

EARNINGS MANAGEMENT, UNDERPRICING, DAN UNDERPERFORMANCE PADA INITIAL PUBLIC OFFERING DI INDONESIA

Lophiga Surbakti¹ dan Adler H. Manurung²

Abstract

The purpose in this research is detecting the presence of earning management policy that accompanying the IPO implementation, detecting under pricing phenomenon at the first day of IPO and testing the long-term stock performance after IPO. The tested performances include financial and stock performances. The earning management in the research was measured by proxy discretionary accrual that refer to the Modified Jones Model. Under pricing was measured by initial return, that is the initial stock that received by investor. The long-term stock performance was measured by buy and hold returns. The results showed that companies significantly conduct earning management during all observation period and experience under pricing method at the first day when the stock was traded at secondary market. Then, the results prove the presence of underpricing does not affect underperformance in long-term that experienced by companies that conduct IPO.

Key words: Initial Public Offering; Earnings Management; Underperformance; Underpricing.

¹ Lulusan Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

² Dosen Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

EARNINGS MANAGEMENT, UNDERPRICING, DAN UNDERPERFORMANCE PADA INITIAL PUBLIC OFFERING DI INDONESIA

Pendahuluan

Bagi sebuah perusahaan, salah satu peristiwa penting adalah saat perusahaan tersebut untuk pertama kalinya menawarkan sahamnya kepada publik (IPO : *Initial Public Offering*). Perusahaan yang *go public* akan mendapatkan kontribusi tambahan dana yang dapat digunakan untuk pengembangan usaha. Dalam melakukan penawaran saham perdana, pemilik lama perusahaan (*issuers*) menginginkan agar *proceeds* yang diperoleh dari penjualan saham tinggi. Untuk dapat mencapai hal tersebut, *issuers* menginginkan agar harga penawaran saham tinggi. Dalam prosesnya perusahaan yang akan *go public* biasanya akan memulai dengan keputusan melakukan IPO yang dilakukan di pasar perdana (*primary market*). Selanjutnya saham tersebut akan diperjualbelikan di pasar modal atau disebut pasar sekunder (*secondary market*). Harga saham pada penawaran perdana ditentukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dengan penjamin emisi efek (*underwriter*) sebagai pihak yang membutuhkan dana, emiten menginginkan harga perdana tinggi. Sebaliknya, *underwriter* sebagai penjamin emisi berusaha untuk meminimalkan risiko yang ditanggungnya. Dalam tipe penjaminan *full comitment*, pihak *underwriter* akan membeli saham yang tidak di jual di pasar perdana. Keadaan tersebut membuat *underwriter* tidak berkeinginan untuk membeli saham yang tidak laku dijual. Upaya yang dilakukan adalah dengan bernegosiasi dengan emiten agar saham tersebut tidak terlalu tinggi harganya, bahkan cenderung *underprice*.

Fenomena *underpricing* merupakan hal yang menarik perhatian praktisi dan akademisi karena dialami oleh sebagian besar pasar modal di dunia. Karena itu seringkali pada pasar perdana (IPO) dijumpai fenomena *underpricing* (Ritter, 1991; McGuinness, 1992; Husnan, 1993; Aggrawal, et al., 1993; Ernyan dan Husnan, 2002).

Fenomena lain menunjukkan adanya asimetri informasi (*asymmetric information*) yang menyertai kebijakan IPO. Walaupun investor mempunyai informasi yang cukup mengenai perusahaan yang melakukan IPO tersebut, asimetri informasi tetap terjadi dalam penawaran ini (Ritter, 1991; Beatty, 1989; Leland dan Pyle, 1997). Kondisi inilah yang memotivasi manajemen untuk bersikap oportunistik untuk melakukan manipulasi terhadap kinerjanya baik sebelum dan pada saat penawaran (Jones, 1991; Friedlan, 1994; Gumanti, 2001; Setiawati, 2002; Ihalauw dan Afni, 2002).

Underperformance setelah melakukan penawaran perdana IPO sebenarnya merupakan hal masuk akal, mengingat manajemen mengambil sikap oportunistik, karena keunggulannya dalam penguasaan informasi dibanding pasar, dengan melakukan manipulasi terhadap kinerja perusahaan. Manipulasi ini dilakukan sebagai upaya untuk memperoleh respon positif dari pasar akibat IPO yang dilakukan berdasarkan informasi kinerja perusahaan yang "baik". Namun upaya manipulasi ini biasanya tidak dilakukan terus-menerus dalam jangka panjang, karena akan berdampak pada penurunan kinerja saham dan perusahaan.

Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

1. Mendeteksi adanya pengaruh *discretionary accruals* terhadap fenomena *underpricing* IPO.
2. Mendeteksi adanya pengaruh *underpricing* IPO terhadap *underperformance* dalam jangka panjang setelah IPO.

Tinjauan Pustaka

Earnings Management

Tidak ada suatu konsensus mengenai definisi *earnings management* dan terdapat beberapa definisi yang berbeda dalam berbagai literatur. Sebagai contoh, Dye (1988) dan Scott (1997) menemukan bahwa *earnings management* adalah sebuah pilihan penggunaan kebijakan akuntansi oleh sebuah perusahaan untuk mencapai beberapa tujuan manajerial yang spesifik. Definisi-definisi yang ada mengenai *earnings management* menyatakan bahwa niat manajemen merupakan syarat utama untuk terjadinya manajemen laba, akan tetapi apakah niat ini bersifat opportunistik atau tidak, tidak terdapat penjelasan yang tegas (Spohr, 2005). Manajemen laba memiliki keterkaitan yang erat dengan asimetri informasi antara manajer dengan kelompok-kelompok lain yang berkepentingan terhadap perusahaan. Asimetri informasi merupakan suatu keadaan dimana suatu pihak memiliki informasi relevan yang lebih lengkap daripada pihak lain. Dalam hal ini, manajemen memiliki informasi yang lebih lengkap daripada prinsipalnya.

Underpricing

Underpricing adalah suatu keadaan dimana harga saham pada saat penawaran perdana lebih rendah dibandingkan ketika diperdagangkan di pasar sekunder. Penentuan harga saham pada saat penawaran umum ke publik, dilakukan berdasarkan kesepakatan antara perusahaan emiten dan *underwriter*. Sedangkan harga saham yang terjadi di pasar sekunder merupakan hasil mekanisme pasar yaitu hasil dari mekanisme penawaran dan permintaan. Menurut Manurung (2009) rumus *underpricing* adalah sebagai berikut :

$$\text{Underpricing} = \frac{\text{Harga Penutupan H1 di Pasar Sekunder} - \text{Harga Penawaran Perdana}}{\text{Harga Penawaran Perdana}}$$

Long-Term Stock Performance

Dengan dikeluarkannya IPO oleh perusahaan, menyebabkan adanya reaksi dari pasar modal yang muncul karena adanya pengujian terhadap kandungan informasi dari pengumuman yang dilakukan perusahaan, reaksi tersebut yang muncul salah satunya merupakan *return*. Fenomena yang cukup menarik untuk diperhatikan ketika melakukan IPO adalah sering terjadinya *underpricing*. Hal ini terjadi apabila harga saham yang baru dicatat di pasar sekunder pada hari-hari awal *listing* ternyata lebih tinggi dibandingkan dengan harga hasil *book-building*.

Dari penelitian Anlin dan Pan (1998) tentang pengukuran terhadap kinerja jangka panjang dari saham IPO di Taiwan, didapatkan hasil bahwa kinerja jangka panjang dari saham IPO menunjukkan adanya *underperformed*. Terlihat bahwa *underperformance* yang sering terjadi pada kinerja saham IPO dimungkinkan karena adanya *mis-specification* dari model pengukuran kinerja. Frederikslust dan Geest (1999) dalam penelitiannya menguji tentang *initial returns* dan kinerja jangka panjang pada IPO di Belanda. Didapatkan hasil bahwa perusahaan yang berbasis pada modal sendiri mempunyai kinerja yang lebih baik dari perusahaan yang berbasis pada modal eksternal.

Metode Penelitian

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2010. Data-data tersebut diperoleh dari data keuangan pada periode Januari 2008 sampai dengan Desember 2012 berupa prospektus perusahaan dan laporan keuangan perusahaan sebagai dasar pengamatan 2 tahun sebelum IPO dan 2-3 tahun setelah IPO. Selain itu harga saham perusahaan serta level IHSIG diambil dari periode tahun 2010-2012 setelah IPO. Data prospektus perusahaan dan laporan keuangan perusahaan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Electronic Library* di *Indonesia Stock Exchange (IDX)*. Sedangkan data harga saham dan level IHSIG diperoleh dari internet, yaitu www.yahoofinance.com dan www.idx.co.id. Selain itu data kurs tengah Bank Indonesia juga dibutuhkan untuk laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang disajikan dalam bentuk mata uang asing yang diperoleh dari internet, yaitu www.bi.go.id.

Populasi dan Sampel

Penelitian ini mengambil populasi perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO di *Indonesia Stock Exchange (IDX)* pada tahun 2010. Selama tahun 2010 terdapat 23 perusahaan yang melakukan IPO di IDX.

Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan *purposive sampling*. Sampel yang diambil memiliki ciri-ciri sebagai berikut:

1. Perusahaan tersebut tidak mengalami *delisting*.
2. Perusahaan tersebut tidak mengalami *overpricing*.
3. Data saham dan laporan keuangan tersedia lengkap.

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan di atas akhirnya didapatkan sampel sebanyak 17 perusahaan.

Pengujian *Underpricing* dengan *Earnings Management*

Shen et al. (2008) mengatakan bahwa ada banyak alasan dan tujuan untuk perusahaan penerbit untuk mengelola laba. Mereka bisa mengurangi jumlah pendapatan untuk tujuan pajak, sementara mereka bisa meningkatkan pendapatan yang dilaporkan untuk meningkatkan modal sebanyak mungkin dari penjualan ekuitas. Mengingat bahwa harga dari saham baru sangat erat kaitannya dengan beberapa pengukuran pendapatan, ada alasan yang baik untuk emiten penerbit IPO untuk memaksimalkan nilai saham yang bertujuan untuk mengelabui investor dengan memanipulasi laba oportunistis melalui manajemen akrual. Menurut penelitian yang dilakukan Shen et al. (2008) di Cina, pendapatan telah sangat penting sebagai salah satu ukuran kinerja perusahaan dan mensyaratkan calon kandidat emiten yang akan *listing* untuk memiliki kinerja keuangan dalam tiga tahun terakhir berturut-turut, penggunaan metode akrual yang tidak tepat menjadi norma bukan pengecualian. Emiten berharap untuk terlihat lebih baik daripada kondisi mereka sebenarnya dengan memanipulasi laba yang dilaporkan dan tren pertumbuhan yang menjanjikan

Tiono, Meiden, dan Prasetyo (2004) menemukan bahwa pada periode dua tahun dan satu tahun sebelum IPO (periode T-1 dan periode T), terdapat bukti bahwa *issuers* melakukan manajemen laba dengan menerapkan *income-increasing discretionary accruals*. Sementara itu, pada periode T+1, pengujian terhadap *discretionary accruals* menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Sehingga pada periode ini, *issuers* tidak terbukti melakukan manajemen laba dengan menerapkan *income-decreasing discretionary accruals* untuk membalikkan kebijakan akrual yang dilakukan pada periode sebelumnya.

Studi sebelumnya juga mendokumentasikan bahwa *underpricing* berhubungan dengan *issuingsize* atau *funds raised* (Su dan Fleisher, 1999; Chan et al., 2004; Chi dan Padgett, 2005). Hubungan ini dapat dijelaskan oleh ketidakpastian penilaian dan asimetri informasi (Rock, 1986; Ritter dan Welch, 2002). Ketika *issuingsize* meningkat, menjadi lebih sulit untuk menilai perusahaan. Investor harus menerima kompensasi lebih dalam bentuk *underpricing*. Determinan

lain dalam literatur adalah tingkat alokasi *funds raised* dalam IPO yang berlebihan (Chi dan Padgett, 2005; Coakley et al., 2007b). *Underpricing* IPO yang diteliti dalam dua studi ini memiliki hubungan yang negatif dengan tingkat alokasi akibat *adverse selection*. Tapi hubungan ini mungkin dipengaruhi pemilihan sampel yang spesifik.

Berdasarkan kerangka pikir tersebut hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H₁ : *Earnings management* berpengaruh positif pada *underpricing*.

Seperti Shen et al. (2008), penelitian kali ini juga mempertimbangkan *market return* pada periode antara *offering* dan *listing* sebagai penentu *underpricing* IPO. Selain itu Chan et al. (2004) juga menemukan bahwa IPO *underpricing* di Cina positif terkait dengan *return* di indeks pasar umum.

Untuk menguji hipotesis *underpricing*, model persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$IR = \alpha_0 + \alpha_1 DA + \alpha_2 PROCEEDS + \alpha_3 IMKTRTN$$

Dimana IR adalah *initial returns*, didefinisikan sebagai persentase perbedaan antara *offer price* dan *closing price* pada hari pertama perdagangan; DA adalah *discretionary total accruals* yang dilihat dari total aset pada awal tahun; PROCEEDS adalah logaritma natural dari besarnya saham dalam satuan moneter; IMKTRTN adalah *return* pada index pasar saham selama periode antara *offering* dan *listing*.

Pengujian *Underpricing* dengan *Underperformance*

Mengingat adanya fenomena abnormal return pada IPO dalam jangka pendek, sangat menarik untuk meneliti apakah *underpricing* akan terkoreksi dalam jangka panjang seperti yang diusulkan oleh Barberis et al. (1998) dan Ljungqvist et al. (2006). Ritter (1991) adalah yang pertama untuk mengeksplorasi masalah ini dan setelah banyak penelitian melaporkan bukti serupa bahwa IPO *underperformed* secara signifikan berhubungan terhadap perusahaan yang mengeluarkan saham selama tiga sampai lima tahun setelah *listing*. Aggrawal et al. (1993) melakukan penelitian terhadap kinerja jangka panjang IPO untuk tiga negara di Amerika Latin (Brazil, Chili, dan Mexico). Kinerja jangka panjang untuk masing-masing negara yaitu -47,0 persen untuk Brazil; -23,7 persen untuk Chili; dan 19,6 persen untuk Mexico setelah 3 tahun setelah IPO. Aharony et al. (2000) juga melakukan penelitian serupa pada IPO perusahaan pemerintah di Cina. Penelitian ini menemukan bahwa median ROA (*return on assets*) perusahaan pemerintah di Cina sangat tinggi (puncaknya) pada tahun IPO dan menurun setelahnya. Setelah IPO, penurunan ROA signifikan secara statistik untuk industri yang diproteksi tetapi tidak untuk industri yang tidak diproteksi seperti petrokimia, energi, dan bahan baku. Bildik dan Yilmaz (2008) dalam penelitian kinerja jangka panjang IPO pada Bursa Istanbul menggunakan faktor-faktor seperti jumlah saham, alokasi saham, dan keragaman investor termasuk faktor yang ada seperti kondisi pasar, reputasi penjamin emisi dan karakteristik perusahaan selama periode 1990-2000. Penelitian ini menemukan bahwa kinerja panjang sampai tiga tahun sebesar 84,5 persen.

Berdasarkan kerangka pikir tersebut hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H₂ : *Underpricing* berpengaruh positif pada *underperformance* saham dalam jangka panjang setelah IPO

Teoh et al. (1998b) pada studi dari pasar AS, didapati bahwa variabel *accruals* dalam model regresi menghasilkan penjelasan yang memuaskan untuk *post-issued* dalam kinerja jangka panjang dengan *control variables* yaitu MKTRNT adalah *buy-and hold market returns* selama serentak 3 tahun dari pertukaran yang tercantum pada IPO; PROCEEDS adalah logaritma natural dari *issuing size* dalam satuan moneter; Δ CapExp adalah perubahan aset yang dihitung dari *capital expenditure*; Δ NetIncome adalah perubahan aktiva yang dihitung dari laba bersih; IR adalah variabel *underpricing*. Studi Chan et al. (2004) menunjukkan kinerja saham IPO Cina selama tiga tahun

berikutnya dan menemukan bahwa perubahan dalam beberapa proksi kinerja operasi di sekitar *offering* dapat digunakan untuk menjelaskan kinerja jangka panjang pada IPO. Variabel operasi kinerja termasuk ΔROA adalah perubahan dalam *operating profits* pada aktiva, $\Delta CFOA$ adalah perubahan dalam *operating cash flows* pada aktiva, $\Delta SalesG$ adalah perubahan dalam pertumbuhan penjualan, dan ΔATO adalah perubahan dalam *asset turnover*. Semua variabel dihitung dari total aset di awal tahun. Sedangkan perhitungan *buy-and-hold returns* (BHRs) dimulai dari akhir tahun fiskal pertama.

Dalam rangka menguji hipotesis *underperformance*, model persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$\text{BHR} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DA} + \alpha_2 \text{PROCEEDS} + \alpha_3 \Delta \text{MKTRTN} + \alpha_4 \Delta \text{NetIncome} + \alpha_5 \Delta \text{ROA} \\ + \alpha_6 \Delta \text{CFOA} + \alpha_7 \Delta \text{SalesG} + \alpha_8 \Delta \text{CapExp} + \alpha_9 \Delta \text{ATO} + \alpha_{10} \text{IR}$$

Pengukuran *Earnings Management*, *Underpricing*, dan *Long-Term Stock Performance*

Earnings Management

Secara singkat *earnings management* dapat dijelaskan sebagai intervensi langsung manajemen dalam proses pelaporan keuangan dengan maksud mendapat keuntungan atau manfaat tertentu, baik bagi manajer maupun perusahaan.

Mengikuti penelitian-penelitian terdahulu, *discretionary accruals* adalah proksi dari manajemen laba³ yang menggunakan *The Modified Jones Model*.

$$\text{NDA}_t = \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \alpha_2 ((\Delta \text{REV}_t - \Delta \text{REC}_t)/A_{t-1}) + \alpha_3 (\text{PPE}_t/A_{t-1})$$

Tata cara perhitungan manajemen laba dengan menggunakan model Jones yang dimodifikasi adalah :

1. Total Akrual dihitung terlebih dahulu dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{TA}_{it} = \text{NI}_{it} - \text{CFO}_{it}$$

Keterangan :

TA_{it} = Total Akrual Perusahaan

NI_{it} = Laba bersih (*net income*) perusahaan i pada tahun t

CFO_{it} = Kas dari operasi (*cash flow from operation*) perusahaan i pada tahun t.

2. Menghitung tingkat akrual yang normal, penelitian ini juga memfokuskan pada *discretionary accrual* sebagai ukuran manajemen laba. Total akrual sebuah perusahaan i dipisahkan menjadi *nondiscretionary accrual* (tingkat akrual yang normal) dan *discretionary accrual* (tingkat akrual yang tidak normal). Tingkat akrual yang abnormal ini merupakan tingkat akrual hasil rekayasa laba oleh manajemen.

$$\text{TA}_{it} = \text{NDA}_{it} - \text{DA}_{it}$$

Keterangan :

TA_{it} = Total akrual perusahaan i pada tahun t

NDA_{it} = *Nondiscretionary accrual* (tingkat akrual yang normal) perusahaan i pada tahun t

DA_{it} = *Discretionary accrual* (tingkat akrual yang abnormal) perusahaan i pada tahun t.

3. Memisahkan *discretionary accrual* dengan *nondiscretionary accrual* dengan rumus model estimasi akrual Jones yang dimodifikasi, yaitu :

$$\text{TA}_{it} / A_{it-1} = \alpha_1 (1 / A_{it-1}) + \beta_1 (\Delta \text{REV}_{it} / A_{it-1} - \Delta \text{REC}_{it} / A_{it-1}) +$$

³Penelitian sebelumnya: Jones (1991), Dechow et al. (1995), Subramanyam (1996), Teoh et al. (1998a) dan (1998b), Rangan (1998), Hribar dan Collins (2002), Kim dan Park (2005), Shen et al. (2008)

$$\beta_2 (PPE_{it} / A_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

Keterangan :

TA_{it} = Total akrual perusahaan i pada tahun t

A_{it} = Total aktiva perusahaan i pada tahun t

ΔREV_{it} = Pendapatan perusahaan i pada tahun t dikurangi pendapatantahun t-1

ΔREC_{it} = Piutang usaha bersih perusahaan i pada tahun t dikurangi piutang tahun t-1

PPE_{it} = Aktiva tetap kotor perusahaan i pada tahun t

ε_{it} = *error term* perusahaan i pada tahun t

4. Menghitung besarnya tingkat *discretionary accrual* (tingkat akrual hasil rekayasa laba), yang dihitung dengan model estimasi Jones dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$DA_{it} = TA_{it} / A_{it-1} - \alpha_1 (1 / A_{it}) + \beta_1 (\Delta REV_{it} / A_{it-1} - \Delta REC_{it} / A_{it-1}) + \beta_2 (PPE_{it} / A_{it-1})$$

Sehingga dapat dikatakan bahwa estimasi *discretionary accrual* adalah ε_{it} (*error term*).

Tanpa manajemen laba, maka total akrual perusahaan i pada tahun t, dapat dijelaskan oleh perubahan kondisi perusahaan atau dengan kata lain, $TA_{it} = NDA_{it}$, atau besarnya $DA_{it} = Nol$.

Underpricing

Underpricing pada IPO biasa didefinisikan sebagai *initial return* pada hari pertama perdagangan atau persentase dimana harga penutup pada hari pertama perdagangan melebihi harga penawaran. Ritter dan Welch (2002) salah satu diantara yang lainnya yang mengikuti definisi ini. *Returns* tersebut diformulasikan sebagai berikut:

- **Initial Return (IR)**

$$IR_{j,1} = \left(\frac{P_{j,1}}{P_{j,0}} - 1 \right) \times 100\%$$

Dimana $P_{j,0}$ dan $P_{j,1}$ adalah harga penawaran dan harga penutup dari saham baru j pada hari pertama perdagangan.

Dalam rangka melakukan pengujian terhadap kinerja IPO sebuah saham, maka diperlukan sebuah ukuran dimana ukuran ini telah memperhatikan pasar dimana Logue (1973) serta Manurung dan Tobing (2009) telah menggunakan ukuran tersebut dalam penelitiannya. Adapun perhitungan tingkat pengembalian (*initial return*) pasar diformulasikan sebagai berikut:

- **Initial Market Return (IMKTRTN)**

$$IR_{m,1} = \left(\frac{P_{m,1}}{P_{m,0}} - 1 \right) \times 100\%$$

Dimana $P_{m,0}$ dan $P_{m,1}$ adalah *market index* pada tanggal penawaran dan tanggal perdagangan pertama.

Long-term Stock Performance pada IPO

Shen et al. (2008) menggunakan dua pendekatan dalam mengukur performa saham jangka panjang yaitu menggunakan *cumulative abnormal returns* (CARs) dan *buy-and-hold returns* (BHRs) yang dimulai dari empat bulan setelah akhir tahun fiskal pertama untuk memungkinkan jeda pelaporan⁴. Hal ini mengikuti studi Ritter (1991) dan dilanjutkan oleh Teoh et al. (1998b). Shen et al. (2008) juga menggunakan index pasar umum⁵ untuk menyesuaikan *stock returns* secara bulanan. Perhitungan waktu dari periode pengamatan menggunakan penanggalan kalender dan

⁴Penelitian dilakukan di Cina dimana perusahaan yang *listed* diwajibkan untuk menerbitkan *audited annual report* paling lambat akhir bulan April

⁵SHSE A-share Index dan SZSE A-share Composite Index

tanggal dari peristiwa IPO. Penanggalan kalender menggunakan 21 hari perdagangan setiap bulannya secara berturut-turut kecuali pada bulan ke-0 yang merupakan hari pertama dari IPO. Sehingga pada hari ke-2 sampai hari ke-22 merupakan bulan ke-1, hari ke-23 sampai hari ke-43 merupakan bulan ke-2, dan seterusnya.

Monthly market adjusted returns dihitung sebagai *monthly raw return* pada *monthly market return* selama periode pengamatan. *Market adjusted returns* dihitung dengan skala rasio setiap bulan 't' sebagai berikut:

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

Dimana r_{it} adalah *return* dari perusahaan 'i' pada bulan bersangkutan 't'; r_{mt} adalah *return market index* pada bulan bersangkutan 't'; dan ar_{it} adalah *abnormal return* perusahaan 'i' pada bulan bersangkutan 't'. Setiap bulan terdiri dari 21 hari perdagangan. *Average adjusted market return* untuk 'n' sampel perusahaan pada bulan 't' dirumuskan sebagai berikut:

$$AR = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ar_{i,t}$$

Perhitungan *cumulative abnormal returns* (CARs) selama T bulan berawal dari t_0 merupakan penjumlahan dari *average abnormal returns* dirumuskan sebagai berikut:

$$CAR_{i,0,T} = \sum_{t=t_0}^T AR_t$$

Buy-and-hold returns dapat dihitung sebagai berikut:

$$BHR_{i,t} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + r_{m,t})$$

Dimana $BHR_{i,t}$ adalah *abnormal returns* perusahaan 'i' pada bulan 't' yang dihitung berdasarkan *compounded basis*; $r_{i,t}$ adalah *return* dari perusahaan 'i' pada bulan 't'; dan $r_{m,t}$ adalah *return market index* pada bulan 't'.

I. Hasil dan Pembahasan

Deskripsi Objek Penelitian

Jumlah perusahaan yang melakukan *listing* di Bursa Efek Indonesia selama periode 2010 berjumlah 23, namun yang termasuk dalam perusahaan yang mengalami *underpricing* dan memenuhi syarat sampel hanya sebanyak 17 perusahaan.

Berikut ini adalah nilai *mean*, *minimum*, dan *maximum* yang diperoleh dari data perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2010 yang dihitung baik dengan *initial return* dan *initial market return*.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Underpricing

	N	Minimum	Maximum	Mean
Initial Return	17	0.0357	0.700	0.2784
Initial Market Return	17	-0.0276	0.010	0.000736

Sumber : Data sekunder yang telah diolah kembali

Berdasarkan tabel di atas, rata-rata tingkat *underpricing* pada tahun 2010 sebesar 27,84% dengan menggunakan perhitungan *initial return* dan 0,07% dengan menggunakan perhitungan *initial market return*. Tingkat *underpricing* yang tertinggi yaitu sebesar 70% terjadi pada emiten BSIM dan MFMI. Tingkat *underpricing* yang terendah yaitu sebesar 3,57% terjadi pada emiten PTPP. Perhitungan dengan menggunakan *initial market return* memunculkan *return* yang lebih rendah dibandingkan dengan menggunakan *initial return*. Hal tersebut dikarenakan oleh level IHSG yang memiliki *return* positif. Hal ini menunjukkan bahwa pasar efisien.

Hasil pengujian dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap *discretionary accrual* (DA) sebagai proksi terhadap manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan disajikan pada tabel berikut ini:

Tabel 2. Statistik Deskriptif DA

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata
DA Sebelum IPO	-40,654	1,230	-1,498
DA Sesudah IPO	-0,450	0,264	0,010

Sumber : Data sekunder yang telah diolah kembali

Berdasarkan Tabel 2 di atas, hasil statistik deskriptif terhadap nilai *discretionary accrual* (DA) perusahaan sebelum IPO menunjukkan nilai minimum sebesar -40,654, nilai maksimum sebesar 1,230, dengan rata-rata sebesar -1,498. Rata-rata DA bernilai negatif menunjukkan adanya indikasi manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan pada periode sebelum IPO dengan cara *income decreasing accrual*.

Hasil statistik deskriptif terhadap nilai *discretionary accrual* (DA) perusahaan sesudah IPO menunjukkan nilai minimum sebesar -0,450, nilai maksimum sebesar 0,264, dengan rata-rata sebesar 0,010. Rata-rata DA bernilai positif menunjukkan adanya indikasi manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan sesudah IPO dengan cara *income increasing accrual*. Rata-rata DA bernilai positif juga bisa disebabkan konsekuensi yang diakibatkan manajemen laba pada periode sebelum melakukan IPO, sehingga pada periode sesudahnya perusahaan sudah tidak bisa lagi menggeser pendapatan yang berakibat pada kenaikan nilai akrual.

Berikut ini adalah hasil penelitian yang diperoleh mengenai performa jangka panjang *return* saham perusahaan selama tiga tahun.

Tabel 3. Average adjusted market return (AR) dan Cumulative Abnormal Returns (CAR)

Bulan	AR	CAR	Bulan	AR	CAR
1	0,0000	0,0000	12	0,0275	0,1472
2	0,0174	0,0174	18	0,0029	0,1594
3	0,0040	0,0215	24	0,0024	0,1710
4	0,0019	0,0233	30	0,0025	0,1845
5	0,0056	0,0289	36	0,0040	0,2046
6	0,0203	0,0492			

Sumber : Data sekunder yang telah diolah kembali

Tabel 4. One Sample t-Test Abnormal Return Saham

Kinerja Saham	Rata-Rata	t-hitung	Sign. (p)	Keterangan
AR(i,t)	0,0056	4,348	0,000	Signifikan
CAR(i,t)	0,1351	13,216	0,000	Signifikan

Sumber : Data sekunder yang telah diolah kembali

Berdasarkan tabel 3 di atas terlihat bahwa secara kumulatif, dapat disimpulkan bahwa adanya *positivelong-term performance*. Khusus untuk bulan pertama tidak memiliki nilai karena tidak terdapat emiten yang merupakan bagian dari sampel penelitian. Dapat dilihat bahwa setiap bulannya terjadi return saham yang positif, yang dapat dilihat dari *average adjusted market return* (AR). Secara kumulatif, dapat dilihat pula dari *cumulative abnormal returns* (CARs), yang diuji menggunakan *One Sample t-Test* dengan $\alpha = 5\%$. Hipotesis dinyatakan didukung apabila terjadi penurunan rata-rata *abnormal return* saham dalam jangka panjang yang signifikan secara statistik. Hasil pengujian terhadap indikasi adanya penurunan kinerja saham perusahaan disajikan pada tabel

4. Berdasarkan tabel tersebut, dalam jangka panjang dihasilkan rata-rata *abnormal return* bernilai positif sebesar 13,51% (CAR).

Berdasarkan hasil tersebut, dalam jangka panjang terjadi peningkatan kinerja saham secara signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa adanya penurunan kinerja saham dalam jangka panjang tidak tepat, namun hal ini perlu dibuktikan lagi melalui analisa regresi berdasarkan persamaan *underperformance*.

Pembuktian Pengaruh antara *Underpricing* dan *Discretionary Accruals*

Berdasarkan hasil pengujian persamaan regresi secara parsial melalui aplikasi SPSS Ver. 22 diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 5. Pengujian Secara Parsial Persamaan *Underpricing*

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	3.575	0.845		4.231	0.001
DA	-1.034	0.431	-0.461	-2.397	0.032
PROCEEDS	-0.119	0.031	-0.675	-3.846	0.002
IMKTRTN	-7.181	4.279	-0.322	-1.678	0.117

Sumber : Data sekunder yang telah diolah kembali

Koefisien tersebut dapat ditulis dalam model persamaan regresi sebagaimana yang terlihat pada kolom *standardized coefficients* berikut ini:

$$IR = -0.461DA - 0.675PROCEEDS - 0.322IMKTRTN$$

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis 1 (H₁)

Berdasarkan hasil uji statistik t diketahui bahwa variabel DA (*discretionary accruals*) yang merupakan proksi dari *earnings management* dan PROCEEDS berpengaruh signifikan pada tingkat *underpricing*. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi sebesar 0,032 dan 0,002 yang lebih kecil dari 0,05. Sedangkan variabel IMKTRTN (*initial market return*) tidak berpengaruh signifikan pada tingkat *underpricing*. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi sebesar 0,117 yang lebih besar dari 0,05. Tanda pada koefisien regresi untuk variabel DA adalah negatif, dimana hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ball dan Shivakumar (2006) serta Armstrong et al. (2008) yang menggunakan *modified Jones model* dan mengestimasi adanya nilai negatif pada *discretionary current accruals* (DCA). Dikatakan pula bahwa sebuah perusahaan dengan DCA negatif mengambil sikap lebih konservatif dalam menggunakan DCA untuk melaporkan *lower earnings*. Shen et al. (2008) juga mengemukakan pendapat mengenai *negative relationship* antara DA dan IR dimana terdapat dua jenis kemungkinan antara lain pelaku pasar diklasifikasikan menjadi investor yang rasional ataupun yang irasional. Berdasarkan asumsi para investor yang rasional, *initial price* tidak dipengaruhi oleh penggunaan *earnings management*. Hal ini didasarkan pada keyakinan investor yang benar tentang *accruals* dan harga pasar kemudian akan menyesuaikan proses “manipulasi” pada pendapatan yang dilaporkan. Implikasi pada investor rasional adalah seharusnya berhubungan negatif daripada positif di antara *discretionary accruals* dan *underpricing* IPO.

Shen et al. (2008) melanjutkan bahwa investor yang bersikap irasional merupakan suatu bentuk sentimen, yang disebut sebagai “*errors around the mean*”. Hal ini juga dijelaskan dalam beberapa penelitian, misalnya Stein (1996, p. 431) : “*systematic errors in forming expectations so that stocks can become significantly over-or-undervalued at particular points in time.*” Loughran dan Ritter (1995) berpendapat bahwa perusahaan mengambil “*windows of opportunity*” dengan mengeluarkan saham ketika nilai ekuitas secara substansial dinilai terlalu tinggi. Baker dan Wurgler (2002) mengusulkan bahwa manajer memiliki kecenderungan untuk mengeksploitasi

fluktuasi sementara pada sentimen investor, mengeluarkan ekuitas ketika penilaian pasar tinggi dan kemudian melakukan *repurchasing* saham. Penentuan *market timing* yang tepat memungkinkan penerbit untuk menjual IPO pada harga yang lebih tinggi, menutup *gap* antara harga penawaran dan harga pasar. Sehingga implikasi pada penentuan waktu *issuing* dengan dan investor dengan sentimen seperti ini, seharusnya memiliki hubungan yang negatif antara *discretionary accruals* dan *underpricing* IPO.

Hasil penelitian pada PROCEEDS (logaritma natural dari *issuing size* dalam satuan moneter) menunjukkan nilai koefisien sebesar -0,675 menghasilkan hubungan negatif dan signifikan terhadap *underpricing*. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian Bildik dan Yilmaz (2008) serta Levis (1993) dalam penelitian kinerja jangka panjang IPO yang menggunakan faktor *issuing size* dimana didapati hubungan yang positif dan signifikan. Mereka berpendapat bahwa biasanya *issuing size* dan ukuran perusahaan sangat berkorelasi dan begitu pula dengan *negative returns* dari *small issuing size* yang mungkin dihasilkan oleh kondisi *financial distressed* yang dialami perusahaan tersebut. Banyak perusahaan kecil yang ingin *go public* untuk meningkatkan modal yang digunakan untuk mendanai proyek-proyek investasi baru mereka dan mengurangi tingkat utang yang tinggi. Jika hasil dari proyek-proyek ini berakhir dengan kegagalan, situasi ini menempatkan mereka dalam posisi yang lebih tertekan, yang akhirnya tercermin dalam harga saham.

Hasil penelitian pada IMKTRTN (*initial market return*) menunjukkan nilai koefisien sebesar -0,322 menghasilkan hubungan negatif dan tidak signifikan terhadap *underpricing*. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chan et al. (2004) yang menemukan bahwa IPO *underpricing* positif terkait dengan *return* di indeks pasar umum. Pada umumnya investor dengan segera ingin membeli saham dan menyebabkan harga saham meningkat di atas level kewajaran pada hari pertama perdagangan saham tersebut. Mereka juga menemukan bahwa adanya *subsequent price corrections* menyebabkan saham tersebut *under-performed* terhadap pasar saham. Namun korelasi ini mungkin tidak berpengaruh banyak pada *abnormal return* pada hari ke-0.

Pembuktian Pengaruh antara *Underperformance* dengan *Underpricing*

Berdasarkan hasil pengujian persamaan regresi secara parsial melalui aplikasi SPSS Ver. 22 diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 6. Pengujian Secara Parsial Persamaan *Underperformance*

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0.429	6.066		0.071	0.944
MKTRTN	0.208	5.635	0.006	0.037	0.971
DA	-0.110	0.470	-0.059	0.235	0.815

(Lanjutan)

PROCEEDS	0.003	0.035	0.017	0.075	0.940
NetIncome	-1.948E-6	0.000	-0.009	0.025	0.980
ROA	0.317	0.982	0.102	0.323	0.748
CFOA	-3.719E-7	0.000	-0.002	0.010	0.992
SalesG	-2.495E-6	0.000	-0.017	0.073	0.942

CapExp	-2.297E-6	0.000	-0.021	-	0.112	0.911
ATO	-0.051	0.193	-0.052	-	0.264	0.793
IR	-0.139	0.209	-0.161	-	0.664	0.510

Sumber : Data sekunder yang telah diolah kembali

Koefisien tersebut dapat ditulis dalam model persamaan regresi sebagaimana yang terlihat pada kolom *standardized coefficients* berikut ini:

$$\begin{aligned} \text{BHR} = & -0,059\text{DA} + 0,017\text{PROCEEDS} + 0,006\text{MKTRTN} - 0,009\text{NetIncome} \\ & + 0,102\text{ROA} - 0,002\text{CFOA} - 0,017\text{SalesG} - 0,021\text{CapExp} \\ & - 0,052\text{ATO} - 0,161\text{IR} \end{aligned}$$

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis 2 (H₂)

Berdasarkan persamaan regresi dan hasil uji statistik t, diketahui bahwa:

1. Koefisien regresi variabel DA (*discretionary accruals*) bertanda negatif sebesar -0,059. Pengaruh DA pada nilai saham perusahaan tidak signifikan pada $\alpha = 0,05$ dengan nilai t sebesar -0,235 dan tingkat signifikansi sebesar 0,815. Sehingga DA tidak mampu mempengaruhi hubungan antara manajemen laba dengan *underperformance*.
2. Koefisien regresi variabel IR (*underpricing*) bertanda negatif sebesar -0,161. Pengaruh IR pada nilai perusahaan tidak signifikan pada $\alpha = 0,05$ dengan nilai t sebesar -0,664 dan tingkat signifikansi sebesar 0,510. Sehingga IR tidak mampu mempengaruhi hubungan antara *underpricing* dengan *underperformance*.
3. Koefisien regresi variabel kinerja perusahaan yaitu NetIncome, CFOA, SalesG, CapExp, dan ATO bertanda negatif masing-masing sebesar -0,009; -0,002; -0,017; -0,021; -0,052 dengan nilai t sebesar -0,025; -0,010; -0,073; -0,112; -0,264. Sedangkan yang bertanda positif yaitu ROA sebesar 0,102. Pengaruh variabel NetIncome, CFOA, SalesG, CapExp, ATO, dan ROA pada nilai *return* saham tidak signifikan pada $\alpha = 0,05$. Sehingga semua variabel ini tidak mampu mempengaruhi hubungan dengan *underperformance*.
4. Koefisien regresi variabel MKTRTN dan PROCEEDS bertanda positif 0,006 dan 0,017. Pengaruh MKTRTN dan PROCEEDS pada nilai saham tidak signifikan pada $\alpha = 0,05$ dengan nilai t sebesar 0,037 dan 0,075 serta tingkat signifikansi sebesar 0,971 dan 0,940. Sehingga MKTRTN dan PROCEEDS tidak mampu mempengaruhi hubungan antara *buy and hold market return* dan *issuing size* dengan *underperformance*.

Walaupun mendapatkan hasil pola hubungan persamaan regresi yang tidak signifikan, namun berdasarkan koefisien *discretionary accruals* yang merupakan proksi dari *earnings management* dan koefisien *initial return* yang merupakan proksi dari *underpricing* menghasilkan hubungan yang negatif dengan BHR. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Shen et al. (2008) di pasar saham di Cina. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian lain yang dilakukan oleh Subramanyam (1996) dan Xie (2001) bahwa pasar saham pada umumnya *overprices* pada *discretionary accruals* dan komponen *discretionary accruals* karena merupakan alat prediksi yang baik dari performa jangka panjang. Sejak *discretionary accruals* digunakan untuk meningkatkan pelaporan *earnings* dalam jangka pendek, bukan suatu yang mengherankan apabila malah memperburuk *underperformance* dalam jangka panjang.

Hal lainnya mengenai hubungan negatif antara BHR dan IR, Shen et al. (2008) juga menemukan bukti bahwa hal ini tampaknya menunjukkan bahwa reaksi awal yang berlebihan karena keyakinan yang salah tentang *discretionary accruals* cenderung untuk memperbaiki diri

dalam jangka panjang. Dari sudut pandang investor, semakin besar *initialoverpricing*, semakin besar koreksi berikutnya.

Secara keseluruhan, seperti yang tercermin dari hasil regresi persamaan *underperformance*, tidak terdapat variabel yang mempengaruhi performa jangka panjang saham secara signifikan. Adapun penjelasan dari variabel-variabel tersebut dapat digambarkan sebagai berikut:

1. Hasil penelitian pada variabel-variabel performa perusahaan yaitu ROA, NetIncome, CFOA, ATO, SalesG, dan CapExp menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,102; -0,009; -0,002; -0,052; -0,017; dan -0,021. Variabel yang menghasilkan hubungan positif adalah ROA dan variabel-variabel yang menghasilkan hubungan negatif adalah NetIncome, CFOA, ATO, SalesG, dan CapExp. Semua variabel performa perusahaan tersebut tidak menunjukkan hubungan yang signifikan. Berdasarkan rata-rata perubahan dari masing-masing variabel tersebut (Tabel 4.13), tidak seluruhnya sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Shen et al. (2008) dan Chan et al. (2004). Pada penelitian Chan et al. (2004) yang dilakukan di pasar Cina, mereka menemukan bahwa ROA, CFOA, dan ATO menurun secara signifikan setelah IPO. Selain itu Chan et al. (2004) menemukan *net income*, *sales growth*, dan *capital expenditure growth* mengalami kenaikan sesuai dengan industrinya. Oleh karena itu, indikator performa operasional yaitu ROA, CFOA, dan ATO tidak berkaitan dengan penurunan pada aktifitas bisnis. Namun hal ini konsisten dengan hipotesis yang diajukan oleh Chan et al. (2004) dimana manajemen mencoba untuk melakukan *window-dress* pada pelaporan keuangan mereka sebelum melakukan *go public*, dimana hal ini ditunjukkan dengan performa sebelum IPO yang *over-stated* dan performa sesudah IPO yang *under-stated*;
2. Hasil penelitian pada PROCEEDS (logaritma natural dari *issuing size* dalam satuan moneter) menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,075 menghasilkan hubungan positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham dalam jangka panjang. Hal ini sejalan dengan penelitian Bildik dan Yilmaz (2008) serta Levis (1993) dalam penelitian kinerja jangka panjang IPO yang menggunakan faktor *issuing size* dimana didapati hubungan yang positif pula. Biasanya, *issuing size* dan ukuran perusahaan sangat berkorelasi dan begitu pula dengan *negative returns* dari *small issuing size* yang mungkin dihasilkan oleh kondisi *financial distressed* yang dialami perusahaan tersebut. Banyak perusahaan kecil yang ingin *go public* untuk meningkatkan modal yang digunakan untuk mendanai proyek-proyek investasi baru mereka dan mengurangi tingkat utang yang tinggi. Jika hasil dari proyek-proyek ini berakhir dengan kegagalan, situasi ini menempatkan mereka dalam posisi yang lebih tertekan, yang akhirnya tercermin dalam harga saham;
3. Hasil penelitian pada MKTRTN (*buy-and-hold market return*) menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,037 menghasilkan hubungan positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham dalam jangka panjang. Walaupun tidak menghasilkan hubungan yang signifikan, namun hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Teoh et al. (1998) yang menggunakan *market return* untuk mengetahui kinerja saham perusahaan jangka panjang. Apabila *return* di pasar saham semakin baik maka kinerja *return* saham emiten akan baik. Hal ini tentunya secara berkesinambungan akan berpengaruh pada *return* jangka panjang saham yang semakin baik pula.

Kesimpulan

Dari hasil analisis dan pembahasan pada bab sebelumnya, penulis dapat menarik beberapa kesimpulan sehubungan dengan pendeteksian *earnings management*, *underpricing* dan *underperformance* perusahaan yang melakukan kebijakan *Initial Public Offering* (IPO) di Indonesia. Beberapa kesimpulan yang dapat diambil berdasarkan hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil pengujian terhadap Hipotesis 1 (H_1), penelitian ini berhasil membuktikan bahwa adanya pengaruh yang signifikan praktik manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan pada keseluruhan periode pengamatan yang mengakibatkan *underpricing* pada IPO.
2. Berdasarkan hasil pengujian terhadap Hipotesis 2 (H_2), penelitian ini berhasil membuktikan perusahaan yang mengalami *underpricing* pada saat IPO tidak akan mengalami *underperformance* dalam jangka panjang pada keseluruhan periode pengamatan setelah IPO. Selain itu beberapa keterbatasan penelitian ini yang perlu diperbaiki untuk penelitian selanjutnya antara lain:
 1. Untuk mendapatkan hasil yang lebih akurat dan lebih komprehensif lagi, maka sebaiknya digunakan data yang rentang waktunya lebih panjang. Salah satu keterbatasan dalam penulisan penelitian ini adalah tidak tersedianya data keuangan perusahaan sebelum tahun 2008. Sehingga sulit untuk mendapatkan sampel yang lebih banyak seperti penelitian-penelitian pada IPO yang dilakukan di luar negeri yang biasanya menggunakan data lebih dari 10 tahun.
 2. Teknik penyampelan dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*, sehingga dengan adanya pembatasan sampel karena penggunaan *purposive sampling* tersebut dikhawatirkan penarikan kesimpulan memiliki tingkat generalisasi yang kurang.
 3. Dalam menghitung praktik manajemen laba hanya melakukan estimasi terhadap nilai akrual diskresioner dengan menggunakan model pengukuran modifikasi Jones yang masih sederhana. Hal tersebut dikhawatirkan dapat menyebabkan hasil analisis kurang bisa menggambarkan praktik manajemen laba yang sebenarnya pada Pasar Modal Indonesia.
 4. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat mencoba menggunakan variabel-variabel keuangan lainnya, misalnya seperti : EPS, PER, serta variabel-variabel yang mencerminkan kondisi ekonomi makro, misalnya : tingkat suku bunga bank, tingkat inflasi.

Fenomena *underpricing*, *earnings management*, dan kinerja saham perlu untuk mendapatkan perhatian mengingat implikasi dari penelitian ini cukup besar bagi pihak-pihak yang berhubungan dengan pasar modal diantaranya sebagai pedoman bagi investor untuk melakukan strategi perdagangan dan dapat membantu emiten agar dapat memperkirakan ekuitas eksternal yang harus dikeluarkan sehubungan dengan penawaran perdana. Selain itu dengan melihat kenyataan bahwa ternyata pada kinerja jangka panjang di pasar modal Indonesia tidak mengalami *underperformed*, maka sebaiknya investor membeli saham sebagai investasi jangka panjang untuk mendapatkan potensi *abnormal return* yang positif.

Daftar Referensi

- Aggrawal, R., Leal, L., & Hernandez, L. (1993). The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America. *Financial Management*, 22, 42-53.
- Aharony, J., Lee, C-W.J., & T.J. Wong. (2000). Financial packaging of IPO firms in China. *Journal of Accounting Research* (Vol. 38). 1, 103-126.
- Anlin, C. & Pan, K. (1998). An answer to the long-run performance puzzle of ipos in taiwan: an application of the fama-french model. SSRN Electronic Paper Collection. <http://www.ssrn.com>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002, February). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 32, 1-32.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2008). Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 45, 324-349.
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49: 307-343.

- Beatty, R.P. (1989). Auditor reputation and the pricing of initial public offering. *Journal of Financial Economic* (Vol. 15).
- Bildik, R., & Yilmaz, M.K. (2008). The market performance of initial public offerings in the Istanbul stock exchange. *BDDK Bankacilik Ve Financal Piyasalar*, 2, 49-75.
- Chan, K., J. Wang, & K.C. Wei.(2004). Underpricing and long-term performance of IPO's in China. *Journal of Corporate Finance*, 10, 409-430.
- Chi, J.,& Padgett, C. (2005).Short-run underpricing and its characteristics in Chinese initial public offering (IPO) Markets.*Research in International Business and Finance*, 19, 71-93.
- Coakley, J., Instefjord,N.,& Z. Shen. (2006). An introduction of IPOunderpricing in China: An institutional perspective. *University of Essex Working Paper*.
- Dechow, P.M., Sloan,R.G.,& Sweeney, A.P. (1995). Detecting earnings management.*Accounting Review*, 70, 193–225.
- Dye, R. (1988). Earnings management in an overlapping generations model. *Journal of Accounting Research*, 26, 195-235.
- Ernyan & Husnan, (2002). *Perbandingan underpricing penerbitan saham perdana perusahaan keuangan dan non-keuangan di pasar modal Indonesia: Pengujian hipotesis asimetri informasi*. Kumpulan Makalah SNK In Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto. hal.43-56 .
- Frederikslust, R.A.I., & Geest, R.A. (1999). Initial returns and long-run performance of private equity-backed initial public offerings on the amsterdam stock exchange. SSRN Electronic Paper Collection.<http://www.ssrn.com>.
- Friedlan, M.L. (1994). Accounting choices of issuers of initial public offerings. *Contemporary Accounting Research*, 11.
- Gumanti, T.A. (2001). Earnings management dalam penawaran saham perdana di bursa efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* (Vol. 2), 4, 165-183.
- Hribar, P.,& Collins, D. (2002). Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40, 105–134.
- Husnan, S., (1993). The first issues market: The case of the Indonesian bull market. *Indonesian Economic Journal* (Vol. 2), 1, 16-32.
- Ihalaw, J.O.I., & Aini, U.A. (2002). Manajemen earning dalam penawaran perdana saham di bursa efek Jakarta periode 1998-2000. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* (Vol. VIII), 2, 191-208.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigation. *Journal Of Accounting Research* (Vol. 2), 29, 193-228.
- Kim, Y.,& M.S. Park.(2005). Pricing of seasoned equity offers and earnings management.*Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 435-463.
- Leiland, H.E., & Pyle, D.H. (1977).Informational asymetries, financial structure, and financial intermediation.*The Journal of Finance*(Vol. XXXII), 371-387.
- Levis, M. (1993). The long-run performance of initial public offerings: The UK experience 1980-1988. *Financial Management* (Vol. 22), 1, 28-41.
- Ljungqvist, A., Nanda,V. K.,& Singh, R. (2006). Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing.*Journal of Business*, 79, 1667-1702.
- Loughran, T.,& Ritter, J.R. (1995).The new issues puzzle. *TheJournal of Finance*(Vol.50), 1, 23-51.
- Manurung, A.H. (2009). *Ke mana investasi?: Kiat dan panduan investasi keuangan*. Jakarta: Kompas.
- Manurung, A.H., & Tobing, W.R.L. (2009). Variabel mempengaruhi initial return untuk periode 2007-2008. www.finansialbisnis.com/Data2/Riset/IPO.
- McGuinness, P. (1992). An examination of the underpricing of initial public offerings in Hongkong 1980–1990. *Journal of Business Finance and Accounting*, 19, 165-186.
- Ritter, J.R. (1991, March). The long run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance* (Vol.XLVI), 1.

- Ritter, J.R., Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing and allocations. *Journal of Finance*, 57, 1795-1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.
- Scott, W.R. (1997). *Financial Accounting Theory*. Scarborough: Prentice Hall.
- Setiawati, L. (2002). *Manajemen laba dan IPO di bursa efek Jakarta*. SNA 5, 112-125.
- Shen, Z., Coakley, J., & Instefjord, N. (2008). Earnings management, underpricing and underperformance of Chinese IPO. *Institute of Financial and Accounting Studies Xiamen University, P.R. China*.
- Spohr, J. (2005). *Essays on earning managements*. Helsingfor: Edita Prima Ltd.
- Su, D., & Fleisher, B.M. (1999). An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, 173-202.
- Subramanyam, K.R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 249-281.
- Teoh, S., Welch, I., & Wong, T.J. (1998a). Earnings management and underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, 63-99.
- Teoh, S., Welch, I., & Wong, T.J. (1998b). Earnings management and the subsequent market performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 53, 1935-1974.
- Teoh, S., Wong, T.J., & Rao, G.R. (1998c). Are accruals during initial public offerings opportunistic?. *Review of Accounting Studies*, 3, 175-208.