

## **Pengaruh Manajemen Laba, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan pada Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target Akuisisi**

**MADE SUKARTHA**

*Universitas Udayana*

*The main accounting issue in this research which can trigger wealth transfer from acquiring company's shareholders to target company's shareholders is earnings management that was done during the last publication before the acquisition. Therefore, the purposes of this research are: (1) to test whether the target company's management performed earnings management by increasing the amount of earnings which was reported in the last publication before the acquisition announcement, (2) to test whether the earnings management which was done by the target company benefit their shareholders, (3) to test whether managerial ownership affects earnings management and the wealth of the target company's shareholders, and (4) to test whether the relative size of target company affects the wealth of the target company's shareholders.*

*Hypotheses in this research were developed using agency theory as the main theory, which was supported by earnings management theory with the same motivations as this research such as bonus plan motivation, chief executive officer (CEO) change motivation, and Initial Public Offering (IPO) motivation, and Efficient Market Hypothesis.*

*The sample for this research are target companies undergone successful acquisition in Jakarta Stock Exchange from 1990 to 2005. The sample consists of 54 target companies. The dependent variable of target companies shareholders' wealth, is represented by cumulative abnormal return (CAR) as the proxy, calculated by using the Market Model. The independent variable of earnings management is calculated by Modified Jones Model. The Ownership managerial variable is calculated by management ownership percentage on target company's shares, and company size variable is calculated as target company equity market value ratio on acquiring company equity market value. The research hypothesis is tested by t-test and ordinary least square regression test.*

*The result of this research is: (1) the target company is doing earnings management by increasing discretionary accrual for the last publica-*

*tion just before the acquisition, (2) the positive effect of earnings management on target company shareholders wealth at the last publication just before the acquisition is bigger and more significant statistically compared with the previous period, (3) managerial ownership does not affect earnings management which is done by target company at the last publication just before the acquisition, (4) managerial ownership has positive effect and statistically significant on target company shareholders' wealth during the last publication just before the acquisition, and (5) the negative effect target company size on target company shareholder' wealth during the last publication just before the acquisition is bigger and statistically significant compared to the previous period.*

**Keywords :** Earning management, Wealth transfer, Acquiring company's shareholders, Target company's shareholders, Acquisition, Managerial ownership, Relative size of target company.

## 1. Latar Belakang Penelitian

Sasaran utama dilakukannya akuisisi adalah untuk pengembangan perusahaan melalui pertumbuhan eksternal, yang seharusnya direaksi positif oleh pasar karena akuisisi diharapkan memberikan tambahan kesejahteraan bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi dan target. Kenyataannya banyak penelitian empiris menemukan kondisi yang berlainan dengan harapan tersebut, yaitu lebih banyak pemegang saham perusahaan target yang menikmati kesejahteraan dibandingkan dengan pemegang saham perusahaan pengakuisisi (Roll, 1986; Bradley dkk., 1988; Franks dan Harris, 1989; Harris dan Ravenscraft, 1991) Kondisi ini mengisyaratkan bahwa pada event merger dan akuisisi terjadi transfer kesejahteraan (*wealth transfer*) dari pemegang saham perusahaan pengakuisisi kepada pemegang saham perusahaan target.

Penggunaan harga pasar sebelum tanggal akuisisi sebagai pedoman dalam proses negosiasi harga akuisisi menyebabkan manajemen perusahaan target memiliki peluang untuk mempengaruhi harga pasar tersebut dengan memanfaatkan kelebihan informasi yang dimilikinya, terutama dengan melakukan manajemen laba (Trueman dan Titman, 1988; Dye, 1988). Penelitian dengan motivasi yang sama telah dilakukan oleh Healy (1985) menyatakan bahwa informasi asimetris antara investor dengan manajemen membuka kesempatan bagi perusahaan untuk melakukan manajemen laba dengan tujuan untuk memaksimalkan utilitas mereka dalam program bonus atau untuk tujuan penundaan pergantian manajer (DeAngelo, 1988; Pourceau, 1993) yang disebabkan oleh adanya perbedaan informasi antara para pengguna laporan keuangan dengan pihak manajemen perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa guna mengurangi konflik kepentingan antara prinsipal dan agen dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan

manajerial dalam suatu perusahaan, yang berarti bahwa kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan target akan mendorong penyatuan kepentingan antara prinsipal dan agen dalam mendorong informasi positif yang lebih banyak pada publikasi terakhir sebelum pengumuman akuisisi.

Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa saat publikasi terakhir sebelum tanggal pengumuman akuisisi manajemen perusahaan target mendorong informasi positif yang lebih banyak. Tujuannya adalah untuk meningkatkan harga sahamnya sehingga harga pasar yang digunakan sebagai pedoman negosiasi telah berada pada tingkat harga ekuilibrium baru yang diinginkan oleh pemegang saham perusahaan target, yang pada akhirnya mampu meningkatkan nilai *takeover* saat pengumuman merger dan akuisisi. Manajemen laba dengan motivasi yang sama telah dilakukan untuk program bonus, motivasi penundaan penggantian CEO, maupun motivasi IPO.

Penelitian ini selanjutnya membahas mengenai isu pengaruh ukuran relatif perusahaan target terhadap kesejahteraan pemegang saham perusahaan target akuisisi. Dalam teori akuntansi positif oleh Watts dan Zimmerman (1986) dikatakan bahwa perusahaan besar mempunyai motivasi melakukan manajemen laba dengan menurunkan laba guna menurunkan biaya politik, sebaliknya terjadi bagi perusahaan kecil guna menampilkan laba yang lebih baik. Jarrell dan Poulsen (1989) menyatakan bahwa ketika ukuran perusahaan target relatif lebih kecil maka pemegang saham perusahaan pengakuisisi memperoleh *cumulative abnormal return* yang lebih rendah dan sebaliknya bagi pemegang saham perusahaan target. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Asquith dan Bruner (1983) serta Kang (1993) memperoleh hasil yang sama.

### 1.1. Motivasi Penelitian

Karena banyak bukti yang menyatakan bahwa pemegang saham perusahaan target diuntungkan dari *event* akuisisi, penelitian ini terkait dengan variabel-variabel yang mampu menjelaskan terjadinya transfer kesejahteraan dari pemegang saham perusahaan pengakuisisi kepada pemegang saham perusahaan target di Bursa Efek Jakarta. Secara terperinci variabel itu meliputi manajemen laba, kepemilikan manajerial, dan ukuran relatif perusahaan target.

### 1.2. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian adalah: (1) menguji apakah manajemen perusahaan target melakukan manajemen laba dengan menaikkan jumlah laba yang dilaporkan saat publikasi terakhir sebelum pengumuman akuisisi, (2) menguji apakah manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan target menguntungkan pemegang saham perusahaan target, (3) menguji apakah kepemilikan manajerial berpengaruh pada manajemen laba dan kesejahteraan pemegang saham perusahaan target, (4) menguji apakah ukuran relatif perusahaan target berpengaruh pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target.

### 1.3. Kontribusi Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap hal-hal berikut, (1) Pengembangan teori, hasil penelitian ini diharapkan mampu memperluas penerapan manajemen laba bagi perusahaan-perusahaan target pada *event* akuisisi. (2) Praktik, hasil penelitian ini diharapkan mampu memberikan informasi langsung kepada investor dalam rangka pembuatan keputusan investasi dalam akuisisi di Indonesia, terutama apabila investor menggunakan informasi laba publikasian perusahaan target sebelum akuisisi yang telah mengandung perilaku oportunistik manajemen. (3) Kebijakan, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan pemikiran dalam menyempurnakan PSAK Nomor 22 mengenai akuntansi penggabungan usaha, terutama dengan mempertimbangkan manajemen laba sebagai salah satu faktor yang menentukan regulasi lanjutan.

## 2. Tinjauan Pustaka

### 2.1. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat diuji dengan melihat *return* tidak normal (*abnormal return*) yang terjadi. Pasar dikatakan tidak efisien bila satu atau beberapa pelaku pasar dapat menikmati *return* yang tidak normal dalam jangka waktu yang cukup lama. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi, yaitu *return* yang diharapkan oleh investor, yang terjadi pada kejadian normal dan tidak terjadi suatu peristiwa. Dengan demikian *return* tidak normal merupakan selisih dari *return* sesungguhnya terjadi dengan *return* ekspektasi investor. Menurut Brown dan Warner (1985) dalam Hartono (2004) ada tiga model yang dapat digunakan untuk menghitung *return* ekspektasi, yaitu dengan *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market-adjusted model*.

### 2.2. Teori Keagenan

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa teori keagenan mendeskripsi pemegang saham sebagai *principal* dan manajemen sebagai agen. Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Untuk itu manajemen diberikan sebagian kekuasaan untuk membuat keputusan bagi kepentingan terbaik pemegang saham. Oleh karena itu, manajemen wajib mempertanggungjawabkan semua upayanya kepada pemegang saham.

Karena unit analisis dalam teori keagenan adalah kontrak yang melandasi hubungan antara prinsipal dan agen, maka fokus dari teori ini adalah pada penentuan kontrak yang paling efisien yang mendasari hubungan antara prinsipal dan agen. Untuk memotivasi agen maka prinsipal merancang suatu kontrak agar dapat mengakomodasi kepentingan pihak-pihak yang terlibat dalam kontrak keagenan. Kontrak yang efisien adalah kontrak

yang memenuhi dua faktor, yaitu (1) agen dan *principal* memiliki informasi yang simetris artinya baik agen maupun majikan memiliki kualitas dan jumlah informasi yang sama sehingga tidak terdapat informasi tersembunyi yang dapat digunakan untuk keuntungan dirinya sendiri, (2) risiko yang dipikul agen berkaitan dengan imbal jasanya adalah kecil yang berarti agen mempunyai kepastian yang tinggi mengenai imbalan yang diterimanya.

Pada kenyataannya informasi simetris itu tidak pernah terjadi, yang berarti kontrak efisien tidak pernah dapat terlaksana sehingga hubungan agen dan majikan selalu dilandasi oleh asimetri informasi. Agen sebagai pengendali perusahaan pasti memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan dengan majikan.

Di samping itu, karena verifikasi sangat sulit dilakukan, maka tindakan agen pun sangat sulit untuk diamati. Dengan demikian, membuka peluang agen untuk memaksimalkan kepentingannya sendiri dengan melakukan tindakan yang bersifat oportunistis yang merugikan majikan, baik memanfaatkan aset perusahaan untuk kepentingan pribadi, perekayasaan kinerja perusahaan, maupun mangkir kerja.

### 2.3. Manajemen Laba

Informasi laba sangatlah penting perannya sebagai sinyal kinerja suatu perusahaan guna pembuatan berbagai keputusan penting oleh pengguna informasi. Oleh karena itu, lembaga penyusun standar seperti *Financial Accounting Standards Board* (FASB) di Amerika Serikat dan Dewan Standar Akuntansi Keuangan di Indonesia berusaha menyusun standar guna dapat menghasilkan laporan keuangan yang mencerminkan realitas entitas bisnis tertentu. Karena kompleksnya lingkungan bisnis yang selalu bergerak dinamis, maka akuntansi memberi peluang bagi manajemen untuk memilih satu dari beberapa alternatif yang tersedia.

Sering kali kelonggaran yang disediakan dengan adanya fleksibilitas untuk memilih metoda akuntansi guna mengantisipasi dinamika perkembangan lingkungan bisnis itu disalahgunakan oleh manajemen untuk melakukan perekayasaan laba.

Schipper (1989) mendefinisikan manajemen laba sebagai upaya yang dilakukan manajer untuk memperoleh keuntungan-keuntungan pribadi tertentu. Selanjutnya Scott (1997) berpendapat bahwa ada beberapa faktor yang dapat memotivasi manajer melakukan manajemen laba seperti berikut ini.

a. **Rencana bonus (*Bonus scheme*)**. Para manajer yang bekerja pada perusahaan yang menerapkan rencana bonus akan berusaha mengatur laba yang dilaporkannya dengan tujuan dapat memaksimalkan jumlah bonus yang akan diterimanya (Healy, 1985; Holthausen dkk., 1995; Gaver dan Austin, 1995).

b. **Kontrak utang jangka panjang (*Debt covenant*)**. Menyatakan bahwa semakin dekat suatu perusahaan kepada waktu pelanggaran perjanjian utang maka para manajer akan cenderung untuk memilih metoda akuntansi yang dapat memindahkan laba perioda mendatang ke perioda berjalan dengan harapan dapat mengurangi kemungkinan perusahaan mengalami pelanggaran kontrak utang (Deakin, 1979; Dhalival, 1980; Bowen dkk., 1981; Defond dan Jiambalvo, 1994).

c. **Motivasi politik (*Political motivation*)**. Menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan dengan skala besar dan industri strategis cenderung untuk menurunkan laba guna mengurangi tingkat visibilitasnya terutama saat perioda kemakmuran yang tinggi. Upaya ini dilakukan dengan harapan memperoleh kemudahan serta fasilitas dari pemerintah (Moses, 1987; Naim dan Hartono, 1996; Putra, 2000).

d. **Motivasi perpajakan (*Taxation motivation*)**. Menyatakan bahwa perpajakan merupakan salah satu motivasi mengapa perusahaan mengurangi laba yang dilaporkan. Tujuannya adalah dapat meminimalkan jumlah pajak yang harus dibayar (Boyton dkk., 1992).

e. **Pergantian CEO (*Chief Executive Officer*)**. Biasanya CEO yang akan pensiun atau masa kontraknya menjelang berakhir akan melakukan strategi memaksimalkan jumlah pelaporan laba guna meningkatkan jumlah bonus yang akan mereka terima. Hal yang sama akan dilakukan oleh manajer dengan kinerja yang buruk. Tujuannya adalah menghindarkan diri dari pemecatan sehingga mereka cenderung untuk menaikkan jumlah laba yang dilaporkan (DeAngelo, 1988; Pourciau, 1993).

f. **Penawaran saham perdana (*Initial public offering*)**. Menyatakan bahwa pada awal perusahaan menjual sahamnya kepada publik, informasi keuangan yang dipublikasikan dalam prospektus merupakan sumber informasi yang sangat penting. Informasi ini penting karena dapat dimanfaatkan sebagai sinyal kepada investor potensial terkait dengan nilai perusahaan. Guna mempengaruhi keputusan yang dibuat oleh para investor maka manajer akan berusaha untuk menaikkan jumlah laba yang dilaporkan (Neil dkk., 1995; Richardson, 1998; Sutanto, 2000; Gumanti, 2001).

Berdasarkan uraian di atas secara umum dapat disimpulkan bahwa praktik manajemen laba telah dilakukan di banyak negara, termasuk Indonesia. Banyaknya motivasi manajer ketika melakukan manajemen laba menimbulkan kesulitan dalam membedakan apakah motivasi manajemen bersifat oportunis ataukah efisien.

#### 2.4. Kepemilikan Manajerial

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa konflik keagenan disebabkan oleh adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian dalam perusahaan. Dinyatakan bahwa semakin terkonsentrasi kepemilikan perusahaan pada satu orang maka kendali akan menjadi semakin kuat dan cenderung menekan konflik keagenan.

Kepemilikan manajerial merupakan isu penting dalam teori keagenan sejak dipublikasikan oleh Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam suatu perusahaan maka manajemen akan berupaya lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham yang juga adalah dirinya sendiri. Murphy (1985), Jensen dan Murphy (1990), serta Smith dan Watts (1992) menyatakan kepemilikan manajerial merupakan program kebijakan remunerasi guna mengurangi masalah keagenan. Mereka menjelaskan bahwa kompensasi tetap berupa gaji, tunjangan, dan bonus terbukti dapat digunakan sebagai sarana untuk menyamakan kepentingan manajemen dengan pemegang saham.

## 2.5. Ukuran Perusahaan

Watts dan Zimmerman (1986) dalam teori akuntansi positif menyatakan bahwa ukuran perusahaan digunakan sebagai pedoman biaya politik dan biaya politik akan meningkat seiring dengan meningkatnya ukuran dan risiko perusahaan. Dalam teori ini dijelaskan bahwa perusahaan besar mempunyai motivasi melakukan manajemen laba dengan menurunkan laba guna menurunkan biaya politik. Sebaliknya terjadi bagi perusahaan kecil yang berupaya menampilkan laba yang lebih baik. Asquith dan Bruner (1983), Jarrell dan Poulsen (1989), dan Kang (1993) meneliti pengaruh merger terhadap kesejahteraan pemegang saham. Mereka menyimpulkan bahwa *abnormal return* yang diperoleh oleh *acquirer* meningkat seiring dengan meningkatnya ukuran relatif perusahaan target terhadap ukuran *bidder*.

Dengan demikian, dapat dikemukakan bahwa ukuran relatif perusahaan target terhadap perusahaan pengakuisisi mempunyai hubungan negatif terhadap *abnormal return* perusahaan target, yang berarti bahwa semakin besar ukuran relatif perusahaan target dibandingkan dengan perusahaan pengakuisisi maka semakin kecil *abnormal return* perusahaan target, demikian pula sebaliknya. Kondisi ini dimungkinkan dengan logika semakin besar ukuran perusahaan pengakuisisi dibandingkan dengan perusahaan target berarti perusahaan target akan terangkat reputasinya mengikuti reputasi perusahaan pengakuisisi sehingga pasar akan mereaksi positif sinyal ini demikian pula bila terjadi kondisi yang sebaliknya.

## 3. Perumusan Hipotesis

### 3.1. Manajemen Laba Saat Publikasi Terakhir Sebelum Akuisisi

Asimetri informasi yang terjadi antara manajemen perusahaan dengan pengguna informasi akuntansi mengakibatkan manajemen memiliki ruang gerak yang cukup banyak untuk menggunakan metoda akuntansi yang berbeda dalam menyusun laporan keuangan guna memaksimalkan utilitasnya.

Kondisi di atas diperkuat oleh beberapa hasil penelitian empiris pada *event* sejenis seperti Healy (1985) menyatakan bahwa penggunaan angka akuntansi dalam kontrak bonus akan mendorong manajer untuk menyesuaikan tingkat laba agar dapat memaksimalkan bonus yang diperoleh.

Sweeney (1994) menguji *debt covenant hypothesis* dengan kesimpulan yang konsisten dengan penelitian Defond dan Jiambalvo (1994). Sweeney mengevaluasi perubahan metoda akuntansi dari 130 perusahaan yang melanggar perjanjian kredit. Perubahan metoda akuntansi yang teridentifikasi adalah perubahan depresiasi, perubahan FIFO dan LIFO, perubahan umur ekonomis aktiva, dan perubahan dalam alokasi biaya *overhead*.

Sutanto (2000) dalam penelitiannya menguji apakah laba yang dilaporkan sebelum mempublik menunjukkan peningkatan relatif dibandingkan dengan laba setelah mempublik. Simpulannya menunjukkan bahwa manajer perusahaan yang melakukan IPO menggunakan *discretionary accruals* untuk meningkatkan laba akuntansi yang dilaporkan pada laporan keuangan prospektus.

Sejalan dengan teori keagenan yang didukung oleh teori manajemen laba, dan hasil penelitian empiris sejenis di atas dapat disimpulkan bahwa pada publikasi terakhir sebelum tanggal akuisisi diumumkan, perusahaan-perusahaan target berusaha mempengaruhi pasar dengan cara mempublikasikan informasi keuangan yang positif. Tujuannya adalah untuk memperoleh suatu tingkat harga ekuilibrium baru yang lebih tinggi sebagai dasar negosiasi dengan perusahaan pengakuisisi dengan cara mengatur jumlah laba yang dilaporkan.

Berdasarkan argumen di atas dapat dikemukakan hipotesis alternatif berikut.

H1: Manajemen laba perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi lebih besar dibandingkan dengan publikasi sebelumnya.

### 3.2. Pengaruh Manajemen Laba pada Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target

Menurut Healy (1985) manajemen laba terjadi ketika manajer menggunakan kebijakannya untuk mempengaruhi pelaporan keuangan sehingga dapat menyesatkan pengguna informasi keuangan untuk menilai kinerja perusahaan.

Negosiasi penentuan harga akuisisi perusahaan target memang sangat tergantung dari kekuatan tiap-tiap pihak yang terlibat dalam akuisisi, tetapi harga pasar saham perusahaan target merupakan salah satu informasi penting yang dapat digunakan sebagai pedoman dalam negosiasi tersebut. Oleh karenanya, perilaku oportunistik manajemen yang menaikkan jumlah akrual diskresioner menyebabkan laba yang dilaporkan meningkat. Pada pasar yang efisien peningkatan jumlah laba akan direaksi positif oleh pasar sehingga harga pasar saham perusahaan-perusahaan target akan naik, yang pada akhirnya meningkatkan jumlah *return* yang diperoleh oleh para pemegang saham perusahaan target. Penelitian yang dilakukan oleh Roll (1986), Bradley dkk. (1988), Franks dan Harris (1989) menunjukkan bahwa perusahaan target selalu diuntungkan dalam *event* akuisisi bila dibandingkan dengan pemegang saham perusahaan pengakuisisi.

Berdasarkan argumentasi tersebut dapat dikemukakan hipotesis alternatif berikut ini.

H2: Pengaruh positif manajemen laba pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi, lebih besar dibandingkan dengan publikasi sebelumnya.

### 3.3. Pengaruh Kepemilikan Manajerial pada Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target

Jensen dan Meckling (1976) dengan hipotesis pemusatan kepentingan (*convergence of interest hypothesis*) menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial dapat membantu penyatuan kepentingan antara manajer dan pemegang saham, yang berarti semakin meningkat proporsi kepemilikan saham manajerial maka semakin baik kinerja perusahaan tersebut. Peneliti lainnya seperti Morck et al. (1988), McConnell dan Servaes (1990), Krole (1995), serta Short dan Keasey (1999) menyatakan bahwa terdapat hubungan nonlinier antara kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan.

Lebih lanjut McConnell dan Servaes (1990) menyatakan bahwa hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan terjadi pada level kepemilikan 40%-50% dan hubungan negatif terjadi pada kepemilikan di atas 50%. Sebaliknya Morck dkk. (1988) berkesimpulan bahwa hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan kinerja terjadi pada level kepemilikan 0%-5% dan berhubungan negatif pada level kepemilikan 5%-25%.

Sejalan dengan argumen di atas, maka semakin besar kepemilikan manajerial pada perusahaan target semakin besar kemungkinan manajemen untuk memenuhi keinginan prinsipal yang juga adalah dirinya sendiri. Dengan demikian, maka dapatlah dikemukakan hipotesis berikut.

- H3a: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada manajemen laba saat publikasi terakhir sebelum akuisisi.
- H3b: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi.
- H3c: Manajemen laba berpengaruh positif pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi.

### 3.4. Pengaruh Ukuran Relatif Perusahaan Target pada Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target

Watts dan Zimmerman (1986) menyatakan bahwa biaya politik akan meningkat seiring dengan meningkatnya ukuran dan risiko perusahaan. Dalam teori ini dijelaskan bahwa perusahaan besar mempunyai motivasi melakukan manajemen laba dengan menurunkan laba guna menurunkan biaya politik, sebaliknya bagi perusahaan kecil guna menampilkan laba yang lebih baik. Asquith dan Bruner (1983), Jarrell dan Poulsen (1989), dan Kang (1993) meneliti pengaruh merger terhadap kesejahteraan pemegang saham. menyatakan bahwa *abnormal return* yang diperoleh oleh *acquirer* meningkat seiring meningkatnya ukuran relatif perusahaan target terhadap ukuran *acquirer*.

Dengan demikian, dapat dikemukakan bahwa ukuran relatif perusahaan target terhadap perusahaan pengakuisisi mempunyai hubungan negatif terhadap *abnormal return* perusahaan target, yang berarti bahwa semakin besar ukuran relatif perusahaan target

dibandingkan dengan perusahaan pengakuisisi maka semakin kecil *abnormal return* perusahaan target, demikian pula sebaliknya.

Berdasarkan pada argumen di atas dapat diajukan hipotesis alternatif berikut.

H4: Pengaruh negatif ukuran perusahaan pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi lebih besar dibandingkan dengan publikasi sebelumnya.

## 4. Metoda Penelitian

### 4.1. Data dan Sampel

Sampel penelitian ini adalah perusahaan target yang terlibat akuisisi eksternal yang berhasil diselesaikan di Bursa Efek Jakarta sejak tahun 1990 - 2005. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data *archival*, yaitu data sekunder berupa laporan keuangan, jumlah dan harga saham, dan kepemilikan manajerial. Data diperoleh dari PDBI, PRPM, Bapepam, ICMD, ISMD M.Si. UGM, media massa, dan sumber lainnya.

Sampel penelitian ini berjumlah 54 akuisisi dengan jendela peristiwa adalah 11 hari perdagangan, yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari setelah tanggal publikasi terakhir sebelum tanggal akuisisi.

### 4.2. Variabel Penelitian

Untuk menguji hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini variabel dependen yang digunakan adalah *cumulative abnormal return* perusahaan target yang dihitung dengan *market model*. Variabel *independent* yang digunakan untuk menguji hipotesis yang diajukan meliputi manajemen laba oleh perusahaan target dihitung dengan model Jones modifikasian (1991), kepemilikan manajerial diukur dengan persentase kepemilikan manajemen atas saham perusahaan target akuisisi, dan ukuran relatif perusahaan target yang diukur dengan rasio nilai pasar ekuitas perusahaan target dibandingkan dengan nilai pasar ekuitas perusahaan pengakuisisi. Dalam penelitian ini digunakan pula variabel kontrol *leverage* yang diukur dengan rasio leverage tiap-tiap perusahaan target, dan variabel kontrol jenis industri yang diperlakukan sebagai variabel *dummy*.

### 4.3. Alat dan Cara Analisis Data

Hiptesis diuji dengan menggunakan uji t. Hipotesis 1 diuji dengan menggunakan uji beda 2 rata-rata, hipotesis 2, 3, dan 4 diuji dengan menggunakan model empiris regresi linier multipel yang datanya diestimasi dengan metoda *ordinary least square*. Model empiris tersebut dirumuskan seperti berikut:

$$CAR_{i,a} = \alpha + \beta_1 ML + \beta_2 KM + \beta_3 Size + \beta_4 DInd + \beta_5 LEV + \epsilon \dots\dots (1)$$

$$ML = \alpha_0 + \beta_1 KM + \epsilon_1 \dots\dots\dots (2)$$

$$CAR_{i,a} = \alpha_0 + \beta_1 KM + \epsilon_2 \dots\dots\dots (3)$$

$$CAR_{i,a} = \alpha_0 + \beta_1 ML + \epsilon_3 \dots\dots\dots (4)$$

dengan penjelasan sebagai berikut ini.

$CAR_{i,a}$  = *cumulative abnormal return* perusahaan target selama hari t-5 sampai dengan t+5

$\hat{\alpha}$  = konstanta

ML = manajemen laba yang diduga dilakukan oleh manajemen perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum pengumuman akuisisi, yang dihitung dengan model Jones modifikasian.

KM = kepemilikan manajerial yang merupakan persentase kepemilikan manajemen pada saham perusahaan target.

Size = ukuran relatif perusahaan target diukur dengan perbandingan antara nilai pasar ekuitas perusahaan target dengan nilai pasar ekuitas perusahaan pengakuisisi pada akhir tahun sebelum tanggal pengumuman akuisisi.

DInd = variabel kontrol industri dimasukkan ke dalam model guna menetralisasi pengaruh industri yang berbeda-beda terhadap hasil analisis karena digunakannya seluruh industri sebagai sampel penelitian. Variabel kontrol industri merupakan variabel *dummy* dengan kriteria 1 untuk perusahaan manufaktur dan 0 untuk perusahaan nonmanufaktur.

LEV = variabel kontrol utang (*leverage*) digunakan karena semakin besar utang yang dimiliki oleh perusahaan target dibandingkan dengan total aktiva yang dimiliki, maka semakin besar biaya modal yang dikeluarkan sehingga semakin buruk kinerja perusahaan dan semakin negatif reaksi pasar. Dalam penelitian ini variabel kontrol utang diproksi dengan menggunakan *leverage*.

$\hat{\alpha}_1$  sampai dengan  $\hat{\alpha}_5$  = *slofe* tiap-tiap variabel independen regresi linier, yang mempengaruhi variabel dependen.

$\epsilon$  = *error term* yang merupakan pengaruh variabel lain di luar variabel yang diteliti.

Untuk mengetahui apakah hasil regresi pada perioda x dan perioda x-1 secara struktural berbeda atau tidak, dilakukan uji kestabilan struktural Chow.

#### 4.4. Uji sensitivitas

Dalam penelitian ini *CAR* dihitung dengan menggunakan *market model*, untuk memperoleh keyakinan bahwa hasil penelitian tidak terpengaruh oleh perbedaan metoda maka dilakukan uji sensitivitas dengan menggunakan *market adjusted model*. Hal yang sama dilakukan pula terhadap variabel independen manajemen laba uji sensitivitas dilakukan dengan menggunakan model Kang dan Sivaramakrishnan (1995).

### 5. Hasil Penelitian

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan, berikut disampaikan hasil penelitian secara berurutan.

TABEL 1

#### Statistik Deskriptif Pengaruh Variabel Independen Terhadap Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target pada Periode x-1

Variabel	N	Rata-rata	Deviasi Standar	Variansi	Maksimum	Minimum
CAR	54	-,0086300	,16742761	,0280320	,61883	-,50363
ML	54	-,0437404	,19556503	,0382457	,50629	-,63259
KM	54	,0912476	,14945141	,0223357	,68491	,00000
SIZE	54	3,3063920	5,92473667	35,1025045	23,65096	,00039
LEV	54	,6962974	,30263143	,0915858	2,13000	,12000
IND	54	,5555556	,50156986	,2515723	1,00000	,00000

Keterangan:

CAR = *cumulative abnormal return* perusahaan target akuisisi pada periode pengamatan

ML = manajemen laba

KM = kepemilikan manajerial

SIZE = ukuran relatif perusahaan target akuisisi

LEV = *leverage*

IND = industri

**TABEL 2**  
**Statistik Deskriptif Pengaruh Variabel Independen Terhadap Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target pada Periode x**

Variabel	N	Rata-rata	Deviasi Standar	Variansi	Maksimum	Minimum-
CAR	54	.0248741	.04635160	,0021485	,09432	-,04816
ML	54	.0615146	.18516161	,0342848	,79923	-,26522
KM	54	.0798700	.13135904	,0172552	,68491	,00000
SIZE	54	2.4833291	5.15900617	26,6153446	26,89655	,00070
LEV	54	.6450406	.23009414	,0529431	1,18104	,13068
IND	54	.5555556	.50156986	,2515723	1,00000	,00000

**TABEL 3**  
**Hasil uji asumsi klasik model regresi pada periode t**  
 $CAR_{t,a} = \alpha + \beta_1(ML) + \beta_2(KM) + \beta_3(Size) + \beta_4(DInd) + \beta_5(LEV) + e$

Variabel	N	Linearitas	Normalitas	Multikolinearitas VIF	Heteroskedastisitas p(value))	Autokorelasi (Durbin-Watson)
ML	54			1,128	0,033(0,974)	
KM	54			1,091	-0,112(0,911)	
SIZE	54			1,203	-1,531(0,132)	
LEV	54			1,214	-0,105(0,917)	
IND	54			1,251	-0,465(0,644)	
C2	54	5,88				
Residual	54		0,200			
DW	54					1,816

**5.1. Hipotesis Manajemen Laba**

**TABEL 4**  
**Hasil Uji Beda Manajemen Laba pada Periode x dan x-1**

	M. Laba	N	Mean	Std. Deviation	Mean difference	t	P(value)
ML x	1	54	,0615146	,18516161	0,1052550	2,872	0,005*
ML x-1	2	54	-,0437404	,19556503			

\* Signifikan secara statistis pada  $p < 0,05$

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa rata-rata manajemen laba yang dilakukan oleh manajemen perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi adalah positif sebesar 0,0615146 (tabel 4) dengan nilai t sebesar 2,441 ( $p=0,009$ ), yang berarti bahwa secara rata-rata manajemen perusahaan target melakukan manajemen laba dengan menaikkan jumlah laba yang dilaporkan. Hasil ini menunjukkan bahwa saat publikasi terakhir sebelum pengumuman akuisisi manajemen perusahaan target menaikkan jumlah akrual diskresionernya guna menaikkan jumlah laba laporan.

Di sisi lainnya pada periode x-1 rata-rata manajemen laba adalah negatif sebesar -0,0437404 (tabel 4) dengan nilai t sebesar -1,644 ( $p=0,053$ ), yang berarti bahwa saat periode sebelumnya manajemen perusahaan target tidak melakukan manajemen laba.

Selanjutnya uji t atas kedua rata-rata manajemen laba yang terjadi saat periode x dan periode x-1 diuji. Hasil uji menunjukkan bahwa besarnya t hitung adalah 2,872 dan secara statistis adalah signifikan dengan p sebesar 0,005 pada  $\alpha = 5\%$ . Dengan demikian, maka hipotesis 1 yang menyatakan bahwa "manajemen laba perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi lebih besar dibandingkan dengan publikasi sebelumnya" didukung.

## 5.2. Hipotesis Pengaruh Manajemen Laba pada Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target Akuisisi

TABEL 5

Hasil regresi pada periode x-1, dengan *CAR market model*

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1(ML) + \beta_2(KM) + \beta_3(Size) + \beta_4(DInd) + \beta_5(LEV) + e$$

Variabel	N	Koefisien Regresi	Standar Error	t	P(value)
ML	54	0,003	0,124	0,022	0,492
KM	54	-0,229	0,163	-1,407	0,083
SIZE	54	-0,006	0,004	-1,602	0,058
LEV	54	0,025	0,083	0,307	0,380
IND	54	0,029	0,050	0,578	0,283

Nilai F = 0,893 ( $p=0,494$ ); *Adjusted R*<sup>2</sup> = -0,010

CAR = *Cumulative Abnormal Return*

Hasil analisis regresi pada periode x (tabel 6) menunjukkan nilai koefisien regresi variabel manajemen laba adalah positif sebesar 0,073 serta nilai t adalah sebesar 2,561 ( $p=0,007$ ). Hasil ini menunjukkan bahwa variabel independen manajemen laba berpengaruh positif pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target akuisisi saat publikasi terakhir sebelum pengumuman akuisisi. Selanjutnya tabel 7 menguraikan hasil pengujian reaksi pasar terhadap variabel independen manajemen laba yang menyatakan bahwa

pasar mereaksi positif manajemen laba saat publikasi laporan keuangan perusahaan target dengan nilai t sebesar 3,228 ( $p=0,001$ ).

TABEL 6

Hasil Regresi pada Periode x, dengan *CAR Market Model*

$$CAR_{it} = \alpha + \beta_1(ML) + \beta_2(KM) + \beta_3(Size) + \beta_4(DInd) + \beta_5(LEV) + e$$

Variabel	N	Koefisien Regresi	Standar Error	t	P(value)
ML	54	0,073	0,029	2,561	0,007*
KM	54	0,097	0,040	2,456	0,009*
SIZE	54	-0,002	0,001	-2,255	0,015*
LEV	54	0,014	0,024	0,589	0,280
IND	54	-0,017	0,011	-1,548	0,064**

\*Signifikan secara statistis pada  $p < 0,05$

\*\*Signifikan secara statistis pada  $p < 0,10$

Nilai F = 7,727 ( $p=0,000$ ); *Adjusted R*<sup>2</sup> = 0,388

Sebaliknya analisis regresi pada periode x-1 (tabel 5) menunjukkan nilai koefisien regresi variabel manajemen laba adalah positif sebesar 0,003 dengan nilai t adalah sebesar 0,022 ( $p=0,492$ ). Hasil ini menunjukkan bahwa variabel manajemen laba tidak berpengaruh pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target akuisisi pada periode x-1.

Lebih lanjut uji kestabilan struktural Chow (lampiran 2) menyimpulkan bahwa variabel-variabel independen pada periode analisis x secara statistis berbeda dengan variabel-variabel independen pada periode x-1. Dengan demikian, maka hipotesis kedua yang menyatakan "pengaruh positif manajemen laba pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum pengumuman akuisisi lebih besar dibandingkan dengan publikasi sebelumnya" didukung.

### 5.3. Hipotesis Pengaruh Kepemilikan Manajerial pada Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target Akuisisi

Hasil regresi pada tabel 8 menunjukkan bahwa pengaruh kepemilikan manajerial pada manajemen laba adalah tidak signifikan dengan koefisien regresi sebesar 0,237 dan nilai t sebesar 1,229 ( $p=0,113$ ). Pengaruh kepemilikan manajerial pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target akuisisi pada tabel 9 adalah signifikan dengan koefisien regresi sebesar 0,135 dan nilai t sebesar 2,973 ( $p=0,002$ ). Pada tabel 7 disajikan uji reaksi pasar terhadap kepemilikan manajerial pada saat publikasi terakhir sebelum akuisisi (hari 0) dan hasilnya adalah signifikan dengan nilai t sebesar 2,124 ( $p=0,020$ ). Demikian pula pengaruh manajemen laba pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target akuisisi (tabel 10) adalah signifikan dengan koefisien regresi sebesar 0,115 dan nilai t sebesar 3,712 ( $p=0,001$ ).

TABEL 7

**Hasil Regresi Reaksi Pasar Saat Publikasi Laporan Keuangan Terhadap Variabel Independen yang Diteliti**

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1(ML) + \beta_2(KM) + \beta_3(Size) + \beta_4(DInd) + \beta_5(LEV) + e$$

Hari	ML		KM		SIZE		LEV		IND	
	t	P (value)	t	P (value)	t	P (value)	t	P (value)	t	P (value)
0	3,228	0,001*	2,124	0,020*	-2,801	0,004*	0,273	0,393	-1,010	0,159

\*Signifikan secara statistik pada  $p < 0,05$

TABEL 8

**Hasil Regresi Pengaruh Kepemilikan Manajerial pada Manajemen Laba Saat Perioda x**

$$ML = \alpha_0 + \beta_1(KM) + e_1$$

Variabel	N	Koefisien Regresi	Standar Error	t	P(value)
KM	54	0,237	0,193	1,229	0,113

Nilai F= 1,510 ( $p = 0,113$ ); *Adjusted R*<sup>2</sup>=0,010

TABEL 9

**Hasil Regresi Pengaruh Kepemilikan Manajerial pada Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target Akuisisi Saat Perioda x**

$$CAR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1(KM) + e$$

Variabel	N	Koefisien Regresi	Standar Error	t	P(value)
KM	54	0,135	0,045	2,973	0,002*

\* Signifikan secara statistik pada  $p < 0,05$

Nilai F= 8,841 ( $p = 0,002$ ); *Adjusted R*<sup>2</sup>= 0,129

Berdasarkan analisis tersebut di atas, maka tidak semua hipotesis ketiga dapat didukung. Hipotesis ketiga a (H3a) yang menyatakan “kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada manajemen laba saat publikasi terakhir sebelum akuisisi” tidak didukung. Sebaliknya, hipotesis 3b (H3b) yang menyatakan “kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi” didukung. Selanjutnya hipotesis 3c (H3c) yang menyatakan “manajemen laba berpengaruh positif pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi” didukung.

**TABEL 10**  
**Hasil Regresi Pengaruh Manajemen Laba pada Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target Akuisisi Saat Periode x**

$$CAR_{i,a} = \alpha_0 + \beta_1(ML) + e$$

Variabel	N	Koefisien Regresi	Standar Error	t	P(value)
ML	54	0,115	0,031	3,712	0,001*

\* Signifikan secara statistis pada  $p < 0,05$   
 Nilai F= 13,782 ( $p = 0,001$ ); *Adjusted R*<sup>2</sup>=0,194

**TABEL 11**  
**Perbandingan Hasil Regresi Uji Sensitivitas *Abnormal Return***  
 $CAR_{i,a} = \alpha + \beta_1(ML) + \beta_2(KM) + \beta_3(Size) + \beta_4(DInd) + \beta_5(LEV) + e$

Variabel	N	Market Model		Market Adjusted Model	
		Koefisien	P(value)	Koefisien	P(value)
ML	54	0,073	0,007*	0,162	0,000*
KM	54	0,097	0,009*	0,215	0,000*
SIZE	54	-0,002	0,015*	-0,003	0,038*
LEV	54	0,014	0,280	0,050	0,069**
IND	54	-0,017	0,064**	-0,026	0,050*

\* Signifikan secara statistis pada  $p = 0,05$   
 \*\*Signifikan secara statistis pada  $p = 0,10$   
 Pada *Market Model*, nilai F= 7,727 ( $p = 0,000$ )  
 Pada *Market Adjusted Model*, nilai F= 14,607 ( $p = 0,000$ )

**TABEL 12**  
**Perbandingan Hasil Regresi Uji Sensitivitas Manajemen Laba**  
 $CAR_{i,a} = \alpha + \beta_1(ML) + \beta_2(KM) + \beta_3(Size) + \beta_4(DInd) + \beta_5(LEV) + e$

Variabel	N	Model Jones Modifikasian		Model Kang & Sivaramakrishnan	
		Koefisien	P(value)	Koefisien	P(value)
ML	54	0,073	0,007*	0,046	0,017*
KM	54	0,097	0,009*	0,099	0,009*
SIZE	54	-0,002	0,015*	-0,003	0,007*
LEV	54	0,014	0,280	-0,006	0,414
IND	54	-0,017	0,064**	-0,032	0,005*

\*Signifikan secara statistis pada  $p = 0,05$   
 \*\* Signifikan secara statistis pada  $p = 0,10$   
 Pada model Jones nilai F= 7,727 ( $p = 0,000$ )  
 Pada model KS nilai F= 7,153 ( $p = 0,000$ )

#### **5.4. Hipotesis Pengaruh Ukuran Relatif Perusahaan Target pada Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target Akuisisi**

Hasil regresi pada tabel 6 menunjukkan bahwa ukuran relatif perusahaan target berpengaruh negatif pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target akuisisi dengan koefisien regresi sebesar  $-0,002$  dan nilai  $t$  sebesar  $-2,255$  ( $p=0,015$ ). Selanjutnya pada tabel 7 disajikan uji reaksi pasar terhadap ukuran relatif perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi (hari 0) dan hasilnya adalah signifikan dengan nilai  $t$  sebesar  $-2,801$  ( $p=0,004$ ).

Hasil regresi pada tabel 5, yaitu pada periode  $x-1$  menunjukkan bahwa ukuran relatif perusahaan target tidak berpengaruh pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target dengan koefisien regresi sebesar  $-0,006$  dan nilai  $t$  sebesar  $-1,602$  ( $p=0,058$ ).

Lebih lanjut uji kestabilan struktural Chow (lampiran 2) menyimpulkan bahwa variabel-variabel independen pada periode analisis  $x$  secara statistis berbeda dengan variabel-variabel independen pada periode  $x-1$ . Dengan demikian, maka hipotesis keempat (H4) yang menyatakan "pengaruh negatif ukuran perusahaan pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum pengumuman akuisisi lebih besar dibandingkan dengan publikasi sebelumnya" didukung.

## **6. Simpulan dan Riset Anjuran**

### **6.1. Simpulan**

Sesuai dengan hasil uji hipotesis dan diskusi yang telah dilakukan pada bahasan sebelumnya dapat dikemukakan beberapa simpulan seperti berikut ini.

- a. Perusahaan target akuisisi melakukan manajemen laba dengan cara menaikkan jumlah akrual diskresioner saat publikasi terakhir sebelum akuisisi.
- b. Manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan target akuisisi saat publikasi terakhir sebelum akuisisi (periode  $x$ ) lebih besar dan signifikan secara statistis dibandingkan dengan periode sebelumnya (periode  $x-1$ ).
- c. Manajemen laba berpengaruh positif dan signifikan secara statistis pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi.
- d. Pengaruh positif manajemen laba pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi lebih besar dan signifikan secara statistis dibandingkan dengan periode sebelumnya.
- e. Kepemilikan manajerial terhadap saham perusahaan target tidak berpengaruh pada manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi.

- f. Manajemen laba tidak merupakan variabel mediasi terhadap hubungan kausal antara kepemilikan manajerial dengan kesejahteraan pemegang saham perusahaan target akuisisi saat publikasi terakhir sebelum akuisisi.
- g. Kepemilikan manajerial terhadap saham perusahaan target akuisisi berpengaruh positif dan signifikan secara statistis pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi.
- h. Ukuran relatif perusahaan target akuisisi berpengaruh negatif dan signifikan secara statistis pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi.
- i. Pengaruh negatif ukuran perusahaan target pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi lebih besar dan signifikan secara statistis dibandingkan dengan perioda sebelumnya.

## 6.2. Riset anjuran

Riset ini merupakan riset yang bersifat *explanatory* yang berusaha menjelaskan suatu fenomena yang terjadi di Bursa Efek Jakarta. Karena riset ini baru pertama kali dilakukan, maka masih terbuka kemungkinan untuk melakukan riset lanjutan pada masa mendatang seperti berikut ini.

- a. Bila data tersedia di kemudian hari, cara pembayaran atas akuisisi yang dilakukan oleh *bidder* dengan kas (*Hostile acquisition*) atau dengan saham (*Friendly acquisition*) perlu dipertimbangkan sebagai salah satu variabel independen pada penelitian berikutnya.
- b. Dengan semakin menariknya investasi di Indonesia tidak tertutup kemungkinan di kemudian hari semakin banyak perusahaan asing yang tertarik untuk menanamkan modalnya dengan cara mengakuisisi perusahaan publik di Indonesia. Oleh karenanya, terbuka kemungkinan untuk melakukan riset lanjutan dengan menambah variabel lain, yaitu *bidder* asing atau domestik.
- c. Riset lanjutan di Bursa Efek Jakarta dapat dilakukan dengan menggunakan sampel akuisisi yang berhasil diselesaikan maupun akuisisi yang tidak berhasil diselesaikan.
- d. Hal lain yang dapat dilakukan adalah membandingkan kondisi akuisisi di Indonesia seperti yang peneliti lakukan dengan kondisi di luar negeri.

Berikutnya yang dapat dilakukan adalah menguji ulang hasil penelitian ini dengan menggunakan model lain dalam menentukan manajemen laba atau dalam menentukan kesejahteraan pemegang saham perusahaan target akuisisi.

## REFERENCES

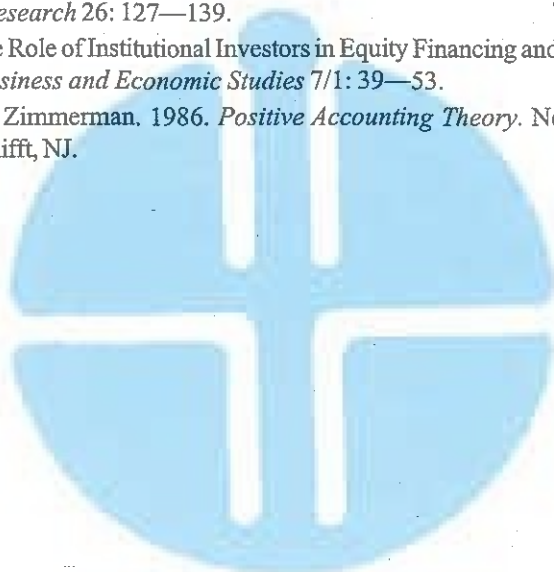
- Agrawal, Anup., Jeffrey F.F., dan Gherson N.M. 1992. "The Post Merger of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly". *Journal of Finance*, 47: 1605—1621.
- Ardiansyah Misnen. 2004. "Pengaruh Variabel Keuangan terhadap Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO serta Moderasi Besaran Perusahaan terhadap Hubungan Antara Variabel

- Keuangan dengan Return Awal dan Return 15 Hari Setelah IPO di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 7:125—153.
- Asquith, P., R. Bruner, dan D. Mullins. 1983. "The Gains to Bidding Firm from Mergers." *Journal of Financial Economics* 11: 121—140.
- Baginski, S.P., K.S. Lorek, G.L. Willinger, dan B.C. Branson. 1999. "The Relationship Between Economic Characteristics and Alternative Annual Earnings Persistence Measures." *The Accounting Review* 74, No.1: 105—120.
- Bai Chong-En., Liu Qiao., Lu Joe., Song M. Frank., dan Zhang Junxi. 2003. "Corporate Governance and Market Valuation in China". *Journal of Comparative Economics* 32: 599—616.
- Ball, R.J. dan P. Brown. 1968. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers." *Journal of Accounting Research* 6: 159—178.
- Beaver, W.H. dan W.R. Landsman. 1981. "Note on the Behavior of Residual Security Return for Winner and Loser Portfolios." *Journal of Accounting and Economics* 3: 233—241.
- Biddle, G.C. dan G.S. Seow. 1991. "The Estimation and Determinant of Associations Between Return and Earnings: Evidence from Cross- Industry Comparisons." *Journal of Accounting, Audit and Finance* (Spring): 183—232.
- Bowen, R.M., E.W. Noreen, dan J.A. Lacey. 1981. "Determinants of the Corporate Decision to Capitalize Interest." *Journal of Accounting and Economics* 3: 151—179.
- Boyton, C.E., P.S. Dobbins, dan G.A. Plesko. 1992. "Earnings Management and the Corporate Alternative Minimum Tax." *Journal of Accounting Research* 30: 131—153.
- Bradley., M.A. Desai, dan E.H. Kim. 1988. "Synergistic Gains From Corporate Acquisition and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms." *Journal of Financial Economics* 21: 3—40.
- Daljono. 2000. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ Tahun 1990-1997". *Symposium Nasional Akuntansi III*: 556—572.
- Deakin III. E.B. 1979. "An Analysis of Differences Between Non-Mayor Oil Firm Using Successful-efforts and Full cost Methods." *The Accounting Review* 4: 722—734.
- DeAngelo, L.E. 1988. "Managerial Competition, Information Cost, and Corporate Governance: The Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contests." *Journal of Accounting and Economics* 10: 3—36.
- Dechow, P.M., R.D. Sloan, dan A.P. Sweeney. 1995. "Detecting Earnings Management." *The Accounting Review* 70: 193—225.
- Defond, M.L dan J. Jimbalvo. 1994. "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals." *Journal of Accounting and Economics* 17: 145—176.
- Dhaliwal, D.S. 1980. "The Effect of Firm's Capital Structure on the Choice of Accounting Methods." *The Accounting Review* 1: 78—84.
- Dhaliwal, D.S., K.J. Lee dan N.L. Farger. 1991. "The Assosiation Between Unexpected Earnings and Abnormal Security Return in the Presence of Financial Leverage". *Contemporary Accounting Research* 8, No.1: 20—41.
- Dye, R.A. 1988. "Earnings Management in an Overlapping Generations Model." *Journal of Accounting Research* 26: 195—235.
- Eisenhardt, Kathleen M. 1989. "Agency Theory: An Assessment and Review." *Academy of Management Review* 14: 57—74.
- Frankel, Micah. dan Trezervant. 1994. "The Year end LIFO Inventory Purchasing Decision: An Empirical Test." *Accounting Review*, April: 382—398.

- Franks, J. dan R. Harris. 1989. "Shareholder Wealth Effect of Corporate Takeovers: The U.K. Experience 1955-1985." *Journal of Financial Economics* 23: 225—250.
- Friend, I. dan L.P.H. Lang. 1988. "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure." *Journal of Finance* 43: 271—282.
- Gaver, J.H. dan J.R. Austin. 1995. "Additional Evidence on Bonus Plan and Income Management." *Journal of Accounting and Economics* 19: 3—28.
- Ghozali Imam, 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi 3. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D.N. 2003. *Basic Econometrics*. Fourth Edition. New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Gumanti, T.A. 2001. "Earnings Management dalam Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 4/2: 165--183.
- Halim Abdul. 2002. "Analisis Varian Pendapatan Asli Daerah dalam Laporan Perhitungan Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah Kabupaten/Kota di Indonesia." *Disertasi Program Doktor Ilmu Ekonomi Akuntansi, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta*.
- Harris, R. dan D. Ravenscraft. 1991. "The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence From the U.S. Stock Market." *Journal of Finance* 46: 825—843.
- Hartono Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPF.
- Hartono Jogiyanto. 2005. *Pasar Efisien Secara Keputusan*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Hartono Jogiyanto. 2004. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. Yogyakarta: BPF.
- Healy, P.M. 1985. "The Effect of Bonus Scheme on Accounting Decisions." *Journal of accounting and economics* 7: 85—107.
- Holthausen, R.W., D.F. Larcker, dan R.G. Sloan. 1995. "Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings." *Journal of Accounting and Economics* 19: 29—74.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2004. *Standar akuntansi keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Jarrell, G.A. dan A.B. Poulsen. 1989. "The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence From Three Decades." *Financial Management* 18: 12—19.
- Jensen, M.C. 1986. "Agency Cost and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economics Review*, 323—329.
- Jensen, Michael C. dan W.H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3: 305—360.
- Jensen, M.C. dan K.J. Murphy. 1990. "Performance Pay and Top-Management Incentives." *Journal of Political Economy* 98/2: 225—264.
- Jones, C.P. 1996. *Investments Analysis and Management*. Fifth Edition. New York, NY: John Wiley & Sons, Inc.
- Jones, Jeniffer J. 1991. "Earnings Management During Import Relief Investigation." *Journal of Accounting Research* 29/2: 193—228.
- Kang, J.K. 1993. "The International Market for Corporate Control-Merger and Acquisition of US Firm by Japanese Firms." *Journal of Financial Economics* 34: 345—371.
- Kang, Sok-Hyon, dan Sivaramakrishnan, K. 1995. "Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach." *Journal of Accounting Research* 33/2: 353—367.
- Kim, Joeng-Bon., Itzhak Krinsky dan Jason Lee. 1993. "Motives for Going Public and Under Pricing: New Findings from Korea". *Journal of Business Accounting*, 195—211.
- Kole, S.R. 1995. "Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Sources of Ownership Data." *Journal of Corporate Finance*. Vol.1: 413—435.

- Lins, Karl V. 2003. "Equity Ownership dan Firm Value Emerging Markets." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38/1: 159—184.
- Loderer, C. dan K. Martin. 1990. "Corporate Acquisitions by Listed Firms: The experience of a Comprehensive Sample." *Journal of Financial Management*, 19: 17—33.
- Loughran, dan Vijn M. Anand. 1997. Do Long-Term Shareholder Benefit from Corporate Acquisitions? *The Journal of Finance*, LII/5: 1765—1790.
- Lo Widodo Eko. 2005. "Pengaruh Kondisi Keuangan Perusahaan terhadap Konservatisme Akuntansi dan Manajemen Laba". *Disertasi Program Doktor Ilmu Ekonomi Akuntansi, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta*.
- Mahadwartha, P.A. 2004. "Pengawasan dan Pengikatan Berbasis Kepemilikan Institusional Internal." *Disertasi, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta*.
- McConnell, J dan Servaes H. 1990. "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value". *Journal of Financial Economics*, 27: 595—612.
- Morck, R, Sheifer, A dan Vishney, R. 1988. "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis". *Journal of Financial Economics*, 20: 293—316.
- Moses, O.D. 1987. "Income Smoothing and Incentive: Empirical Test Using Accounting Changes." *The Accounting Review* 62/2: 358—377.
- Murphy, K.J. 1985. "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Epirical Analysis." *Journal of Accounting and Economics* 7: 11—42.
- Na'im, A. dan Hartono. 1996. "The Effect of Antitrust Investigation on the Management of Earnings: A Further Empirical Test of Political Cost Hypothesis." *Kelola* 13/V: 126—141.
- Neil, J.D., S.G. Pourciou, dan T.F. Schaefer. 1995. "Accounting Method Choice and IPO Valuation." *Accounting Horizon* 9/3: 68—80.
- Opler, T.C, dan J. Sobokin. 1995. "Does Coordinated Institutional Shareholders Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors." *Working Paper*.
- Pourciau, S. 1993. "Earning Management and Nonroutine Executive Changes." *Journal Accounting and Economics* 16: 317—336.
- Putra, I.M.W. 2000. "Analisis Faktor yang Mempengaruhi Praktik Perataan Laba pada Bank-Bank Umum di Indonesia." *Tesis, Universitas Gajah Mada*.
- Rachmawati, E.N. dan E. Tandelilin. 2000. "Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Target di Bursa Efek Jakarta." *Tesis, Universitas Gajah Mada*.
- Richardson, V.J. 1998. "Information Asymmetry and Earnings Management: Some Evidence." *Dissertation, University of Kansas, March*.
- Roll, R. 1986. "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers." *Journal of Business* :197—216.
- Schipper, Katherine. 1989. "Commentary on Earnings Management." *Accounting Horizon* 3/4: 91—102.
- Scott, William R. 1997. *Financial accounting Theory*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Setiati Fita dan Kusuma Indra Wijaya. 2004. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Koefisien Respon Laba pada Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh". *Simposium Nasional Akuntansi VII, Denpasar, Bali*
- Short, H dan Keasey, K. 1999. "Managerial Ownership and Performance of Firms: Evidence from the UK". *Journal of Corporate Finance*, 5: 79—101.
- Smith, C.W. Jr. dan R.L. Watts. 1992. "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies." *Journal of Financial Economics* 32: 263—292.

- Smith, M.P. 1996. "Shareholders Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS." *Journal of Finance* 51: 227—252.
- Sugiri Slamet. 2005. "Kejujuran Manajemen sebagai Dasar Pelaporan Laba Berkualitas." *Pidato Pengukuhan Jabatan Guru Besar pada Fakultas Ekonomi UGM Yogyakarta*.
- Sutanto Imam. 2000. "Indikasi Manajemen Laba Menjelang IPO oleh Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta." *Tesis S2 UGM, Yogyakarta*.
- Swandari, Fifi. 1999. "Dampak Jangka Panjang Akuisisi terhadap Kemakmuran Pemegang Saham: Perbandingan Akuisisi Internal dengan Eksternal." *Tesis Program Studi Manajemen, Program Pascasarjana UGM Yogyakarta*.
- Sweeney, A.P. 1994. "Debt Covenant Violation and Managers, Accounting Responses." *Journal of Accounting and Economics*, May: 281—308.
- Trisnawati, Rina. 1998. "Pengaruh Informasi Prospektus terhadap Return Saham di Pasar Perdana". *Tesis S-2, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta*.
- Trueman, B. dan S. Titman. 1988. "An Explanation for Accounting Income Smoothing." *Journal of Accounting Research* 26: 127—139.
- Varma, R. 2001. "The Role of Institutional Investors in Equity Financing and Corporate Monitoring." *Journal of Business and Economic Studies* 7/1: 39—53.
- Watts, R.L. dan J.L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. New York: Prentice-Hall, Englewood Clift, NJ.



**LAMPIRAN 1**  
**Daftar Perusahaan Sampel**

No.	Kode	Perusahaan Target	Tgl. Akuisisi
1	DNKS	Dankos Laboratories	30/07/1991
2	SHDA	Sari Husada	17/05/1992
3	HPSB	Hotel Prapatan	16/11/1992
4	UNSP 2	Bakrie Sumatra Plantation	15/07/1993
5	MLPL	Multipolar Corporation	31/12/1992
6	CPIN	Charoen Pokphan Indonesia	22/07/1993
7	BRAM	Branta Mulia	29/12/1993
8	JPFA	Japfa Comfeed Indonesia	29/12/1993
9	IKBI	Iki Indah Kabel	09/05/1994
10	MYTX	Mayatexdian	05/01/1995
11	BNTA	Bank Tiara	09/05/1995
12	BNPS	Bank Papan Sejahtera	01/06/1995
13	MPPA	Matahari Putra Prima	01/01/1996
14	ADMG	Andayani Megah	08/08/1996
15	PBRX 1	Pan Brother Tex	16/08/1996
16	SIMA	Super Indah Makmur	28/08/1996
17	LPBN	Lippo Bank	28/09/1996
18	LPLI	Asuransi Lippo Life	28/09/1996
19	TMPI	Telaga Mas Pertiwi	01/10/1996
20	ASHI	Astra International	14/10/1996
21	BDNI	PT Bank Dagang Nasional Indonesia	22/11/1996
22	ASDM	PT Asuransi Dayin Mitra	22/11/1996
23	TPFC	Dharmala Agrifood	09/12/1996
24	ZBRA	Zebra Nusantara	21/12/1996
25	MYRX	Mayertex Indonesia	31/12/1996
26	RMBA	Rimba Niaga Idola	03/02/1997
27	INDF	Indofood Sukses Makmur	13/03/1997
28	SDPC	Soedarpo Corporation	21/04/1997
29	BUMI	Bumi Modern	16/05/1997
30	HERO	Hero Supermarket	29/05/1997
31	FCOR	Ficorinvest Bank	22/07/1997
32	SCCO	Sucaco	23/08/1997
33	IMAS	Indomulti Inti Industri	09/10/1997
34	LPKR	Lippo Karawaci	31/12/1997
35	KLBF	Kalbe Farma	20/07/1999
36	ASII	PT. Astra International	30/03/2000
37	TLKM	Telekomunikasi Indonesia	06/05/2001
38	BDPC	Bank Danpac	20/06/2001
39	BNGA	PT Bank Niaga Tbk	22/11/2002
40	TBMS	Tembaga Mulia Semanan	02/06/2003
41	FPNI	Fatrapolindo Nusa Industri	26/05/2003
42	GMTD	PT Gowa Makasar Tourism Development Tbk	28/02/2004
43	ADM F	Adira Dinamika Multi Finance /ADM G	07/04/2004
44	BBIA	Bank Buana Indonesia	14/06/2004
45	UNTR	United Tractor	21/06/2004
46	AALI	Astra Agro Lestari	30/06/2004
47	LPCK	Lippo Cikarang	30/07/2004

## LAMPIRAN 2

### Hasil Uji Kestabilan Struktural Chow

Untuk mengetahui apakah uji regresi linier yang telah dilakukan saat perioda x-1 berbeda dengan regresi saat perioda x, maka dilakukan uji kestabilan struktural dengan uji Chow. Uji kestabilan struktural Chow telah dilakukan dengan mengikuti langkah-langkah berikut ini.

1. Menghitung *Residual Sum of Squares (RSS)*, dengan melakukan regresi terhadap observasi yang ada pada perioda x-1 dan x secara gabungan. Nilai  $RSS_1$  yang diperoleh sebesar 1,51616846.
2. Menghitung  $RSS_2$  dengan melakukan regresi terhadap observasi yang ada pada perioda x-1. Nilai  $RSS_2$  yang diperoleh dari regresi ini adalah sebesar 1,25928940.
3. Menghitung  $RSS_3$  dengan melakukan regresi terhadap observasi yang ada dalam perioda x. Nilai  $RSS_3$  yang diperoleh dari regresi ini adalah sebesar 0,06309032.
4. Menghitung  $RSS_4$  dengan cara menambahkan nilai  $RSS_2$  dengan nilai  $RSS_3$ . Nilai  $RSS_4$  yang diperoleh dari hasil perhitungan ini adalah 1,32237972 (1,25928940 + 0,06309032).
5. Menghitung  $RSS_5$  dengan cara mengurangi nilai  $RSS_1$  dengan nilai  $RSS_4$ . Nilai yang diperoleh dari hasil perhitungan ini adalah 0,19378874 (1,51616846 – 1,32237972).
6. Menghitung nilai  $F_{hitung}$  dengan rumus =  $\frac{RSS_5 / k}{RSS_4 / (n_1 + n_2 - 2k)}$  dan nilai  $F_{hitung}$  yang diperoleh adalah sebesar 2,34472685.
7. Menghitung  $F_{tabel}$  dengan bantuan program Excel dan diperoleh nilai sebesar 2,19451834.
8. Melakukan uji F. Karena hasil uji menyatakan bahwa  $F_{hitung} >$  dari  $F_{tabel}$  (2,34472685 > 2,19451834), maka disimpulkan  $h_0$  ditolak dan  $h_a$  tidak dapat ditolak.

Berdasarkan uji kestabilan struktural Chow yang telah dilakukan, maka dapatlah disimpulkan bahwa koefisien-koefisien regresi pada perioda x berbeda secara statistis dengan koefisien regresi pada perioda x-1.