NDA_{it} = \beta_1 (1/A_{it-1}) + \beta_2 (\Delta REV_{it} / A_{it-1} - \Delta REC_{it}/A_{it-1}) + \beta_3 (PPE_{it}/A_{it-1}) \dots(3)$$

- d. Menghitung *discretionary accruals (DA)*

$$DA_{it} = (TA_{it}/A_{it-1}) - NDA_{it} \dots\dots\dots(4)$$

Keterangan :

- TA_{it} : total akrual perusahaan-i tahun ke-t
 NI_{it} : Laba bersih perusahaan-i periode ke-t
 CFO_{it} : Aliran kas dari aktivitas operasi perusahaan-i periode ke-t
 TA_{it} : total akrual periode ke-t perusahaan-i
 A_{it-1} : total aktiva perusahaan-i periode t-1
 ΔREV_{it} : perubahan pendapatan dari tahun t-1 ke periode t
 PPE_{it} : aktiva tetap perusahaan-i pada periode ke-t
 ε_{it} : *error term* periode-t untuk perusahaan-i
 NDA_{it} : *Non discretionary accruals* perusahaan-i periode ke-t
 ΔREC_{it} : perubahan nilai bersih piutang dari periode t-1 ke periode-t
 β : koefisien regresi
 DA_{it} : *discretionary accruals* perusahaan-i periode ke-t

Nilai dari *DA* bernilai positif menunjukkan terdapatnya indikasi manajemen laba dengan pola laba dinaikkan (*income maximization*), jika menghasilkan nilai negatif menunjukkan terdapat indikasi manajemen laba dengan pola laba diturunkan (*income*

minimization), sedangkan apabila nilai *DA* nol maka menunjukkan tidak terdapat indikasi manajemen laba.

Return saham diproksi dengan *Cumulative Abnormal Return (CAR)*. Perhitungan *CAR* melalui *Market Adjusted Model*. *Return* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* historis dan *return* pasar setelah tujuh hari masuk pasar. Formula *CAR* yaitu:

- a. Menghitung total *return* sesungguhnya

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

- b. Menghitung *return* pasar

$$R_{Mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots\dots\dots(6)$$

- c. Menghitung *abnormal return*

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \dots\dots\dots(7)$$

- d. Menghitung *Cumulative Abnormal Return* yaitu:

$$CAR_{it} = \sum_{a=t-1}^{t=7} AR_{it} \dots\dots\dots(8)$$

Keterangan:

- R_{it} : *return* saham perusahaan-i perioda ke-t
- P_{it} : harga penutupan saham-i perioda ke-t
- P_{it-1} : harga penutupan saham-i perioda t-1
- R_{mt} : *return* pasar perioda ke-t
- $IHSG_t$: Indeks Harga Saham Gabungan perioda- t
- $IHSG_{t-1}$: Indeks Harga Saham Gabungan perioda t-1
- AR_{it} : *Abnormal Return* perusahaan-i perioda-t

CAR_{it} : *Cumulative Abnormal Return* perusahaan-i periode ke-t yang diakumulasi dari AR_{it} sekuritas ke-i mulai hari awal periode peristiwa (t_1) sampai hari ke-7

Pengukuran kepemilikan institusional yaitu pada total persentase saham yang berasal dari pihak institusi $\geq 60\%$ atau kepemilikan *blockholders* yaitu kepemilikan dari individual dengan kata lain saham dimiliki dengan nama perorangan diatas 5% akan tetapi tidak menjadi kepemilikan manajerial di akhir periode. Perhitungan kepemilikan institusional (*INST*) yaitu:

$$INST = \frac{\text{persentasasaham pihak institusi}}{\text{total saham yang beredar}} \times 100\% \dots\dots\dots(9)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada periode 2010-2014 sebanyak 123 perusahaan melakukan *IPO* di Bursa Efek Indonesia dan 64 perusahaan memenuhi kriteria *purposive sampling* untuk menjadi sampel penelitian.

Tabel 1.
Jumlah Populasi dan Sampel

No.	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan melakukan <i>IPO</i> tahun 2010-2014	123
2.	Perusahaan tidak menerbitkan prospectus	(13)
3.	Perusahaan dikelompokkan dalam jenis industri jasa keuangan	(16)
4.	Perusahaan tidak memiliki laporan keuangan tiga tahun sebelum <i>IPO</i>	(17)
5.	Perusahaan dengan kepemilikan institusional < 60%	(13)
Jumlah Sampel		64

Sumber: data diolah, 2015

Dari jumlah sampel yang ada perusahaan yang melakukan *IPO* di tahun 2010 sebanyak 14 perusahaan, *IPO* pada tahun 2011 sebanyak 13 perusahaan, *IPO* pada

yahun 2012 sebanyak 15 perusahaan, *IPO* pada tahun 2013 sebanyak 13 perusahaan dan *IPO* pada tahun 2014 sebanyak 9 perusahaan. Selanjutnya akan dibahas mengenai hasil dari uji asumsi klasik.

Tabel 2.
Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR	57	-.255	.992	.05648	.219054
DA1	57	-1.864	1.067	-.17447	.552114
DA2	57	-3.910	.896	-.33798	.832854
INST1	57	.753	1.000	.97803	.052784
INST2	57	.803	1.000	.98855	.034361
Valid N (listwise)	57				

Sumber: Uji SPSS 16, 2015

Berdasarkan Tabel 2 diketahui bahwa nilai *DA* pada t_{-1} dan t_{-2} pelaksanaan *IPO* memiliki nilai minimum berturut yaitu -1,864 dimiliki oleh Midi Utama Indonesia Tbk. dan -3,910 dimiliki oleh Erajaya Swasembada Tbk. yang berarti pola manajemen laba dengan menurunkan laba dilakukan perusahaan menjelang *IPO*. Nilai maksimum *DA* pada t_{-1} dan t_{-2} pelaksanaan *IPO* memiliki nilai berturut yaitu 1,067 dimiliki oleh PT Mitra Pinasthika Mustika Tbk. dan 0,896 dimiliki pula oleh PT Mitra Pinasthika Mustika Tbk. yang berarti pola manajemen laba dengan menaikkan laba dilakukan perusahaan menjelang *IPO*. Nilai rata-rata *DA* pada t_{-1} dan t_{-2} adalah -0,17447 dan -0,33798 dengan standar deviasi 0,552114 yang berarti pola manajemen laba dengan menurunkan laba dilakukan perusahaan menjelang *IPO*. Hasil statistik deskriptif *DA* menunjukkan nilai rata-rata *DA* bernilai negatif pada tahun sebelum dilaksanakannya *IPO* mengindikasikan perusahaan cenderung melakukan manajemen laba dengan pola menurunkan laba. Menurut Scott (2009) adanya indikasi manajemen laba dengan pola

menurunkan laba pada saat menjelang *IPO* dikarenakan apabila perusahaan mengalami penurunan dalam laba periode mendatang karena terkena probabilitas yang tinggi maka dapat diatasi dengan laba periode sebeumnya. Selain itu motivasi lainnya yaitu untuk meminimalisasi besarnya jumlah pajak wajib bayar kepada Pemerintah karena semakin besarnya laba maka semakin besar pula pajak yang akan ditanggung perusahaan. Perusahaan dengan laba yang tinggi cenderung mendapatkan pengawasan yang tinggi dari Pemerintah, ditambah dengan perusahaan yang akan melakukan *IPO* akan menghimpun dana dari masyarakat tentunya akan mendapat pengawasan yang ketat dari pemerintah apabila didapat laba yang terlalu tinggi pada perusahaan.

Cummulatif abnormal return saham (*CAR*) memperlihatkan rata-rata yaitu 0,05648. Nilai tersebut memiliki rata-rata positif. Artinya selama tujuh hari setelah masuk pasar saham, reaksi positif ditunjukkan investor untuk membeli saham perusahaan *IPO* di Bursa Efek Indonesia. Selanjutnya nilai *CAR* terendah sebesar -0,255 yaitu Indopoly Swakarsa Industry Tbk. dan nilai *CAR* tertinggi mencapai 0,992 yaitu pada PT Bali Towerindo Sentra Tbk.

Kepemilikan institusional pada satu tahun menjelang *IPO* memiliki rata-rata sebesar 0,97803. Artinya institusi memiliki 97,803% saham perusahaan menjelang *IPO*. Nilai kepemilikan institusional terendah sebesar 0,753 atau 75,3% dan kepemilikan saham institusi terbesar adalah 1,000 atau 100%. Untuk kepemilikan institusional pada dua tahun menjelang *IPO* memiliki rata-rata sebesar 0,98855. Artinya institusi memiliki 98,855% saham perusahaan menjelang *IPO*. Nilai kepemilikan saham institusi terendah adalah sebesar 0,803 atau 80,3% dan kepemilikan saham institusi terbesar adalah 1,000

atau 100%

Tabel 3.
Hasil Uji Normalitas Persamaan 1

	Unstandardized Residual
Kolmogrov-Smirnov Z	1,073
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,200

sumber: uji SPSS 16, 2015

Tabel 4.
Hasil Uji Normalitas Persamaan 2

	Unstandardized Residual
Kolmogrov-Smirnov Z	1,222
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,101

sumber: uji SPSS 16, 2015.

Hasil pengujian uji statistik *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) menunjukkan nilai K-S berturut-turut adalah 1,073 dan 1,222. Nilai probabilitas signifikansi berturut-turut adalah 0,200 dan 0,101. Artinya secara statistik Asymp Sig K-S lebih besar dari alpha (0,05) sehingga nilai residual pada hipotesis penelitian terdistribusi normal.

Tabel 5.
Hasil Uji Heterokedastisitas Persamaan 1

Model		Sig.
1	(Constant)	0,737
	DA1	0,654
	INST1	0,685
	DA1.INST1	0,633

Dependent Variable: Abs_Res1
sumber: uji SPSS 16, 2015

Tabel 6.
Hasil Uji Heterokedastisitas Persamaan 2

Model		Sig.
1	(Constant)	0,343
	DA2	0,428
	INST2	0,324
	DA2.INST2	0,447

Dependent Variable: Abs_Res2
sumber: uji SPSS 16, 2015

Berdasarkan *Asymp. Sig. (2-tailed)* setiap variabel bebas bernilai lebih besar dari alpha yaitu 0,05. Jadi dalam penelitian data bebas dari gejala heterokedastisitas.

Tabel 7.
Uji Autokorelasi Persamaan 1

Model	<i>Durbin- Watson</i>
1	1,842

sumber: uji SPSS 16, 2015

Nilai DW yaitu 1,842. Nilai dU untuk total sampel 57 dengan adanya dua variabel bebas (k) serta $\alpha=5\%$ yaitu 1,607. Maka nilai $4 - dU$ yaitu 2,393 sehingga berdasarkan prosedur autokorelasi $dU < DW < 4 - dU$ yaitu $1,607 < 1,842 < 2,393$, data bebas dari autokorelasi.

Tabel 8.
Uji Autokorelasi Persamaan 2

Model	<i>Durbin- Watson</i>
1	2,061

sumber: uji SPSS 16, 2015

Nilai DW yaitu 2,193. Nilai dU untuk total sampel 57 dengan adanya dua variabel bebas (k) serta $\alpha=5\%$ yaitu 1,607. Maka nilai $4 - dU$ yaitu 2,393 sehingga berdasarkan prosedur autokorelasi $dU < DW < 4 - dU$ yaitu $1,607 < 2,193 < 2,393$, data bebas dari autokorelasi.

Tabel 9.
Fitness Model Test (Uji F) Persamaan 1

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1,077	3	0,359	11,801	0,000 ^a
Residual	1,613	53	0,030		
Total	2,690	56			

sumber: uji SPSS 16, 2015

Tabel 10.
Fitness Model Test (Uji F) Persamaan 2

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	0,745	3	0,248	6,762	0,001 ^a
Residual	1,946	53	0,037		
Total	2,690	56			

sumber: uji SPSS 16, 2015

Berdasarkan tabel tersebut dapat diketahui *p-value* berturut-turut sebesar 0,000 dan 0,001 yang memiliki nilai lebih kecil dari α yaitu 0,05 yang mengindikasikan model layak untuk digunakan sebagai alat analisis guna menguji hipotesis penelitian.

Tabel 11.
Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*) Persamaan 1
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	0,633 ^a	0,400	0,367

sumber: uji SPSS 16, 2015

Tabel 12.
Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*) Persamaan 2
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	0,526 ^a	0,277	0,236

sumber: uji SPSS 16, 2015

Berdasarkan tabel 11. diketahui bahwa nilai *Adjusted R²* sebesar 0,367 atau 36,7% yang berarti bahwa 36,7% variasi perubahan *CAR* dapat dijelaskan oleh variabel *DA1*, *INST1* dan variabel pemoderasinya, sedangkan 63,3% dijelaskan variabel lain di luar model.

Kemudian berdasarkan tabel 12. diketahui bahwa nilai *Adjusted R²* sebesar 0,236 atau 23,6% yang berarti bahwa 23,6% variasi perubahan *CAR* dapat dijelaskan oleh

variabel *DA2*, *INST2* dan variabel pemoderasinya, sedangkan 76,4% dijelaskan variabel lain di luar model.

Tabel 13.
Hasil Moderated Regression Analysis Persamaan 1

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Sig
	B	Std. Error		
1 (Constant)	-4,258	1,964		0,035
DA1	-2,205	0,999	-5,841	0,032
DA1.INST1	2,454	1,009	5,668	0,018

Sumber: Uji SPSS 16, 2015

Moderated Regression Analysis menghasilkan persamaan regresi yaitu:

$$CAR = -4,258 - 2,205 DA1 + 4,478 INST1 + 2,454 DA1.INST1 + \mu \dots \dots \dots (10)$$

Tabel 14.
Hasil Moderated Regression Analysis Persamaan 2

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Sig
	B	Std. Error		
1 (Constant)	-6,109	2,604		0,023
DA2	-2,510	1,170	-6,694	0,036
DA2.INST2	2,659	1,174	6,319	0,028

Sumber: Uji SPSS 16, 2015

Moderated Regression Analysis menghasilkan persamaan regresi yaitu:

$$CAR = -6,109 - 2,510 DA2 + 6,296 INST2 + 2,659 DA2.INST2 + \mu \dots \dots \dots (11)$$

Berdasarkan Tabel 13 dan Tabel 14 tersebut didapat hasil sebagai berikut:

1) Pengujian Hipotesis H_{1a} :

Berdasarkan Tabel 13 dapat diketahui bahwa nilai P-value pengaruh *DA1* pada *CAR* sebesar 0,032 yang lebih kecil dari $\alpha=0,05$. Nilai B sebesar -2,205 menunjukkan arah negatif. Jadi dapat disimpulkan bahwa *DA1* berpengaruh

negatif dan signifikan terhadap *CAR*. Ini berarti hasil menerima hipotesis H_{1a} yang menyatakan bahwa manajemen laba satu tahun menjelang *IPO* berpengaruh pada *return* saham.

2) Pengujian Hipotesis H_{1b}

Berdasarkan Tabel 14 dapat diketahui bahwa nilai P-value pengaruh *DA2* pada *CAR* sebesar 0,036 yang lebih kecil dari $\alpha=0,05$. Nilai B sebesar -2,510 menunjukkan arah negatif. Jadi dapat disimpulkan bahwa *DA2* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *CAR*. Ini berarti hasil menerima hipotesis H_{1b} yang menyatakan bahwa manajemen laba dua tahun menjelang *IPO* berpengaruh pada *return* saham.

3) Pengujian Hipotesis H_{2a}

Berdasarkan Tabel 13 diperoleh nilai signifikansi untuk variable pemoderasi *INST1* mempengaruhi hubungan antara *DA1* dan *CAR* sebesar 0,018 lebih kecil dari α yaitu 0,05. Artinya *INST1* berpengaruh signifikan dan dapat menjadi pemoderasi hubungan *DA1* dengan *CAR* sehingga H_{2a} dalam penelitian ini diterima. Selain itu nilai B sebesar 2,454 yang berarti variabel moderasi *INST1* dapat memperlemah hubungan *DA1* dengan *CAR*.

4) Pengujian Hipotesis H_{2b}

Berdasarkan Tabel 13 diperoleh nilai signifikansi untuk variable pemoderasi *INST2* mempengaruhi hubungan antara *DA2* dan *CAR* sebesar 0,028 lebih kecil dari α yaitu 0,05. Artinya *INST2* berpengaruh signifikan dan dapat menjadi pemoderasi hubungan *DA2* dengan *CAR* sehingga H_{2a} dalam penelitian ini

diterima. Selain itu nilai B sebesar 2,659 yang berarti variabel moderasi *INST2* dapat memperlemah hubungan *DA2* dengan *CAR*.

Pada uji hipotesis yang telah dilakukan didapat hasil manajemen laba satu tahun menjelang *IPO* memiliki pengaruh negatif dan signifikan pada *return* saham. Senada dengan hasil tersebut manajemen laba dua tahun menjelang *IPO* juga berpengaruh negatif dan signifikan pada *return* saham.

Perusahaan yang melakukan *IPO* dengan indikasi manajemen laba signifikan membuat investor yang akan melaksanakan investasi pada perusahaan di pasar modal bereaksi. Terdapatnya koefisien regresi dengan hasil negatif diasumsikan sebagai adanya aktivitas manajemen laba yang dipraktikkan pihak manajemen dan atas hal tersebut sudah dideteksi pihak investor adanya reaksi yang negatif dari investor mengingat manajemen laba umumnya diartikan sebagai perilaku oportunistik manajemen (Joni dan Jogiyanto, 2009). Hal ini dikuatkan dengan adanya penurunan *return* saham setelah 7 hari masuk pasar. Terdapatnya hubungan yang signifikan dari indikasi manajemen laba terhadap *return* saham menunjukkan beberapa investor memperhatikan adanya indikasi manajemen laba yang dipraktikkan pihak manajemen.

Pada hasil uji hipotesis yang telah dilakukan didapat hasil kepemilikan institusional mampu memperlemah pengaruh negatif manajemen laba satu tahun menjelang *IPO* pada *return* saham. Senada dengan hasil tersebut kepemilikan institusional mampu memperlemah pengaruh negatif manajemen laba dua tahun menjelang *IPO* juga berpengaruh negatif dan signifikan pada *return* saham.

Adanya kepemilikan institusional yang tinggi pada perusahaan pelaku *IPO* ternyata mampu memperlemah kenegatifan efek praktik manajemen laba yang dilakukan pihak perusahaan pelaku *IPO* pada *return* sahamnya setelah 7 hari masuk pasar. Didapatnya hubungan yang signifikan pada efek moderasi menjelaskan ukuran dari kepemilikan institusional yang memiliki saham pada perusahaan pelaku *IPO* nampaknya menjadi hal yang dipertimbangkan bagi pihak yang akan melakukan investasi. Kepemilikan institusional berfungsi sebagai pengendalian kebijakan manajemen melalui pengawasan yang dilakukan dengan efektif sehingga dapat memperlemah adanya indikasi manajemen laba. Pihak investor institusi mempunyai peranan sebagai pengawas yang efektif dalam mengurangi adanya dampak dari masalah keagenan. Dengan adanya keterlibatan pihak investor institusi akan mampu mengurangi efek negatif dari manajemen laba.

SIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan yang dapat diambil dari hasil pengujian hipotesis dan analisis tersebut yaitu terdapat pengaruh negatif dan signifikan manajemen laba menjelang *IPO* pada *return* saham. Apabila praktik manajemen laba tinggi maka *return* sahamnya akan rendah. Selanjutnya kepemilikan institusional yang tinggi pada perusahaan pelaku *IPO* ternyata mampu memperlemah kenegatifan efek praktik manajemen laba yang dilakukan pihak perusahaan pelaku *IPO* pada *return* sahamnya setelah 7 hari masuk pasar. Penelitian menunjukkan hasil yaitu terdapatnya hubungan yang positif pada

interaksi kepemilikan institusional sebagai pemoderasi manajemen laba sebelum *IPO* terhadap return saham.

Bagi penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan faktor-faktor lain selain manajemen laba yang dapat berpengaruh pada *return* saham. Agar hasil penelitian dapat digunakan dan diperluas, peneliti berikutnya disarankan agar mencoba variabel lainnya yang memungkinkan berpengaruh pada *return* saham. Selain itu diharapkan dapat menambah jumlah sampel yang lebih banyak dengan menambah periode perusahaan yang melakukan *IPO* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Selain itu diharapkan dapat melakukan perhitungan manajemen laba dengan periode yang lebih lama agar didapat hasil yang lebih representatif.

Bagi investor diharapkan lebih cermat dan teliti apabila ingin melakukan suatu investasi pada saat perusahaan melakukan *IPO*. Dapat dilakukan dengan penganalisaan informasi-informasi yang tersaji pada prospektus yang disajikan manajemen. Pengkajian ulang dapat dilakukan dengan melakukan perbandingan dengan informasi lainnya yang dianggap relevan dan terpercaya. Informasi tersebut mungkin saja berupa informasi yang telah mendapat manipulasi dan tidak dapat dipertanggungjawabkan. Hal ini perlu dipertimbangkan pihak investor agar dalam melakukan investasi mendapatkan *return* yang baik.

REFERENSI

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 Akuntansi Indonesia*. Vol. 8 No 3 hal. 235-249.

- Ball, R., Robin, A. dan L. Shivakumar. 2006. The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gains and Loss Recognition. *Journal of Accounting Research*. Vol. 44.
- Balsam, Steven, Eli Bartov, dan Marquardt Carol. 2002. Accrual Management, Investors Sophistication, and Equity Valuation: Evidence from 10-Q Filings. *Journal of Accounting Research*.
- Banderlipe II, Mc Reynald S. 2009. The Impact of Selected Corporate Governance Variables in Mitigating Earnings Management in the Philippines. *DLSU Business & Economics Review*. 19(1): 17-27.
- Ferdiansyah dan Purnamasari, Dian. 2012. Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Return Saham dengan Kecerdasan Investor sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Sains Manajemen & Akuntansi*. Vol. IV no. 2/November/2012.
- Gelb, David S. 1999. "Corporate Signalling with Devidend, Stock Repurchase, and Accounting Disclosure: An Empirical Study". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Hal. 99-120.
- Irawan, M.A. dan Gumanti, T.A. (2008). Earnings and Cashflows Performance Surrounding IPO. *Artikel Ilmiah dipresentasikan dalam Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak
- Jogiyanto H,M. 2010. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Edisi Ketujuh. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Joni dan Jogiyanto H. M. 2009. *Hubungan Manajemen Laba Sebelum IPO dan Return Saham dengan Kecerdasan Investor sebagai Variabel Pemoderasi*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*
- Nuryaman. 2013. *The Influence of Earning Management on Stock Return and the Role of Audit Quality as a Moderating Variable*. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Vol. 4, No. 2, April 2013
- Nuwa, Maria Fatima Doy. 2004. *Hubungan Manajemen Laba (Earning Management) Dengan Kinerja Operasi dan Return Saham di Sekitar IPO (Initial Public Offering)*. *Skripsi Program Sarjana Ekonomi Akuntansi Universitas Katolik Soegijapranata*. Semarang.
- Osagie, J., Osho Gbolahan S., dan Sutton, Cynthia. 2005. *The Impact Of Institutional Stock Owners On Stock Returns and Performance: A Financial Market Perspective*. *Journal of Business & Economics Research*.

- Saputro, J.A. dan Setiawati, L. 2004. Kesempatan Bertumbuh dan Manajemen Laba: Uji Hipotesis *Political Cost*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Volume 7 Nomor 2.
- Scott, William R. 2009. *Financial Accounting Theory*. Edisi Kelima. Prentice Hall.
- Siregar, Veronica dan Utama, Siddharta. 2005. “Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktik *Corporate Governance* Terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management)”. Simposium Nasional Akuntansi VIII. Solo
- Solechan, Ahmad. 2009. Pengaruh *Earning*, Manajemen Laba, IOS, *Beta*, *Size* dan Rasio Hutang Terhadap *Return Saham* Pada Perusahaan yang *Go Public* di BEI. *Jurnal*. STIMIK HIMSYA Semarang
- Sulistiyanto, H. Sri. 2008. *Manajemen Laba Teori dan Model Empiris*. Grasindo. Jakarta.
- Sunarto. 2009. Teori Keagenan Dan Manajemen Laba. *Jurnal Kajian Akuntansi* Vol.1 No.1 13. Fakultas Ekonomi Unisbank Semarang.
- Tarjo. 2008. *Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage Terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham Serta Cost of Equity Capital*. Simposium Nasional Akuntansi XI. Pontianak
- Wahyuningsih, Dwi Retno. 2007. Hubungan Praktik Manajemen Laba dengan Reaksi Pasar Atas Pengumuman Informasi Laba Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Tesis Magister Sains Akuntansi*
- Wibisono, Haris dan Sulistyanto, S. 2003. *Seasoned Equity Offering: Antara Agency Theory, Windows of opportunity, dan Penurunan Kinerja*. *Jurnal* Simposium Nasional Akuntansi VI. Surabaya.
- Yustisia, A & Andayani,W. 2006. *Pengaruh Manajemen Laba (Earning Management) Terhadap Kinerja Operasi Dan Return Saham Di Sekitar IPO : Studi terhadap Perusahaan Yang listing di Bursa Efek Jakarta*. *Jurnal*. TEMA, Volume 7, Nomor I, Maret 2006.