

Kualitas AkruaL Dan Manajemen Aktivitas Riil *Seasoned Equity Offering* Perusahaan *High Technology* Di Asia Pasifik

Sumiyati* dan Jogiyanto Hartono**

*Universitas Gadjah Mada, e-mail: sumiyati2013@gmail.com

**Universitas Gadjah Mada, e-mail: jogiyantoS2@gmail.com

Abstract

Seasoned Equity Offering is a public stock offering after the Initial Public Offering. This study aims to determine the effect of accrual quality and management of real activity toward market reaction and performance of companies employed Seasoned Equity Offering (SEO) in high-technology companies in Asia Pacific.

Sample of this research is employed by using purposive sampling with this following criteria; high technology companies in Asia Pacific that offering SEO in 2001-2015 and sample data of company should be available on OSIRIS database. In ultimate, the total final sample is obtained from 40 companies spread in Australia, China, Indonesia, India, South Korea, Malaysia, New Zealand, Singapore and Taiwan. This research is a study of events (event study) using 5-year-window that is two years before SEO, current year of SEO and two years after SEO. The hypothesis is analyzed using Ordinary Least Square (OLS) for each events $t-2$, $t-1$, t_0 , $t+1$ dan $t+2$.

The test results showed evidence that accrual quality had positive effects on performance of companies employed SEO. Yet, the results of second hypothesis testing, accrual quality measured by deviation standard, do not influence market reaction. This study can also prove management of real activity measured by abnormal cash flow. Abnormal can degrade the performance of SEO companies after the event, while the abnormal of cost discretioner does not influence performance. The fourth hypothesis testing results showed evidence that negative effect of SEO market reaction is definitely caused by pessimistic reaction of investor toward the performance of company employed SEO.

Keywords: Seasoned Equity Offering, the company has high technology, the quality of accruals, the management of real activity, performance, market reaction.

1. Pendahuluan

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh kualitas akruaL dan manajemen aktivitas riil terhadap reaksi pasar dan kinerja pada perusahaan yang melakukan *Seasoned Equity Offering* (SEO) di Perusahaan *high technology*. Studi ini dimotivasi oleh beberapa kesimpulan dari hasil studi yang tidak konsisten antara Rangan (1998) dan Cohen dan Zarowin (2008) yang menemukan bahwa adanya hubungan negatif antara akruaL abnormal dan return saham taknormal setelah SEO yang dianggap sebagai ketidakmampuan investor untuk menyadari adanya manajemen laba dan terbukti adanya asimetris informasi antara perusahaan dengan investor (Easley dan O'Hara, 2004; Lin et al. 2008).

Sebaliknya dalam Shivakumar (2000) menemukan bahwa reaksi negatif ditunjukkan oleh pasar terhadap akruaL abnormal justru sebelum pengumuman SEO. Hal ini dikarenakan

investor diasumsikan menyadari adanya manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan SEO ditunjukkan dengan tingginya laba bersih dan akruaL abnormal di sekitar pengumuman SEO dan akruaL abnormal sebelum SEO akan menurunkan laba bersih pada tahun berikutnya. Meskipun berbeda hasil dengan studi yang dilakukan Rangan (1998) dan Cohen dan Zarowin (2010), ketiga studi ini sepakat bahwa manajemen laba akan menurunkan kinerja perusahaan pada tahun setelah diumumkannya SEO.

Berbeda dengan ketiga studi tersebut, Taylor dan Xu (2010) berpendapat bahwa manajemen aktivitas riil tidak memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja operasi perusahaan berikutnya karena manajemen aktivitas riil tidak dilakukan secara rutin oleh manajer dan kemungkinan bahwa manajer melakukan manajemen laba hanya untuk menyampaikan informasi yang baik bagi publik.

Investor cenderung bereaksi negatif terhadap pengumuman SEO karena investor khawatir mengenai kemungkinan SEO tidak produktif dan lemahnya tata kelola yang menyebabkan bertumbuhnya oportunitis (Jung et al. 1996; Kim dan Purnanandam, 2014). Rangan (1998) menyimpulkan bahwa adanya hubungan negatif antara manajemen laba dan kinerja pada tahun peristiwa dengan return saham pada periode berikutnya. Ketika manajemen laba dilakukan sebelum periode peristiwa dengan upaya untuk meningkatkan kinerja laba maka pada tahun berikutnya saat dilakukan *reverse* (pembalikan) akan menyebabkan laba tahun berikutnya menurun. Tindakan koreksi ini menyebabkan pasar bereaksi negatif terhadap SEO.

Kim et al. (2015) menemukan bukti bahwa perusahaan SEO dengan kualitas akrual yang rendah menunjukkan return taknormal yang tinggi di sekitar pengumuman SEO dan kinerja jangka panjang yang lebih rendah secara signifikan setelah SEO. Menurut Kothari et al. (2016) dalam studinya disebutkan bahwa manajemen menyatakan laba lebih besar saat SEO melalui manajemen aktivitas riil bukan manajemen akrual karena manajemen akrual secara realibel berhubungan dengan return masa depan negatif hanya ketika secara bersamaan dilakukan dengan manajemen aktivitas riil.

Manajemen laba melalui aktivitas riil lebih cenderung digunakan pada perusahaan yang berada pada negara dengan perlindungan terhadap investor yang kuat. Seperti yang disebutkan oleh Burgsthaler et al. (2006) dan Enomoto et al. (2015) bahwa tingkat manajemen laba lebih rendah ketika perusahaan merupakan perusahaan publik yang memberikan perlindungan hak pemegang saham minoritas dan persyaratan pengungkapan yang ketat.

Gunny (2010) dan Francis et al. (2015) mendokumentasikan studi mengenai manajemen laba melalui aktivitas riil karena manipulasi aktivitas riil masih kurang menjadi perhatian. Manajer menganggap bahwa melakukan aktivitas riil menimbulkan biaya yang besar. Padahal dalam studi Graham et al. (2005) menemukan bukti melalui survei yang dilakukan bahwa manajemen laba paling banyak dilakukan dengan tindakan nyata atau menggunakan aktivitas riil. Selain itu, melakukan manipulasi aktivitas riil dapat menurunkan kinerja perusahaan di masa mendatang menjadi lebih besar karena melakukan manipulasi aktivitas riil akan

berpengaruh langsung terhadap arus kas operasi perusahaan.

SEO menyediakan seting yang kuat dalam menguji konsekuensi pasar modal atas upaya untuk meningkatkan jumlah laba di sekitar peristiwa (*event*) melalui manipulasi aktivitas riil dan akrual. Ibrahim et al. (2011) dan Khotari et al. (2016) menunjukkan bukti bahwa SEO memiliki prevelensi manipulasi peningkatan laba dengan menggunakan akrual dan manipulasi riil pada tahun sebelum penawaran SEO.

Perusahaan SEO yang menjadi subjek tindakan litigasi oleh investor memiliki prevelensi diskresionari akrual yang tinggi meskipun tidak ada bukti manipulasi pada akun riil. Meskipun banyaknya studi mengenai manajemen laba melalui manipulasi akrual dan aktivitas riil, masih sedikit yang menghubungkan kualitas akrual dan aktivitas riil sekaligus dalam studi peristiwa dengan kumulatif return taknormal.

Penelitian ini menggunakan perusahaan dengan industri berteknologi tinggi. Menurut Cohen dan Zarowin (2010), perusahaan SEO yang paling banyak menjadi sampel dalam studi mereka adalah perusahaan yang menggunakan teknologi tinggi seperti perusahaan dalam industri produk kimia, perangkat komputer dan jasa, perangkat elektronik dan industri listrik, gas dan *sanitary service*. Industri ini merupakan industri yang perkembangannya paling pesat di pasar modal pada tahun 1990an hingga sekarang. Selain itu, Jeon dan Kim (2011) menemukan bahwa *price earnings ratio* (PER) yaitu rasio yang dihasilkan dengan membagi harga saham saat ini dengan laba per saham tahunan dari industri berteknologi tinggi lebih tinggi dibandingkan dengan industri berteknologi rendah.

Perusahaan berteknologi tinggi juga rawan terhadap manipulasi akrual dan aktivitas riil. Akun akrual yang paling banyak dimanipulasi adalah pengeluaran penelitian dan pengembangan (*R&D expenditure*). Barron et al. (2002) menyebutkan bahwa peramalan laba oleh analis perusahaan dengan pengeluaran *intangibles* paling tinggi cenderung kurang akurat dan lebih banyak eror dibandingkan perusahaan dengan *intangibles* rendah. *Intangibles* dalam studi ini adalah beban penelitian dan pengembangan (*R&D*) terutama pada industri berteknologi tinggi seperti industri elektronik, obat atau bahan kimia dan *software*.

Studi ini menggunakan return taknormal kumulatif dan perubahan *return on asset* untuk

mengukur peristiwa di sekitar SEO (Cohen dan Zarowin, 2010). Perubahan diukur menggunakan *return on asset* periode saat ini dikurangi dengan periode sebelumnya yang bertujuan untuk menilai kinerja perusahaan sebelum dan sesudah penawaran. Studi ini merupakan studi yang menggabungkan sebagian analisis dari empat penelitian mengenai SEO dalam satu studi sekaligus.

Empat penelitian tersebut diantaranya adalah penelitian Rangan (1998), Shivakumar (2000), Francis et al. (2005), Cohen dan Zarowin (2010), dan Kim et al. (2015). Selain menggunakan data *time series*, studi ini juga menggunakan data *cross sectional* dan data panel perusahaan industri berteknologi tinggi yang berada di negara Asia Pasifik. Ini merupakan studi yang menggunakan kualitas akrual dan manipulasi aktivitas riil dalam konteks SEO pada perusahaan *high technology* yang ada di negara Asia Pasifik.

Fenomena yang menarik dari studi di Asia Pasifik diantaranya karena negara-negara Asia Pasifik umumnya merupakan negara *emerging market* dengan pertumbuhan pasar modal yang baik namun masih lemah dalam upaya proteksi terhadap investor. Seperti yang terjadi di Korea Selatan, masih tingginya tingkat asimetri informasi antara perusahaan dan investor karena kurang tegasnya sistem finansial di negara tersebut (Kim et al. 2015).

Studi ini ingin membuktikan bahwa kinerja perusahaan *high technology* yang melakukan manajemen laba setelah SEO mengalami penurunan dan direaksi negatif oleh pasar. Setiap negara memiliki aturan yang berbeda sehingga kesempatan untuk melakukan manajemen laba tergantung pada ketat. Perusahaan *high technology* juga memiliki kondisi bisnis yang berbeda dari perusahaan lainnya. Selain itu, kondisi ekonomi dan politik dalam studi ini juga berbeda-beda setiap negara.

Studi ini berkontribusi pada dua hal penting. Pertama, studi ini memberikan bukti empiris bahwa oportunistik SEO dilakukan dengan berbagai cara, tidak hanya memanipulasi akrual tetapi juga memanipulasi aktivitas riil. Manipulasi aktivitas riil yang sulit terdeteksi akan lebih dimanfaatkan oleh manajer terutama dalam lingkungan bisnis dengan regulasi pasar modal yang lemah. Kedua, SEO memberikan setingan yang tepat untuk menilai konsekuensi kualitas akrual yang buruk dan manipulasi aktivitas riil pada pasar modal. Pada negara dengan perlindungan investor yang lemah,

perilaku oportunistik di sekitar SEO perlu dipertimbangkan oleh investor terutama memilih perusahaan yang akan dijadikan untuk tempat menginvestasikan sejumlah dananya. Sulitnya mendeteksi perilaku oportunistik manajemen maka investor perlu mendapatkan berbagai masukan termasuk dengan berbagai studi empiris.

Artikel ini dibagi menjadi beberapa bagian. Ini merupakan bagian pertama yang menjelaskan motivasi dan latar belakang penelitian. Bagian kedua menjabarkan teori. Bagian ketiga menggambarkan mengenai metode riset yang digunakan. Bagian empat disampaikan hasil penelitian dan bagian terakhir yang berisi kesimpulan dari keseluruhan penelitian ini, keterbatasan penelitian, dan saran untuk memperbaiki penelitian ini.

2. Rerangka Teori dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Kualitas Akrual dalam Kinerja Seasoned Equity Offering

Akrual berkualitas rendah dapat terjadi karena dua alasan penting yaitu: (1) manajemen dapat dengan sengaja melakukan bias akrual melalui manajemen laba; (2) eror yang tidak disengaja dalam estimasi akrual dapat terjadi karena sulitnya akrual digunakan untuk memprediksi ketidakpastian masa depan atau secara sederhana karena kurangnya kontrol yang tepat untuk mendeteksi eror (Doyle et al. 2007). Kualitas akrual yang buruk juga berhubungan dengan besarnya biaya dari hutang dan ekuitas.

Kualitas akrual yang tinggi pada dasarnya dapat membantu untuk memprediksi return saham masa depan (Salehi dan Sepehri, 2014). Umumnya kualitas akrual menunjukkan kinerja perusahaan saat ini dan masa depan. Kualitas akrual dapat digunakan sebagai ukuran relevansi nilai laba suatu perusahaan. McNichols (2002), Dechow dan Dichev (2002), dan Francis et al. (2005) berargumen bahwa ukuran kualitas perusahaan dapat dinilai dari seberapa besar akrual yang dapat diwujudkan dalam bentuk arus kas.

Bhattacharya et al. (2013) menyatakan bahwa ketidakmampuan akrual yang dapat diwujudkan dalam bentuk arus kas akan mempengaruhi kualitas laba yang dilaporkan. Jika kualitas laba rendah maka menurunkan likuiditas perusahaan dan meningkatkan biaya modal. Dechow et al. (2010) berargumen bahwa semakin tinggi kualitas laba akrual menunjukkan ketersediaan informasi mengenai kinerja perusahaan di masa mendatang dapat digunakan

sebagai dasar pengambilan keputusan yang relevan.

Berdasarkan hasil studi tersebut maka dapat disimpulkan bahwa tinggi (rendah) kualitas akrual akan sangat mempengaruhi kinerja perusahaan di masa depan dan semakin tinggi pula kualitas keputusan yang dapat dibuat oleh para pengguna informasi. Hipotesis pertama dapat dirumuskan sebagai berikut.

H1: kualitas akrual tinggi menunjukkan kinerja operasi yang semakin tinggi.

Akrual yang tinggi memang mampu meningkatkan kinerja laba operasi. Namun, permasalahan yang muncul adalah semakin tinggi akrual maka semakin tinggi pula kemungkinan eror akrual yang akan terjadi (Dechow dan Dichev, 2002). Akrual yang tinggi merupakan salah satu yang dapat menyebabkan asimetri informasi.

Investor yang tidak memiliki informasi lebih banyak dari manajemen cenderung bereaksi negatif terhadap aktivitas perusahaan termasuk pengumuman penawaran ekuitas. Asimetri informasi merupakan masalah yang sering terjadi antara perusahaan dengan investor. Reaksi cenderung negatif pada saat pengumuman SEO karena adanya asimetri informasi tersebut (Lin et al. 2008). Asimetri informasi menyebabkan terjadinya kos dan terefleksikan dalam rendahnya harga saham di sekitar tanggal pengumuman SEO (Easley dan O'Hara, 2004; Kim et al. 2015).

Secara singkat dapat disimpulkan bahwa ketika akrual tinggi maka kemungkinan eror atas penilaian akrual juga semakin tinggi. Akibatnya, semakin tinggi pula kesalahan investor dalam membuat estimasi nilai perusahaan. Jika investor menyadari akrual yang tinggi dapat menyebabkan eror tinggi maka investor cenderung bersikap pesimis pada penawaran yang dilakukan oleh perusahaan. Hipotesis yang dirumuskan berdasarkan argumen tersebut dinyatakan sebagai berikut.

H2: kualitas akrual yang tinggi memiliki reaksi pasar negatif di sekitar pengumuman SEO.

2.2. Manipulasi Aktivitas Riil dalam Seasoned Equity Offering

Studi mengenai manajemen laba dalam SEO dimulai dengan beberapa studi terdahulu meskipun hasilnya menunjukkan bukti berbeda. Rangan (1998) dan Teoh et al. (1998) menemukan bahwa ada hubungan negatif antara akrual abnormal sebelum penawaran dan return saham taknormal setelah penawaran yang diinterpretasikan sebagai kegagalan investor untuk menyadari manajemen laba menyebabkan kinerja

saham yang buruk setelah penawaran. Sementara itu, Shivakumar (2000) menemukan bahwa ada hubungan negatif antara akrual abnormal sebelum pengumuman dan reaksi harga saham pada pengumuman penawaran.

Manajer tidak hanya melakukan manipulasi akrual untuk mempengaruhi harga saham namun juga menggunakan manipulasi aktivitas riil. Roychowdury (2006) memberikan bukti bahwa manajemen laba dengan memanipulasi aktivitas riil bertujuan untuk menghindari kerugian tahunan. Cohen dan Zarowin (2010) menemukan bahwa kinerja perusahaan SEO yang memanipulasi aktivitas riil cenderung menurun setelah pengumuman SEO dan akan menurunkan kinerja perusahaan pada masa berikutnya (Taylor dan Xu, 2010).

Banyak studi yang menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan manipulasi aktivitas riil cenderung menurunkan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah pengumuman SEO (Ibrahim et al. 2011; Yang et al. 2013; Kothari et al. 2016) dan perusahaan yang lebih konservatif dapat mengurangi dampak negatif informasi asimetri pada SEO (Kim et al. 2013). Sebaliknya, reaksi negatif akan berkurang jika perusahaan SEO menggunakan investasi penelitian dan pengembangan sebelum melakukan penawaran SEO terutama pada perusahaan yang berteknologi tinggi (Qian et al. 2014).

Dengan melakukan manipulasi aktivitas riil seperti melakukan produksi yang berlebih dan menurunkan biaya-biaya diskresioner diharapkan akan mampu meningkatkan jumlah laba yang dilaporkan pada saat SEO namun akan menurunkan jumlah laba pada tahun berikutnya. Diasumsikan bahwa manipulasi aktivitas riil dilakukan pada akun-akun yang tidak dapat dilakukan pembalikan sehingga tidak adanya dampaknya bagi laba yang akan diperoleh pada tahun berikutnya. Hipotesis ketiga dapat dinyatakan sebagai berikut.

H3: manipulasi aktivitas riil menyebabkan kinerja perusahaan setelah SEO menurun.

2.3. Kinerja Perusahaan dalam Seasoned Equity Offering

Kinerja perusahaan di sekitar SEO cenderung mengalami penurunan terutama satu tahun setelah penawaran dan setelahnya. Rangan (1998) merumuskan bahwa kinerja dan perubahan kinerja merupakan fungsi dari return taknormal pada tahun i dan memiliki hubungan negatif. Cohen dan Zarowin (2010) berpendapat bahwa rata-rata kinerja perusahaan yang melakukan SEO cenderung menurun pada tahun-

tahun berikutnya setelah SEO. Hal ini disebabkan karena adanya pembalikan akrual (*accrual reverse*) yang dilakukan sehingga nilai akrual pada tahun selanjutnya menjadi lebih kecil jika perusahaan melakukan manajemen laba dengan menaikkan laba. Karena kinerja SEO diasumsi akan menurun saat dan setelah penawaran, maka pasar pun akan bereaksi negatif. Hipotesis berikutnya dinyatakan sebagai berikut.

H4: pasar bereaksi negatif terhadap kinerja perusahaan *high technology* yang melakukan SEO

3. Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan jenis penelitian kuantitatif dengan pendekatan *event study*. *Event study* dilakukan dengan cara melakukan observasi suatu peristiwa yang terjadi dalam suatu periode dan menganalisa informasi yang diperoleh dari peristiwa tersebut. Dalam studi ini, *event study* dilakukan dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah seperti yang dilakukan oleh Cohen dan Zarowin (2010) dan Rangan (1998).

3.1. Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang *listing* di Bursa Efek negara Indonesia, China, Taiwan, India, Australia, Selandia Baru, Jepang, Korea Selatan, Singapura dan Malaysia, pada tahun 2006 hingga tahun 2015. Sampel akan diperoleh dengan metode *purposive sampling* dengan memenuhi ketentuan berikut.

1. Perusahaan yang melakukan SEO periode 2001 hingga 2015,
2. Perusahaan merupakan jenis perusahaan yang menggunakan teknologi tinggi dalam operasinya diantaranya perusahaan yang bergerak dalam bidang kimia & farmasi, komputer dan perangkat, elektronik, telekomunikasi, gas dan listrik,
3. Data merupakan laporan keuangan dengan tahun fiskal 31 Desember tahun 2009-2015,
4. Laporan keuangan disampaikan dalam bahasa Inggris,
5. Tersedia data pada database BVD OSIRIS FEB UGM dan Financial Market Data UGM.

3.2. Jenis dan Sumber Data

Jenis data dalam studi ini adalah data sekunder berupa dokumen yang telah disediakan oleh pihak kedua. Adapun data yang dibutuhkan adalah laporan keuangan (*Financial Report*) tahun 2009-2015. Selain itu, juga menggunakan data harga saham bulanan untuk dua tahun sebelum, satu tahun saat pengumuman dan dua tahun sesudah pengumuman SEO (Kim et al.

2015). Data merupakan data *archival* yaitu data yang diperoleh dari *database* yang tersedia. Data *archival* akan diperoleh dari BVD OSIRIS FEB UGM dan Financial Market Data UGM.

3.3. Teknik Pengumpulan Data

Data dalam penelitian ini dikumpulkan dengan menggunakan metode *information content analysis*, yaitu dengan cara memperoleh dan menganalisis isi dari informasi suatu peristiwa perusahaan. Data terdiri dari harga dan return saham SEO atau *right issues* di antara tahun 2009 hingga 2015 yang dikumpulkan melalui Financial Market Data UGM. Sedangkan laporan keuangan akan dikumpulkan melalui database OSIRIS FEB UGM. Data yang tidak tersedia dalam database tersebut akan dikeluarkan dari sampel.

3.4. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel dalam studi ini terdiri dari dua variabel independen yaitu kualitas akrual dan manipulasi aktivitas riil serta dua variabel dependen yaitu pengumuman SEO yang diukur dengan kumulatif return taknormal, laba periode *t*, dan perubahan laba dalam periode sebelum dan sesudah SEO (Cohen dan Zarowin, 2010). Definisi operasional masing-masing variabel diuraikan sebagai berikut.

3.4.1. Kualitas Akrual

Akrual merupakan hasil pengurangan antara laba dikurangi dengan arus kas. Kim et al. (2015) menyesuaikan rumus kualitas akrual yang dimodifikasi Francis et al. (2005) dan McNichols (2002). Kualitas akrual disimbolkan dengan AQ dengan rumus berikut:

$$TCA_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i} * CFO_{i,t+1} + \beta_{2,i} * CFO_{i,t} + \beta_{3,i} * CFO_{i,t-1} + \beta_{4,i} * \Delta Rev_{i,t} + \beta_{5,i} * PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Untuk memperoleh nilai $TCA_{i,t}$ dihitung dari $\Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta STDEBT_{i,t}$ yang merupakan total akrual lancar (*current*) dalam tahun *t*. Nilai $CFO_{i,t}$ yang merupakan arus kas operasi dari perusahaan *i* dalam tahun *t*, dihitung dari $NIBE_{i,t}$ yang merupakan laba bersih perusahaan *i* sebelum item ekstraordinari dalam tahun *t* dikurangi dengan $TA_{i,t}$ yang merupakan total akrual perusahaan *i* dalam tahun *t*, diperoleh dari $\Delta CA_{i,t}$ (perubahan asset lancar perusahaan *i*) - $\Delta CL_{i,t}$ (perusahaan hutang lancar perusahaan *i*) - $\Delta Cash_{i,t}$ (perubahan kas perusahaan *i*) + $\Delta STDEBT_{i,t}$ perubahan hutang perusahaan *i* dalam hutang lancar) + $DEPN_{i,t}$ (beban depresiasi dan amortisasi perusahaan *i* dalam tahun *t*).

Komponen rumus berikutnya adalah perubahan pendapatan perusahaan *i* atau

dilambangkan dengan $\Delta Rev_{i,t}$, sedangkan $PPE_{i,t}$ adalah nilai kotor properti, pabrik dan peralatan (aset tetap) perusahaan i dalam tahun t. Lambang Δ merupakan perubahan dalam variabel antara tahun t-1 dan tahun t. Seluruh proksi akan diskalakan dengan aset periode sebelumnya ($asset_{t-1}$).

Berbeda dengan menguji pengaruh kualitas akrual terhadap kinerja, menganalisis pengaruh kualitas akrual terhadap kumulatif return taknormal akan digunakan nilai standar deviasi dari hasil regresi rumus di atas. Menurut Francis et al. (2005), kualitas akrual yang rendah ditandai dengan besarnya standar deviasi residual yang dihitung dalam periode lima tahun (periode t-4 hingga t) atau secara singkatnya dituliskan sebagai berikut:

$$AQ_{i,t} = \sigma(v_i)$$

3.4.2. Manipulasi aktivitas riil

Manipulasi aktivitas riil merupakan tindakan manajemen yang menyimpang dari praktik bisnis normal yang dijalankan dengan tujuan menyesuaikan laba sesuai dengan tujuan perusahaan. Studi ini menggunakan rumus yang diadopsi Cohen dan Zarowin (2010) dari Roychowdhury (2006) yaitu model linier dari level normal arus kas operasi, normal level normal biaya produksi, dan beban diskresioner. Pertama, rumus regresi *cross sectional* level normal arus kas operasi untuk setiap industri disajikan sebagai berikut:

$$\frac{CFO_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = k1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + k2 \frac{Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + k3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \epsilon_k \quad (2)$$

CFO abnormal (AB_CFO) adalah CFO aktual minus level normal CFO yang dihitung menggunakan koefisien estimasi pada rumus di atas. Diharapkan hasil ABCFO bernilai negatif yang menunjukkan bahwa manajemen melakukan manipulasi aktivitas riil dengan menggunakan arus kas operasi. Biaya produksi didefinisikan sebagai jumlah harga pokok penjualan dan perubahan dalam persediaan selama tahun. Estimasi produksi merupakan fungsi regresi dari penjualan dan aset berikut model estimasi level normal biaya produksi:

$$\frac{PROD_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = k1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + k2 \frac{Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \frac{\Delta Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

Abnormal produksi diperoleh dari pengurangan antara produksi aktual dengan estimasi produksi menggunakan rumus (3). Nilai yang diharapkan dari AB_PROD adalah positif yang artinya perusahaan kecenderungan untuk

melakukan produksi di atas normal. Sementara itu, level normal beban diskresioner (AB_DISX) disajikan dalam fungsi linier berikut:

$$\frac{DISX_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = k1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + k2 \frac{Sales_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

Nilai abnormal diskresioner merupakan hasil pengurangan dari diskresioner akrual dengan estimasi diskresioner dengan menggunakan rumus (4). Tanda yang diharapkan dari hasil analisis untuk AB_DISX adalah negatif yang mengindikasikan bahwa perusahaan melakukan pengurangan biaya diskresioner dengan tujuan untuk meningkatkan jumlah laba.

3.4.3. Kumulatif return taknormal

Studi peristiwa menganalisis return taknormal dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. Kumulatif return taknormal merupakan penjumlahan return taknormal hari sebelum dan sesudah di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas. Return taknormal atau *excess return* sendiri diartikan sebagai kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal (Hartono, 2014). Adapun rumus return taknormal disajikan sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (5)$$

$AR_{i,t}$ merupakan return taknormal sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t, $R_{i,t}$ adalah return realisasian yang terjadi untuk sekuritas i pada periode peristiwa ke-t yang dihitung dengan rumus $(P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$ dan $E(R_{i,t})$ adalah return ekspektasian sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t dihitung menggunakan model sesuaian rerata (*mean adjusted model*).

$$E(R_{i,t}) = \frac{\sum_{j=1}^t R_{i,j}}{T} \quad (6)$$

Studi ini menggunakan 5 tahun jendela peristiwa dan menggunakan harga saham bulanan sehingga kumulatif return taknormal ($CAR_{-5,+5}$) yang dihitung dengan menjumlahkan return taknormal pada tahun t.

3.4.4. Kinerja laba

Rangan (1998) dan Kothari et al. (2016) mengartikan laba taknormal adalah laba tahunan yang diskalakan oleh aset atau *return on asset* (ROA) sebagai penyesuaian untuk pengaruh tahun dan perusahaan tertentu dengan dimodelkan sebagai berikut:

$$\Delta ROA_{i,t} = ROA_t - ROA_{i,t-1} \quad (7)$$

Berdasarkan rumus tersebut diketahui $ROA_{i,t}$ adalah nilai ROA yang dimodelkan untuk perusahaan i pada periode t; $ROA_{i,t-1}$ adalah nilai

lag dari $ROA_{i,t}$. ROA sendiri diperoleh dengan menggunakan rumus berikut:

$$ROA_{i,t} = \frac{NI_{i,t}}{TA_{i,t}} \quad (8)$$

$NI_{i,t}$ (*net income*) merupakan laba bersih untuk perusahaan i pada periode ke- t , sedangkan $TA_{i,t}$ merupakan total aset untuk perusahaan i pada periode t .

3.4.5. Variabel kontrol

Pada studi sebelumnya menggunakan beberapa variabel kontrol untuk mengurangi pengaruh eksternal yang dapat mengganggu normalitas data. Kim et al. (2015) menggunakan ukuran perusahaan (*SIZE*), *leverage* (*LEV*), *intangibles asset* (*INTA*) dan laba negatif (*NEGNI*) sebagai kontrol, sedangkan Kothari et al. (2015) melakukan kontrol terhadap variabel kapitalisasi pasar (*MarCAP*). Untuk kontrol perbedaan negara maka digunakan variabel *gross domestic product* (*GDP*) dan inflasi (*INFL*). Studi ini akan menggunakan beberapa variabel kontrol yang digunakan dalam dua studi tersebut.

3.5. Teknik Analisis Data

Analisis data digunakan untuk membandingkan dua hal atau nilai variabel untuk mengetahui selisihnya atau rasionya, kemudian diambil kesimpulan. Dalam penelitian ini, analisis statistik inferensial digunakan untuk pengujian hipotesis. Analisis hipotesis menggunakan perangkat lunak yaitu Eviews 8. Data yang telah diperoleh akan diuji dengan model *Ordinary Least Square* (*OLS*) yang bertujuan menguji pengaruh dari variabel-variabel independen dan variabel dependennya.

4. Hasil dan Diskusi

4.1. Pemilihan Sampel

Studi ini merupakan studi lintas negara yakni negara-negara di Asia Pasifik yang terdiri dari negara-negara yang paling aktif pasar modalnya dan juga merupakan negara-negara industrialisasi baru dengan inovasi teknologi yang tinggi. Negara-negara di Asia Pasifik yang menjadi objek penelitian yaitu negara Australia, Cina, Indonesia, India, Jepang, Korea Selatan, Malaysia, Singapura, Selandia Baru dan Taiwan.

Perusahaan sampel merupakan perusahaan berteknologi tinggi dalam proses bisnisnya dan melakukan penawaran *right issue* atau *seasoned equity offering* pada tahun 2001 hingga 2015. Perusahaan berteknologi yang dimaksud adalah perusahaan yang bergerak dalam industri kimia & farmasi, komputer dan perangkat, elektronik, telekomunikasi, gas dan listrik.

Hal yang pertama dilakukan dalam pemilihan sampel adalah mengumpulkan data harga saham perusahaan *hightech* yang melakukan *Seasoned Equity Offering* melalui Financial Market Update FEB UGM dan mengumpulkan data laporan keuangan terutama untuk akun-akun yang dijadikan proksi melalui database OSIRIS.

Adapun proses pengambilan sampel dengan OSIRIS yang pertama adalah data difilter berdasarkan perusahaan listing di Bursa Efek. Lalu mengelompokkan perusahaan berdasarkan jenis industri dan kode industri 2211 - *Electric Power Generation, Transmission and Distribution*, 2212 - *Natural Gas Distribution*, 325 - *Chemical Manufacturing*, 3254 - *Pharmaceutical and Medicine Manufacturing*, 334 - *Computer and Electronic Product Manufacturing*, 335 - *Electrical Equipment, Appliance, and Component Manufacturing*, 443 - *Electronics and Appliance Stores*, 517 - *Telecommunications*. Langkah selanjutnya adalah mereduksi data dengan kata kunci "*corporate action - rights*" dan terakhir memfilter data berdasarkan negara-negara yang menjadi objek penelitian saja.

Setelah seluruh data terkumpul, maka dilakukan proses pengecekan kelengkapan data. Data perusahaan yang melakukan *right issue* namun tidak memiliki data keuangan yang digunakan sebagai proksi dalam database OSIRIS dikeluarkan dari sampel. Selain itu, perusahaan yang memiliki peristiwa lain dalam periode pengumuman juga dikeluarkan dari sampel. Penentuan sampel secara ringkas ditunjukkan pada tabel 1 berikut.

Tabel 1. Proses Penentuan Sampel

Proses	Jumlah Perusahaan Sampel
<i>Seasoned Equity Offering hightech</i> Perusahaan yang diperoleh dari FMU FEB UGM:	
- Australia	261
- Cina	50
- India	42
- Indonesia	21
- Jepang	143
- Korea Selatan	319
- Malaysia	60
- Selandia Baru	63
- Singapura	41
- Taiwan	421
Total	1401
Perusahaan listing yang tersedia di OSIRIS	55.009

Perusahaan direduksi berdasarkan jenis industri	10.327
Perusahaan direduksi berdasarkan perusahaan yang melakukan "rights" (corporate action-right)	1.327
Perusahaan direduksi berdasarkan negara	473
Perusahaan yang telah dicocokkan antara data FMU dengan OSIRIS	224
Perusahaan yang tidak memiliki data keuangan dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah penawaran <i>right issue</i>	(184)
Sampel akhir	40
	Perusahaan

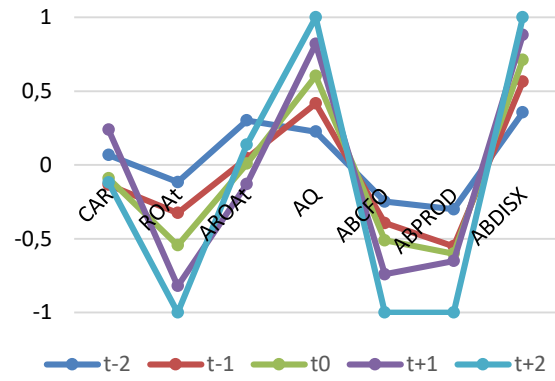
Sumber: data diolah, 2016

Studi ini tidak menggunakan data laporan keuangan dari masing-masing perusahaan di negara yang menjadi objek penelitian karena kendala bahasa dan mata uang. Tidak semua perusahaan menerbitkan laporan keuangan secara online dengan menggunakan bahasa Inggris dan dengan mata uang yang sama. Untuk memudahkan analisis dan agar seluruh sampel sama dan setara maka data keuangan yang digunakan dalam bentuk mata uang (ribuan) dollar US.

Sampel akhir yang diperoleh dari proses pengambilan dan pencocokan sampel sebanyak 40 perusahaan *high technology*. Periode penelitian adalah 7 tahun dengan dua tahun sebagai tahun dasar untuk proksi variabel *lag* dan *lead*.

4.2. Analisis Deskriptif

Penelitian ini merupakan studi peristiwa (*event study*) yang sifatnya jangka panjang. Meskipun digunakan untuk mengukur reaksi pasar, reaksi pasar yang dimaksud adalah reaksi pasar jangka panjang karena berkaitan dengan kinerja jangka panjang perusahaan. Jendela peristiwa yang digunakan selama 5 tahun yakni dua tahun sebelum penawaran (t-1 dan t-2), satu tahun peristiwa (t0) dan dua tahun setelah peristiwa (t+1 dan t+2). Agar memudahkan melihat perubahan angka dalam setiap variabel per tahun, berikut ini ditampilkan diagram garis dari nilai rata-rata.



Gambar 1. Diagram Garis Nilai Rata-rata Variabel

Pada gambar terlihat perubahan variabel dari tahun ke tahun. Perubahan CAR misalnya cenderung berada pada nilai negatif dan bernilai positif pada tahun t+1 (ungu) dan lebih tinggi daripada tahun t0. Variabel ROAt menunjukkan nilai yang semakin rendah di periode setelah penawaran t0, dan terus turun pada periode berikutnya. Sebaliknya perubahan ROA menunjukkan titik terendah pada tahun t+1. Kualitas akrual lebih tinggi setelah periode t0 dengan titik tertinggi pada tahun t+2. Variabel ABCFO dan ABPROD setelah periode penawaran menjadi semakin lebih rendah, sebaliknya untuk ABDISX yang semakin tinggi daripada periode t0.-

4.3. Analisis Ordinary Least Square (OLS)

Studi ini menggunakan analisis *Ordinary Least Square* (OLS) untuk menguji hipotesisnya. Penelitian ini menggunakan 14 (empat belas) variabel yang terdiri dari tiga variabel dependen yakni CAR, ROAt dan ΔROAt, 4 (empat) variabel independen yakni AQ, AQS, ABCFO, ABPROD, ABDISX, dan 7 (tujuh) variabel kontrol yakni NEGNI, LogSIZE, LogINTA, LogMarCap, INFLASI, GDP, dan LEV. Berikut model persamaan yang digunakan dalam penelitian ini.

$$ROA_t/\Delta ROA_t = \alpha + \beta_1AQ + \beta_2NEGNI + \beta_3LogSize + \beta_4LogINTA + \beta_5LogMarCap + \beta_6INFLASI + \beta_7GDP + \beta_8LEV + \epsilon_t \tag{9}$$

$$CAR = \alpha + \beta_1AQS + \beta_2NEGNI + \beta_3LogSize + \beta_4LogINTA + \beta_5LogMarCap + \beta_6INFLASI + \beta_7GDP + \beta_8LEV + \epsilon_t \tag{10}$$

$$ROA_t/\Delta ROA_t = \alpha + \beta_1ABCFO + \beta_2ABPROD + \beta_3ABDISX + \beta_4NEGNI + \beta_5LogSize + \beta_6LogINTA + \beta_7LogMarCap + \beta_8INFLASI + \beta_9GDP + \beta_{10}LEV + \epsilon_t \tag{11}$$

$$\text{CAR} = \alpha + \beta_1\text{ROA} + \beta_2\Delta\text{ROAt} + \beta_3\text{LogSize} + \beta_4\text{LogINTA} + \beta_5\text{LogMarCap} + \beta_6\text{INFLASI} + \beta_7\text{GDP} + \beta_8\text{LEV} + \varepsilon_t \quad (12)$$

4.3.1. Pengujian Hipotesis 1

Pengujian hipotesis pertama ini mengaplikasikan model (9) yang menguji pengaruh kualitas akrual terhadap kinerja perusahaan saat ini dan perubahan kinerja. Kinerja perusahaan diprosikan dengan *return on asset* (ROAt) dan perubahan *return on asset* (ΔROAt). Hipotesis diterima apabila nilai koefisien pengaruh kualitas akrual terhadap kinerja bertanda positif dan signifikan. Berikut ringkasan hasil pengujian hipotesis pertama.

Tabel 2. Pengaruh Kualitas Akrual Terhadap Kinerja di sekitar SEO

Dep. ROAt/ ΔROAt	-2		-1		0		1		2	
	Koef	Sig.	Koef.	Sig.	Koef.	Sig.	Koef.	Sig.	Koef	Sig.
Panel A										
Intercept	12,9								12,7	
AQ	3	0,216	-50,25	0,022	2,74	0,833	9,83	0,555	6	0,177
NEGNI	4	0,020*	19,70	0,004*	6,47	*	11,78	0,009*	7,93	0,001*
LogSIZE					-	0,000				
LogINTA	-4,68	0,045*	4,69	0,332	12,23	*	-13,53	0,002*	-9,21	0,000*
LogMarCa	-3,88	0,076	3,86	0,112	0,17	0,908	-1,19	0,341	-0,71	0,492
p	2,94	0,187	-1,53	0,243	-0,13	0,866			0,89	0,164
Inflasi	0,20	0,595	0,19	0,735	-0,39	0,582			-0,96	0,012*
GDP	-0,08	0,850	-0,67	0,427	0,02	0,941	-0,14	0,826	0,05	0,934
LEV									-0,17	0,640
Std. Dev	13,5						14,69		-3,98	0,019
F-Statistic	4		15,14		11,35				9,13	
R2	3,43		0,40		0,51		0,40		5,31	
	0,40		0,40		0,51		5,99		0,57	
Panel B										
Intercept	35,4									
AQ	6	0,136	-16,61	0,185	39,92	0,076	-4,19	0,819	-0,22	0,990
NEGNI	-4,29	0,544	1,71	0,587	4,37	0,364	13,35	0,007*	8,12	0,049*
LogSIZE					-	0,033				
LogINTA	5,60	0,142	-0,39	0,833	12,12	*	1,82	0,693	0,89	0,837
LogMarCa	-4,19	0,089	1,25	0,320	-5,37	0,043	-0,49	0,719	5,38	0,027*
p	1,73	0,165	-0,34	0,579	2,55	0,068			1,04	0,385
Inflasi	0,49	0,289	0,03	0,882	0,29	0,806			-6,73	0,000
GDP	-0,45	0,420	0,55	0,269	0,76	0,270	-0,22	0,758	-0,52	0,655
LEV									0,45	0,579
Std. Dev	15,5						13,91		-5,04	0,207
F-Statistic	7		7,63		15,21				7	
R2	1,34		0,11		1,65		0,19		5,00	
	0,26		0,68		0,23		2,08		0,56	

*signifikan pada 5%

Sumber: data diolah, 2016

4.3.1.1. Pengaruh Kualitas AkruaI terhadap Kinerja Return on Asset.

Panel A (tabel 2) merupakan hasil analisis inferensial dari hipotesis pertama yang dirumuskan dalam model (9). Berdasarkan hasil terlihat bahwa kualitas akruaI pada tahun t-2 bernilai positif dengan koefisien sebesar 11,84 yang signifikan pada 0,02 atau kurang dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa semakin baik kualitas akruaI maka semakin baik kinerja perusahaan pada periode t-2.

Pada tahun t-2 juga terlihat nilai variabel kontrol yaitu negni dengan nilai koefisien negatif sebesar -4,68 pada signifikan 0,045 atau lebih kecil dari 0,05. Negni merupakan singkatan dari negatif *net income* yang mengindikasikan bahwa *net income* negatif atau ketika perusahaan mengalami kerugian maka akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan membagi total aset dengan *net income*.

Pada tahun t-1, kualitas akruaI juga bernilai positif dengan koefisien sebesar 19,70 signifikan pada 0,004, sedangkan variabel kontrol lainnya tidak ada yang signifikan. Pada tahun t0, kualitas akruaI signifikan pada 0,027 dengan koefisien 6,47 dan negatif *net income* juga signifikan pada 0,000 dengan koefisien -12,23. Pada tahun t+1 dan t+2, kualitas akruaI juga berpengaruh terhadap kinerja dengan koefisien masing-masing sebesar 11,78 signifikan pada 0,009 dan 7,93 yang signifikan pada 0,001.

Variabel negatif *net income* juga berpengaruh terhadap kinerja dengan koefisien t+1 sebesar -13,53 signifikan pada 0,002 dan koefisien t+2 sebesar -9,21 yang signifikan pada 0,000. Secara keseluruhan pada semua jendela peristiwa dari t-2 hingga t+2, kualitas akruaI mempengaruhi kinerja operasi perusahaan. Artinya kualitas akruaI yang baik akan memberikan sinyal laba positif. Secara teori, akruaI adalah semua akun yang diharapkan dapat diwujudkan dalam bentuk kas di masa depan. AkruaI pada periode t juga merupakan komponen perhitungan laba di mana *net income* merupakan komponen dari akruaI dan kas.

4.3.1.2. Pengaruh Kualitas AkruaI terhadap Kinerja Perubahan Return on Asset.

Perubahan *return on asset* ($\Delta ROAt$) merupakan pengurangan antara ROA saat ini ($ROAt$) dengan ROA periode sebelumnya ($ROAt-1$). Semakin besar nilai $ROAt$ dibandingkan dengan $ROAt-1$ atau bernilai positif mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan pada tahun t lebih baik dari pada tahun sebelumnya. Pada tahun t-1 dan t-2

tidak terdapat pengaruh kualitas akruaI terhadap perubahan *return on asset*, sedangkan pada tahun t0 yang mempengaruhi hanya variabel kontrol yakni negatif *net income* dengan koefisien sebesar -12,12 dan signifikan pada 0,033.

Untuk tahun t+1 dan t+2, kualitas akruaI mempengaruhi $\Delta ROAt$ dengan nilai koefisien positif pada tahun t+1 sebesar 13,35 yang signifikan pada 0,007. Untuk tahun t+2 kualitas akruaI mempengaruhi $\Delta ROAt$ dengan koefisien positif sebesar 8,12 pada signifikan sebesar 0,049. Dari dua analisis di atas menunjukkan bahwa kualitas akruaI secara keseluruhan lebih mempengaruhi $ROAt$ dibandingkan $\Delta ROAt$ dengan kata lain bahwa hipotesis 1 diterima.

4.3.2. Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis kedua ini mengaplikasi model (10) yang menguji pengaruh kualitas akruaI terhadap reaksi pasar, sedangkan kualitas akruaI dianalisis menggunakan nilai standar deviasi dari regresi rumus (1). Reaksi pasar diukur dengan menggunakan kumulatif return taknormal. Hipotesis diterima jika nilai koefisien pengaruh kualitas akruaI terhadap kumulatif return taknormal bertanda negatif dan signifikan kurang dari atau sama dengan 5%. Berikut ringkasan hasil pengujian hipotesis ketiga.

Tabel 3. Pengaruh Standar Deviasi Kualitas AkruaI terhadap Reaksi Pasar di sekitar SEO

Dep. CAR	-2		-1		0		1		2	
	Koef.	Sig.	Koef.	Sig.	Koef.	Sig.	Koef.	Sig.	Koef.	Sig.
Intercept								0,51		
	0,87	0,036	-0,13	0,787	-0,03	0,943	0,24	1	2,01	0,026
AQS								0,92		
	-5,87	0,123	0,427	0,926	1,16	0,783	0,34	1	-21,72	0,010*
NEGNI								0,97		
	-0,40	0,322	-0,18	0,716	-0,11	0,811	0,00	9	-0,08	0,921
Std. Dev	1,21		1,39		1,28		1,05		2,74	
F-Statistic	2,91		0,06		0,04		0,007		4,51	
R2	0,13		0,003		0,002		0,00		0,19	

*signifikan pada 5%

Sumber: data diolah, 2016

Hasil analisis statistik inferensial menunjukkan bahwa kualitas akruaI tidak mempengaruhi reaksi pasar periode sebelum peristiwa dan pada saat peristiwa. Hal ini terlihat pada tabel 3 tidak menunjukkan adanya nilai signifikan pada variabel kualitas akruaI pada dua tahun sebelum peristiwa dan pada saat tahun peristiwa.

Kualitas akruaI signifikan pada 0,010 pada tahun t+2 dengan koefisien negatif sebesar -21,72 yang mengindikasikan bahwa kualitas akruaI berpengaruh negatif terhadap kualitas akruaI dengan arti bahwa akruaI setelah peristiwa direaksi negatif oleh pasar. Tahun t+1 memperlihatkan tidak adanya pengaruh kualitas akruaI terhadap reaksi pasar. Meskipun pada periode sebelum, saat dan satu tahun setelah peristiwa tidak terbukti adanya pengaruh kualitas akruaI terhadap reaksi pasar, namun hipotesis 2

dapat diterima karena terbukti pasar bereaksi negatif pada kualitas akruaI di sekitar peristiwa yakni dua tahun setelah peristiwa.

4.3.3. Pengujian Hipotesis 3

Pengujian hipotesis ketiga mengaplikasi model (11) yang menguji pengaruh manajemen aktivitas riil yang diukur dengan abnormal arus kas operasi, abnormal produksi dan abnormal dikresioner terhadap kinerja perusahaan saat ini dan perubahan kinerja. Kinerja perusahaan diprosikan dengan *return on asset* (ROAt) dan perubahan *return on asset* (Δ ROAt). Hipotesis diterima jika koefisien arus kas operasi abnormal bernilai negatif, produksi abnormal bernilai positif dan dikresioner abnormal bernilai negatif serta seluruh nilai signifikansinya kurang dari atau sama dengan 5%. Berikut ringkasan hasil pengujian hipotesis kedua.

Tabel 4. Pengaruh Manipulasi Aktivitas Riil Terhadap Kinerja disekitar SEO

Dep.ROAt / Δ ROAt	-2		-1		0		1		2	
	Koef	Sig.	Koef.	Sig.	Koef.	Sig.	Koef.	Sig.	Koef.	Sig.
Panel A										
Intercept	9,88	0,496	-37,40	0,321	7,08	0,573	34,32	0,034	-3,10	0,716
ABCFO	35,9									
	9	0,098	49,45	0,099	6,59	0,552	11,30	0,282	-12,13	0,000*
ABPROD					-					
	3,40	0,770	0,49	0,983	17,96	0,305	108,05	0,000*	-9,93	0,005
ABDISX	23,5									
	3	0,006	49,31	0,087	22,11	0,547	18,66	0,566	49,19	0,195
NEGNI					-					
	-3,77	0,335	0,30	0,973	15,09	*	-18,86	0,000*	-10,38	0,000*
LogSIZE	-2,59	0,333	4,22	0,237	-0,21	0,823	-2,27	0,064	0,33	0,575
LogINTA	2,55	0,324	-2,06	0,276						
LogMarCa										
p	0,26	0,571	0,59	0,473						
Inflasi	-0,17	0,749	-1,10	0,242						
F-Statistic	1,25		1,40		5,51		7,12		0,53	

R2	0,26	0,28	0,44	0,51	7,74					
Panel B										
Intercept	12,4									
	1	0,534	-4,25	0,662	23,11	0,194	25,22	0,152	-25,68	0,078
ABCFO	12,7									
	9	0,505	57,00	0,000	-58,15	0,000*	6,90	0,549	-17,18	0,030*
ABPROD	-3,43	0,895	16,18	0,018*	10,24	0,674	124,54	0,000*	-85,72	0,000*
ABDISX	2,44	0,902	44,89	0,000	-60,21	0,244	-1,07	0,976	-3,81	0,935
NEGNI	7,72	0,150	-1,43	0,464	-11,78	0,010*	-4,612	0,287	3,471	0,343
LogSIZE	-1,18	0,460	0,79	0,449	-1,57	0,254	-1,86	0,165	1,75	0,111
LogINTA			-0,29	0,670						
LogMarCa										
p			-0,14	0,554						
Inflasi			-0,030	0,936						
F-Statistic	0,70		0,44		4,52		3,46		0,57	
R2	0,09		2,84		0,39		0,33		9,21	

*signifikan pada 5%

Sumber: data diolah, 2016

4.4.3.1. Pengaruh Manajemen Aktivitas riil terhadap Kinerja Return on Asset.

Hasil output pengaruh manajemen aktivitas riil terhadap kinerja ditunjukkan pada tabel 4 di atas. Diketahui secara statistik bahwa abnormal arus kas operasi dan abnormal biaya diskresioner tidak berpengaruh terhadap kinerja baik pada tahun t-2, t-1 dan t0 tidak ada yang menunjukkan nilai signifikan kecuali variabel abnormal diskresioner pada tahun t-2 sebesar 0,006 namun tidak menghasilkan koefisien yang sesuai prediksi.

Koefisien abnormal produksi pada t-1 bernilai negatif dan signifikan mengimplikasikan bahwa kenaikan satu satuan standar deviasi dihubungkan dengan penurunan laba sebesar 6,57 per dollar aset dalam tahun 1 setelah SEO (16,81-10,24), sedangkan pada t0, variabel control negatif *net income* berpengaruh negatif terhadap kinerja dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000.

Selanjutnya pengaruh manajemen aktivitas riil setelah hari peristiwa menunjukkan abnormal produksi berpengaruh terhadap kinerja t+1 dengan nilai koefisien positif sebesar 108,5 yang signifikan pada 0,000. Demikian juga dengan variabel kontrol negatif *net income* dengan nilai koefisien negatif sebesar -18,86, signifikan pada 0,000. Pada tahun t+2, abnormal arus kas berpengaruh negatif terhadap kinerja dengan nilai koefisien sebesar -12,13 yang signifikan pada 0,00. Pada tahun t+2 juga menunjukkan variabel negatif *net income* juga berpengaruh terhadap kinerja.

4.4.3.2. Pengaruh Manajemen Aktivitas Riil terhadap Kinerja Perubahan Return on Asset.

Pengaruh manajemen aktivitas riil juga tidak terlihat pada perubahan *return on asset* sebelum hari peristiwa. Hal ini ditunjukkan tidak ada nilai yang signifikan serta nilai koefisien sesuai prediksi pada variabel abnormal arus kas operasi dan abnormal diskresioner kecuali abnormal produksi.

Pada tahun t0, manajemen aktivitas riil mempengaruhi kinerja yang terlihat dengan adanya nilai koefisien negatif sebesar -58,15 yang signifikan pada 0,000 pada variabel abnormal arus kas operasional (ABCFO). Negatif *net income* juga mempengaruhi kinerja pada tahun t0 dengan nilai koefisien sebesar -11,78 yang signifikan pada 0,010. Pada tahun t+1, manajemen aktivitas riil yang mempengaruhi kinerja adalah abnormal produksi dengan koefisien positif sebesar 124,54 signifikan pada 0,00, sedangkan tahun t+2 menunjukkan bahwa abnormal arus kas berpengaruh terhadap kinerja dengan nilai koefisien sebesar -17,18 signifikan pada 0,030.

Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa manajemen aktivitas riil tidak mempengaruhi kinerja pada tahun sebelum peristiwa *right issue* meskipun terbukti melakukan manipulasi aktivitas riil melalui abnormal produksi namun berpengaruh terhadap kinerja pada tahun setelah peristiwa terjadi. Singkatnya bahwa manajemen aktivitas riil akan menurunkan kinerja perusahaan pada tahun pertama setelah penawaran *right issue* dan juga kinerja selanjutnya.

Secara keseluruhan hasil output statistik ini menunjukkan bahwa perusahaan melakukan

manajemen aktivitas riil melalui manipulasi arus kas operasi pada tahun peristiwa dan sebelum peristiwa, namun yang mempengaruhi kinerja operasi setelahnya adalah manipulasi arus kas pada saat dan setelah tahun peristiwa sehingga dapat dikatakan bahwa hipotesis 3 diterima.

4.3.4. Pengujian Hipotesis 4

Pengujian hipotesis keempat ini mengaplikasi model (12) yang menguji pengaruh kinerja terhadap reaksi pasar. Hipotesis diterima jika koefisien ROAt dan Δ ROAt bertanda negatif

dengan signifikan kurang dari 0,05. Berikut ringkasan hasil pengujian hipotesis keempat.

Tabel 5. Pengaruh Kumulatif Return Taknormal terhadap Kinerja di sekitar SEO

Dep. CAR	-2		-1		0		1		2	
	Koef	Sig.	Koef.	Sig.	Koef.	Sig.	Koef.	Sig.	Koef	Sig.
Panel A										
Intercept	-3.67	0.082	-3.55	0.052	-2.85	0.109	0.78	0.116	-0.10	0.977
ROAt					-					
	-0.01	0.040*	-0.01	0.005*	0.002	0.923	-0.02	0.000*	-0.05	0.402
NEGNI			0.03	0.877	0.10	0.856	-0.45	0.163	-1.51	0.208
LogSIZE						0.030				
	0.31	0.094	0.27	0.068	0.34	*			-0.02	0.932
LogINTA										
LogMarCa										
p					-0.12	0.227				
Inflasi					0.02	0.628	-0.12	0.247	0.27	0.285
F-Statistic	4.63		1.59		1.12		3.11		0.90	
R2	0.20		0.11		0.14		0.20		0.09	
Panel B										
Intercept	-2.72	0.192	-3.69	0.041	-0.04	0.851	0.68	0.016	-2.83	0.233
Δ ROAt						0.041				
	-0.02	0.000*	-0.04	0.117	-0.01	*	-0.02	0.049*	-0.14	0.000*
NEGNI	-0.26	0.183	0.03	0.946	-0.17	0.629	-0.11	0.705	-0.30	0.607
LogSIZE	0.24	0.184	0.29	0.043					0.21	0.273
LogINTA										
LogMarCa										
p										
Inflasi					0.04	0.577	-0.13	0.019*	0.08	0.592
F-Statistic	4.39		2.03		0.61		0.21		15.4	
R2	0.26		0.14		0.04		3.30		0.63	

*signifikan pada 5%

Sumber: data diolah, 2016

4.3.4.1. Pengaruh Return on Asset terhadap Kumulatif Return Taknormal.

Hasil analisis statistik pada table 5 di panel A menunjukkan bahwa kinerja periode t mempengaruhi kumulatif return taknormal pada periode sebelum penawaran *right issue*. Hal ini terlihat pada nilai koefisien negatif sebesar -0,01 yang signifikansi pada 0,04 pada tahun t-2. Pada periode t-1, nilai koefisien negatif sebesar -0,01 pada tingkat signifikansi sebesar -0,005.

Pada tahun t0 tidak ada pengaruh kinerja terhadap reaksi pasar, yang justru mempengaruhi adalah size atau ukuran perusahaan bernilai koefisien positif sebesar 0,34 yang signifikan pada 0,030. Sementara untuk periode setelah peristiwa, kinerja mempengaruhi reaksi pasar secara negatif dengan diperolehnya nilai koefisien negatif sebesar -0,02 signifikan pada 0,000 untuk tahun t+1 dan nilai koefisien negatif sebesar -0,02 yang signifikan pada 0,000. Namun

tidak ada pengaruh kinerja terhadap reaksi pasar pada periode setelah tahun t+1.

4.3.4.2. Pengaruh perubahan return on asset terhadap kumulatif return taknormal.

Nilai koefisien pengaruh kinerja terhadap reaksi pasar masih bernilai negatif untuk tahun t-2 sebesar -0,02 dengan tingkat signifikan pada 0,000 (lihat panel B), sedangkan tahun t-1 tidak ada yang signifikan. Berkebalikan dengan ROAt, peristiwa t0 pada Δ ROAt justru memiliki pengaruh terhadap reaksi pasar meskipun negatif dengan koefisien sebesar -0,01 yang signifikan pada 0,041.

Tabel 6. Ringkasan Hasil Pengujian

Variabel	Tanda Prediksi i	Koefisien					Keputusan
		t-2	t-1	0	t1	t2	
AQ \rightarrow ROAt	+	11,84*	19,70*	6,47*	11,78*	7,93*	diterima
AQ \rightarrow Δ ROAt	+	-4,29	1,71	4,37	13,35*	8,12*	diterima
AQ \rightarrow CAR	-	-5,87	0,427	1,16	0,34	-	diterima
ABCFO \rightarrow ROAt	-	35,99	49,45	6,59	11,30	-	diterima
ABPROD \rightarrow ROAt	+	3,40	0,49	-17,96	108,05*	-9,93	diterima
ABDISX \rightarrow ROAt	-	23,53*	49,31	22,11	18,66	49,19	tidak dapat diterima
ABCFO \rightarrow Δ ROAt	-	12,79	57,00*	-	6,90	-	diterima
ABPROD \rightarrow Δ ROAt	+	-3,43	16,18*	58,15*	10,24	124,54*	diterima
ABDISX \rightarrow Δ ROAt	-	2,44	44,89*	-60,21	-1,07	-3,81	tidak dapat diterima
ROAt \rightarrow CAR	-	-0,01*	-0,01*	-0,002	-0,02*	-0,05	diterima
Δ ROAt \rightarrow CAR	-	-0,02*	-0,04	-0,01*	-0,02*	-0,14	diterima

*signifikan di bawah 5%

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hipotesis pertama diterima dengan nilai signifikan di bawah 0,05, sedangkan hipotesis kedua diterima sebagian. Hipotesis ketiga tidak dapat diterima dan hipotesis keempat diterima. Tidak semua nilai koefisien sesuai prediksi dan signifikan, namun jika salah satu diantara tahun sekitar peristiwa bernilai koefisien sesuai prediksi dan signifikan maka hipotesis dapat diterima.

4.5. Diskusi Hasil Penelitian

Shivakumar (2000) menyebutkan bahwa perusahaan SEO cenderung memiliki laba bersih dan akrual abnormal yang tinggi di sekitar pengumuman SEO. Hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa kinerja perusahaan secara rata-rata lebih tinggi pada tahun sebelum penawaran. Nilai return on asset lebih tinggi dibandingkan dengan periode penawaran dan nilai akrual setiap periode semakin tinggi.

Selanjutnya peristiwa tahun t+1, menunjukkan adanya pengaruh negatif antara kinerja dengan reaksi pasar dengan nilai koefisien sebesar -0,02 yang signifikan pada 0,049 dan peristiwa tahun t+2 juga menunjukkan pengaruh negatif dengan nilai koefisien sebesar -0,14 yang signifikan pada 0,000. Dari hasil output panel A dan panel B dapat dikatakan bahwa kinerja perusahaan direaksi negatif oleh pasar atau dapat disimpulkan bahwa hipotesis 4 diterima. Secara ringkas hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada tabel berikut.

Analisis hipotesis pertama diterima yang menunjukkan kualitas akrual mempengaruhi kinerja operasi perusahaan baik pada periode ini maupun perubahan return on asset itu sendiri. Kualitas akrual yang rendah dihubungkan dengan tingginya kos hutang, rendahnya nilai laba dan besar beta ekuitas (Francis et al. 2005). Artinya bahwa ketika kos hutang yang tinggi sementara nilai laba rendah akan menyebabkan kemampuan perusahaan semakin berkurang.

Penelitian ini memisahkan pengaruh kualitas akrual terhadap ROA dan perubahan ROA dengan tujuan untuk menilai manakah dari dua komponen tersebut yang paling dipengaruhi kualitas akrual. Perubahan ROA digunakan untuk melihat variabilitas ROA dan kekonsistenan laba dari tahun ke tahun. Jika semakin kecil nilai perubahan ROA tahun t menunjukkan kinerja tahun t lebih rendah dari tahun sebelumnya.

Hasil deskriptif menunjukkan bahwa ROA cenderung tidak konsisten antar periode ke periode. Perbedaan dari dua ROA tersebut dapat dilihat dari hasil analisis pengujian hipotesis pertama. Diketahui bahwa kualitas akrual yang paling berpengaruh terhadap kinerja paling tinggi terjadi pada tahun setelah penawaran.

Kinerja operasi perusahaan yang biasanya diproksikan dengan *net income* merupakan komponen dari akrual dan arus kas. Jika akrualnya tinggi maka jumlah *net income* juga tinggi. Semakin tinggi kualitas akrual maka semakin tinggi kualitas laba yang diperoleh. Dechow dan Dichev (2002); McNichols, (2002) dan Francis et al. (2005) menyebutkan bahwa ukuran kualitas akrual dapat dinilai dari seberapa besar akrual yang dapat dijadikan arus kas mendatang.

Kualitas akrual diukur dengan penjumlahan komponen arus kas periode sebelumnya, periode saat ini dan periode mendatang, total akrual lancar (*current accrual*), penjualan, dan aset tetap dibagi dengan total aset periode sebelumnya yang menunjukkan bahwa seberapa besar total aset dapat diwujudkan dalam arus kas, penjualan dan aset tetap yang digunakan untuk kegiatan operasi perusahaan. Semakin kecil nilai yang dihasilkan menunjukkan semakin rendah kualitas akrual dan semakin kecil pula jumlah arus kas yang dapat dihasilkan pada periode masa depan.

Ball (2008) menyimpulkan bahwa laba didasarkan pada tingginya kualitas akrual. Kualitas akrual biasa digunakan untuk mengevaluasi nilai relevansi dari laba. Oleh karena itu, semakin baik kualitas akrual maka semakin baik kinerja laba perusahaan. Permasalahan yang muncul adalah semakin tinggi akrual maka akan meningkatkan eror dalam mengestimasi laba. Ketika akrual tinggi maka laba juga semakin tinggi, namun menurut Dechow dan Dichev (2002), semakin tinggi akrual maka risiko perusahaan juga semakin tinggi yang ditunjukkan tingginya nilai error akrual.

Doyle et al. (2007) menyebutkan bahwa akrual rendah dapat dikarenakan bias akrual melalui manajemen laba dan juga dapat terjadi karena kesulitan mendeteksi eror akibat ketidakpastian masa depan. Akrual merupakan hasil pengurangan antara laba bersih operasi dikurangi dengan arus kas operasi dan akrual diharapkan dapat berkontribusi untuk arus kas operasi periode berikutnya. Jika eror akrual tinggi maka arus kas operasi di masa depan juga

akan berkurang dan hal ini menyebabkan kinerja operasi perusahaan akan terganggu.

Perusahaan *high technology* memiliki akrual yang tinggi dan terbukti dari hasil analisis deskriptif menunjukkan tingginya akrual perusahaan. Akrual perusahaan *high technology* sangat rentan. Argumennya adalah perusahaan berteknologi tinggi berinvestasi sangat tinggi ke dalam beban R&D namun investasi tersebut belum tentu dapat segera menunjukkan hasilnya segera karena pengembangan riset terkadang membutuhkan waktu lebih dari satu tahun. Akibatnya investor cenderung pesimis dengan kinerja perusahaan *high technology* sehingga hipotesis kedua yang menyatakan bahwa kualitas akrual berpengaruh negatif terhadap kinerja tidak dapat diterima untuk periode dua tahun sebelum, saat ini dan satu tahun setelah.

Pengaruh negatif kualitas akrual terhadap kinerja hanya terlihat pada tahun kedua setelah penawaran. Hal ini mengindikasikan bahwa asimetri informasi justru terjadi pada periode panjang. Hasil pengujian ini diperjelas dengan hasil deskriptif yang menunjukkan bahwa nilai kualitas akrual semakin tinggi dari tahun ke tahun dan menunjukkan nilai tertinggi pada tahun kedua setelah penawaran.

Hasil pengujian hipotesis ketiga diterima yang artinya manipulasi aktivitas riil berpengaruh negatif terhadap kinerja setelah SEO. Cohen dan Zarowin (2010) menyatakan bahwa abnormal produksi berpengaruh positif pada tahun terjadinya SEO, sedangkan abnormal arus kas dan abnormal biaya diskresioner berpengaruh negatif terhadap kinerja operasi perusahaan pada tahun SEO. Mereka juga menemukan bukti bahwa kos abnormal produksi negatif dan beban diskresioner positif setelah terjadinya SEO.

Penelitian searah dengan hasil studi Cohen dan Zarowin (2010) bahwa manajemen yang melakukan manajemen laba melalui aktivitas riil mengakibatkan penurunan pada kinerja setelah SEO. Namun tidak seperti Cohen dan Zarowin (2010) membuktikan bahwa besaran penurunan kinerja setelah SEO akibat manipulasi aktivitas riil lebih kecil pada tahun terjadinya SEO, studi ini menunjukkan bahwa besaran penurunan kinerja setelah SEO justru lebih besar (berdasarkan nilai koefisien) dibandingkan dengan tahun terjadinya SEO.

Sesuai teori awal, ketika manajemen melakukan manipulasi aktivitas riil maka kinerja selanjutnya akan semakin buruk sebab manajemen laba melalui aktivitas riil tidak dapat dilakukan setiap periode. Misalnya, jika

perusahaan melakukan manipulasi aktivitas riil dengan cara memanipulasi jumlah produksi menyebabkan terjadinya biaya produksi abnormal yakni perusahaan berproduksi di atas level normal.

Level normal yang tinggi menyebabkan kos *overhead* tetap yang tersebar pada jumlah unit produksi yang lebih besar (Husna, 2013). Kos *overhead* tetap ini kemudian menghasilkan biaya tetap per unit yang lebih rendah dan mengakibatkan harga pokok penjualan yang dilaporkan lebih rendah. Jika harga pokok rendah maka *gross profit margin* akan sangat tinggi.

Sesuai aturan harga pokok dan *gross profit* bukan akun yang dapat dibalik untuk periode berikutnya sehingga pada periode berikutnya profit tidak mencapai target lebih besar dari tahun sebelumnya. Jika manajemen terus menerus menambah jumlah produksi di atas level normal, maka persediaan akan menumpuk dan penjualan juga tidak mengalami peningkatan sehingga persediaan akan menjadi usang (*obsolescence*).

Pada perusahaan teknologi tinggi, perputaran usaha itu sangat penting karena cepatnya siklus bisnis yang dihadapi. Jika manajemen melakukan manipulasi aktivitas riil dengan cara mengurangi biaya deskrisioner maka perusahaan teknologi tinggi juga tidak akan mampu memperbaiki kinerja dengan baik sebab perusahaan teknologi cenderung menggunakan biaya diskresioner lebih besar seperti beban R&D.

Jika beban R&D dikurangi dengan tujuan untuk meningkatkan jumlah laba yang dilaporkan, dalam jangka pendek kinerja operasi terlihat lebih baik, namun dalam jangka panjang perusahaan akan lebih banyak lagi mengeluarkan biaya untuk meningkatkan kualitas teknologi yang setiap saat berkembang dengan sangat cepat. Oleh karena itu, pasar yang *over* optimis dengan perusahaan *high technology* pada awalnya, cenderung melakukan pengajuan tuntutan hukum karena kecewa dengan kinerja perusahaan tersebut seperti hasil studi yang dilakukan oleh Loughran dan Ritter (1997).

Studi ini menemukan bahwa manajemen aktivitas riil akan mempengaruhi kinerja perusahaan di masa mendatang tetapi tidak menemukan bukti bahwa perusahaan mempengaruhi kinerja sebelum tahun SEO. Artinya manajemen laba memang akan mempengaruhi kinerja setelah terjadinya SEO bukan sebelumnya terjadi SEO. Ini membuktikan bahwa kebijakan manajemen perusahaan

memiliki peranan yang penting dalam menurunkan dan menaikkan kinerja operasi perusahaan.

Kinerja setelah SEO akan ditanggapi negatif oleh investor seperti yang dikemukakan oleh Rangan (1998) dan Teoh et al. (1998) sebagai akibat dari dilakukannya manajemen laba akrual. Sementara itu, Shivakumar (2000) membuktikan bahwa terdapat hubungan negatif antara kinerja dengan reaksi pasar saham pada saat pengumuman SEO. Studi ini membuktikan ketiga teori tersebut sebenarnya saling melengkapi. Hal ini ditunjukkan hasil pengujian hipotesis keempat yang terbukti bahwa kinerja direaksi negatif oleh pasar baik pada saat periode penawaran maupun setelah penawaran. Akibatnya kumulatif return taknormal juga cenderung bernilai negatif (lihat hasil analisis deskriptif).

Seluruh hasil pengujian ini diperkuat dengan adanya pengaruh negatif *net income* sebagai variabel kontrol. Bagaimana pun juga, investor yang rasional akan memilih berinvestasi pada perusahaan yang menguntungkan sehingga mereka juga akan bereaksi positif terhadap perusahaan yang labanya tinggi. Perusahaan dengan negatif *net income* akan mempengaruhi kinerja operasi maupun kinerja saham. Berbagai penelitian terdahulu juga banyak menyinggung mengenai ketidakmampuan perusahaan dalam menghasilkan laba berdampak pada permasalahan keuangan dan kinerja perusahaan dalam jangka panjang (lihat penelitian Altman, 1968; Ohlson, 1980; Dechow, 1994; Teoh et al. 1998).

5. Simpulan, Implikasi dan Keterbatasan

5.1. Simpulan

Studi ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kualitas akrual dan manipulasi aktivitas riil pada kinerja dan reaksi pasar di sekitar SEO. Hasil pengujian hipotesis pertama menyimpulkan bahwa kualitas akrual berpengaruh positif terhadap kinerja operasi dengan artian bahwa semakin baik kualitas akrual maka semakin meningkatkan kinerja perusahaan SEO.

Hipotesis kedua menguji pengaruh kualitas akrual dengan reaksi pasar negatif yang diprosikan dengan kumulatif return taknormal. Hasilnya menunjukkan hipotesis kedua tidak terbukti untuk periode dua tahun sebelum penawaran, saat penawaran dan satu tahun setelah penawaran. Pengaruh kualitas akrual terhadap reaksi pasar hanya terbukti pada periode tahun kedua setelah penawaran. Ini mengindikasikan bahwa tidak terdapat asimetri

informasi antara manajemen perusahaan dengan investor terutama perusahaan *high technology* di Asia Pasifik yang melakukan SEO saat periode sebelum dan saat penawaran. Asimetri informasi terjadi pada tahun kedua setelah SEO dengan demikian hipotesis kedua yang menyatakan bahwa kualitas akrual berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar di sekitar pengumuman SEO dapat diterima.

Hipotesis ketiga menguji pengaruh negatif manipulasi aktivitas riil dengan kinerja. Dikatakan bahwa akibat dari manipulasi aktivitas riil, kinerja perusahaan akan menurun pada periode setelah penawaran SEO. Manipulasi aktivitas riil yang paling banyak dilakukan adalah manipulasi arus kas operasi dan produksi, sedangkan melalui biaya diskresioner tidak terbukti.

Hipotesis keempat menguji pengaruh kinerja terhadap reaksi pasar negatif di sekitar SEO. Hasil pengujian menunjukkan bahwa hipotesis keempat terbukti secara empiris. Ini bukti bahwa kinerja perusahaan setelah melakukan SEO menurun dan sebagai akibatnya investor pesimis terhadap kinerja perusahaan.

5.2 Implikasi

Temuan penelitian ini yang paling penting adalah kinerja perusahaan dan reaksi pasar tidak hanya diukur melalui kualitas akrual (Francis et al. 2005; Kim et al. 2015), namun juga dipengaruhi manajemen aktivitas riil melalui abnormal produksi dan abnormal arus kas operasi. Meskipun demikian, kualitas akrual tidak mampu mempengaruhi reaksi pasar pada dua tahun sebelum peristiwa, saat terjadinya SEO dan satu tahun setelahnya yang kontras dengan penelitian Kim et al. (2015) yang menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif atas kualitas akrual perusahaan di Korea yang juga menjadi objek negara dalam studi penelitian ini baik sebelum, saat maupun sesudah SEO.

Studi Kim et al. (2015) tersebut tidak dapat digeneralisasikan pada perusahaan *high technology* yang berada di Asia Pasifik. Artinya tidak terdapat asimetri informasi antara manajemen dengan investor di Asia Pasifik. Karakteristik dari perusahaan dan negara domisili memberikan efek yang berbeda pada setiap kebijakan akuntansi perusahaan.

Perusahaan yang berdomisili di negara-negara yang menjadi objek memiliki kekuatan hukum yang berbeda. Misalnya Australia, Selandia Baru dan Singapura menurut Roche dan Schotte (2013) merupakan negara dengan penegakan hukum yang kuat (*strong*

enforcement) sehingga proteksi terhadap investor juga tinggi, sedangkan beberapa negara lainnya seperti Cina, India, Indonesia, Korea Selatan, Malaysia, dan Taiwan adalah negara dengan penegakan hukum yang lemah (*weak enforcement*) dan proteksi terhadap investor sangat lemah.

Studi pada perusahaan *high technology* juga memberikan permasalahan tersendiri. Studi ini belum membahas lebih lanjut aturan yang dikhususkan bagi perusahaan *high technology* di Asia Pasifik terutama aturan mengenai kriteria khusus yang harus dikenakan pada perusahaan ini mengingat pertumbuhannya yang sangat tidak pasti dan berbeda dengan perusahaan-perusahaan lainnya. Dampaknya adalah penelitian pada perusahaan *high technology* akan lebih sulit menghasilkan bukti yang tegas (*robust*).

Ada hal yang menarik dari hasil penelitian ini. Manajemen aktivitas riil hanya dilakukan melalui manipulasi arus kas dan produksi, tidak melalui manipulasi biaya diskresioner. Sebagaimana yang diketahui bahwa perusahaan *high technology* mengeluarkan biaya diskresioner yang cukup besar untuk pengembangan inovasi teknologi.

Manajemen laba dengan cara melakukan pengurangan biaya diskresioner bertujuan agar laba meningkat. Namun tidak terbukti pada perusahaan *high technology* yang berada di kawasan Asia Pasifik. Hal ini bisa dikarenakan perusahaan *high technology* di Asia Pasifik justru malah meningkatkan jumlah biaya diskresioner bukan dengan menguranginya agar jumlah laba lebih tinggi.

Studi ini menganalisis variabel kontrol dalam model berbeda-beda. Hal ini karena diantara variabel kontrol tersebut, ada yang dapat memperkuat hubungan variabel independen dan variabel dependen, adapula yang sebaliknya. Kemampuan variabel kontrol dalam memperkuat atau memperlemah hubungan tersebut bisa terjadi banyak hal. Misalnya pengaruh kualitas akrual terhadap kinerja dan reaksi pasar. Pada hubungan kualitas akrual dengan kinerja, variabel kontrol yang digunakan adalah seluruh variabel kontrol kecuali *leverage* dan produk domestik bruto. Sementara itu, hubungan kualitas akrual dan reaksi pasar yang hanya mampu mempengaruhi adalah variabel kontrol negatif *net income*.

Hal lain yang menarik adalah pengaruh seluruh variabel kontrol yang digunakan untuk mengurangi perbedaan ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset dan kapitalisasi pasar serta pertumbuhan ekonomi yang diukur dengan

persentase pertumbuhan produk domestik bruto justru tidak membuat hasil pengujian hipotesis menjadi lebih baik. Berbeda dengan hasil studi Leuz et al. (2003) yang menyatakan bahwa variabel kontrol seperti produk domestik bruto dan kondisi ekonomi yang heterogen mempengaruhi manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan.

Perbedaan ini dapat saja terjadi mengingat bahwa sampel negara yang digunakan oleh Leuz et al. (2003) lebih beragam dibandingkan sampel negara dalam studi ini, meskipun pada akhirnya kesimpulan studi tersebut juga menyatakan bahwa menginterpretasikan pengaruh variabel kontrol terhadap manajemen laba sangat sulit dan perlu kehati-hatian. Hal ini dikarenakan manajemen laba merupakan teknik akuntansi yang cukup kompleks, misalnya manajemen laba dapat dibenarkan oleh standar akuntansi namun dapat pula mengarah pada pelanggaran etika.

Singkatnya, kinerja perusahaan *high technology* di Asia Pasifik tidak dipengaruhi oleh besar atau kecilnya kemampuan perusahaan dan juga tidak diukur dengan tinggi atau rendahnya pertumbuhan ekonomi suatu negara tetapi lebih kepada kemampuan manajemen perusahaan itu sendiri. Investor tidak menganggap bahwa perusahaan besar mampu menghasilkan kinerja lebih baik di masa depan, khususnya pada perusahaan *high technology* karena semakin besar perusahaan maka semakin tinggi risiko yang harus dihadapi.

5.3 Keterbatasan

Penelitian ini tidak terlepas dari berbagai kelemahan baik secara teori maupun teknikal. Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini diantaranya sebagai berikut. Pertama, studi ini tidak bisa dianalisis dengan lintas negara (*cross country*) atau dengan kata lain tidak bisa dikelompokkan berdasarkan negara asal karena keterbatasan sampel.

Kedua, data penelitian ini sangat terbatas yakni hanya diperoleh melalui database OSIRIS dan FMU FEB UGM karena kendala bahasa dan mata uang. Tidak semua negara menerbitkan laporannya dalam bahasa Inggris dan dalam satuan dollar meskipun ada diantaranya adalah perusahaan multinasional.

Ketiga, sampel dalam penelitian ini tidak dibedakan antara perusahaan induk dan perusahaan anak. Kelemahannya jika tidak dibedakan adalah tidak diketahui mana yang sebenarnya mendominasi kebijakan manajemen laba perusahaan antara induk dan anak karena kemungkinan perusahaan induk dan anak berada

di negara yang berbeda dengan aturan yang berbeda pula.

Keempat, studi ini tidak memperoleh sampel yang memadai. Jika sampel memadai sebaiknya menghilangkan perusahaan di negara dengan jumlah paling dominan sehingga menyebabkan sampel tidak setara (*equal*) akibatnya perusahaan di negara tentu seolah dapat digeneralisasi pada negara lain dengan sampel yang lebih sedikit.

Kelima, studi ini tidak mengontrol pertumbuhan perusahaan itu sendiri. Perusahaan *high technology* merupakan perusahaan dengan tingkat ketidakpastian pertumbuhan yang tinggi. Ketika pertumbuhan tidak dikontrol, akan mampu menyesatkan investor dalam menilai perusahaan sehingga investor bisa bereaksi secara keliru terhadap pengumuman peristiwa perusahaan.

Keenam, penelitian ini menggunakan harga saham bulanan yang terlalu panjang dalam menangkap reaksi pasar yang sifatnya jangka pendek. Penawaran *issue* merupakan peristiwa yang cenderung bereaksi dalam jangka pendek. Meskipun demikian, karena studi ini merupakan studi mengenai kinerja jangka panjang, harga saham bulanan masih dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar.

Referensi

- Altman, E. I. 1968. "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy". *The Journal of Finance* 23, 4: 589-689.
- Ball, R., & Shivakumar, L. 2008. "Earnings Quality at Initial Public Offering". *Journal of Accounting and Economics* 45, 2: 324-349.
- Barron, O. E., Byard, D., Kile, C., & Riedl, E. J. 2002. "Discussion of High-Technology Intangibles and Analysts Forecasts". *Journal of Accounting Research* 40, 2: 313-319.
- Bhattacharya, N., Desai, H., & Venkataraman, K. 2013. "Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry? Evidence from Trading Costs". *Contemporary Accounting Research* 30, 2: 482-516.
- Burgstahler, D. C., Hail, L., & Leuz, C. 2006. "Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Firms". *The Accounting Review* 81, 5: 983-1016.
- Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. 2008. "Management in the Pre- and Post-

- Sarbanes-Oxley Periods". *The Accounting Review* 83, 3: 757–787.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. 2010. "Accrual-based and Real Earnings Management Activities Around Seasoned Equity Offerings". *Journal of Accounting and Economics* 50, 1: 2–19.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. 2010. "Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, their Determinants and their Consequences". *Journal of Accounting and Economics* 50, 2-3: 344–401.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. 2002. "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accruals Estimation Errors". *The Accounting Review* 77 (May): 35–59.
- Dechow, P. M. 1994. "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance". *Journal of Accounting and Economics* 18, 1: 3–42.
- Deloitte. 2013. "Powerful Connections: Technology Fast500™ Asia Pasific 2013 Winners Report and Ranking". Diakses pada tanggal 20 Juni 2016. http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/TechnologyMedia/Telecommunications/dttl_TMT_DeloitteTF500APWinnersReport2.pdf.
- Doyle, J., Ge, W., & McVay, S. 2007. "Accruals and Internal Control Over Financial Reporting". *The Accounting Review* 82, 5: 1141–1170.
- Easley, D., O'Hara, M. 2004. "Information and the Cost of Capital". *Journal of Finance* 59, 4: 1553–1583.
- Enomoto, M., Kimura, F., & Yamaguchi, T. 2015. "Accrual-based and Real Earnings Management: An International Comparison for Investor Protection". *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 11, 3: 183–198.
- Francis, B., Hasan, I., Li, L., & Paper, D. 2015. "Evidence for the Existence of Downward Real Earnings Management". *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 31, 2: 1–37.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. 2005. "The Market Pricing of Accruals Quality". *Journal of Accounting and Economics* 39, 2: 295–327.
- Francis, J., Philbrick, D., & Schipper, K. 1994. "Shareholder Litigation and Corporate Disclosure". *Journal of Accounting Research* 32, 2: 137–164.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. 2005. "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting". *Journal of Accounting and Economics* 40, 1-3: 3–73.
- Gunny, K. A. 2010. "The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks". *Contemporary Accounting Research* 27, 3: 855–888.
- Hartono, M. J. 2014. *Teori Portopolio dan Analisis Investasi*. Edisi 9. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Husna, Alfiah. 2013. *Manajemen Laba Berbasis Akrual dan Aktivitas Riil di Sekitar Pelaksanaan Seasoned Equity Offering dan Pengaruhnya Terhadap Kinerja Perusahaan Studi Empiris pada Perusahaan yang Melakukan SEO di Bursa Efek Indonesia Tahun 2005-2009*. Skripsi. Universitas Gadjah Mada.
- Ibrahim, S., & Xu, L. 2011. "Real and Accrual-based Earnings Management and its Legal Consequences: Evidence from Seasoned Equity Offerings". *Accounting Research Journal* 24, 1: 57–78.
- Jeon, S., & Kim, J. 2011. "The Role of R & D on the Valuation of IPO". *Journal of International Business Research* 10, 39–58.
- Jung, K., Kim, Y. C., & Stulz, R. M. 1996. "Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision". *Journal of Financial Economics* 42, 2:159–185.
- Khajar, Ibnu. 2015. "The Global Stock Exchange and its Influence Toward the Indonesia Stock Exchange After the Global Financial Crisis in 2008". *The International Journal of Organization Innovation*, 8, 1.
- Kim, I., & Skinner, D. J. 2012. "Measuring Securities Litigation Risk". *Journal of Accounting and Economic* 53, 290-310.
- Kim, D., & Qi, Y. 2010. "Accruals Quality, Stock Returns, and Macroeconomic Conditions". *The Accounting Review* 853, 937–978.
- Kim, E. H., & Purnanandam, A. 2014. "Seasoned Equity Offerings, Corporate Governance, and Investments". *Review of Finance* 18, 1023–1057.
- Kim, K. S., Lee, J. H., & Chung, C. Y. 2015. "Accrual Quality and Opportunistic Seasoned Equity Offering in the Korean Stock Market". *Emerging Markets Finance*

- and Trade* 51, 1: 140–157.
- Kim, W., & Weisbach, M. S. 2008. "Motivations for Public Equity Offers: An International Perspective". *Journal of Financial Economics* 87, 281–307.
- Kim, Y., Li, S., Pan, C., & Zuo, L. 2013. "The Role of Accounting Conservatism in the Equity Market: Evidence from Seasoned Equity Offering"s. *The Accounting Review*, 88, 4: 1327–1356.
- Kothari, S. P., Roychowdhury, S., & Mizik, N. 2016. "Managing for the Moment: The Role of Real Activity Versus Accruals Earnings Management in SEO Valuation". *The Accounting Review*, 91, 2: 559–586.
- Lall, Sanjaya. 1992. "Technological Capabilities and Industrialization". *World Management* 20, 2: 165-186.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. 2007. "Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital". *Journal of Accounting Research*, 45, 2: 385–420.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. 2003. "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison". *Journal of Financial Economics* 69, 505-527.
- Lin, Y. M., You, S. J., & Lin, F. J. 2008. "The Effects of Pre-issue Information Releases on Seasoned Equity Offerings. *Journal of Business Finance and Accounting* 35, 9,10: 1138–1163.
- Loughran, T., & Ritter, J.R. 1997. "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings". *The Journal of Finance* 52, 5: 1823-1850.
- Ohlson, J, A. 1980. "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy". *Journal of Accounting Research* 18, 1: 109-131.
- Qian, H. 2014. "The Timing of Seasoned Equity Offerings: A Duration Analysis". *Managerial Finance* 40, 6, 565–586.
- Rangan, S. 1998. "Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings". *Journal of Financial Economics* 50, 101–122.
- Roche, L, L., & Schotte, J. "IFRS, Enforcement, and their Role for Accounting Quality and Comparability". Master Thesis Accounting and Financial Management. Stockholm School of Economics.
- Roychowdhury, S. 2006. "Earnings Management Through Real Activities Manipulation". *Journal of Accounting and Economics* 423, 335–370.
- Salehi, M., & Sepehri, F. 2013. "A Study of Accruals Quality on Risk Assessment of Securities in Iran". *Internal Auditing & Risk Management* 291, 1–14.
- Shivakumar, L. 2000. "Do Firms Mislead Investors by Overstating Earnings Before Seasoned Equity Offerings?". *Journal of Accounting and Economics* 293, 339–371.
- Taylor, G. K., & Xu, R. Z. Z. 2010. "Consequences of Real Earnings Management on Subsequent Operating Performance". *Research in Accounting Regulation* 222, 128–132.
- Teoh, S, W., Welch, I., & Wong. T. J. 1998. "Earning Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings". *Journal of Finance* 536, 1935–1974.
- Yang, W.-B., Hsu, J., & Yang, T.-H. 2013. "Earnings Management, Institutional Shareholdings, and Performance of SEO Firms". *Managerial Finance* 396, 528–549.