

PENGARUH MANAJEMEN LABA, DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL PADA KESEJAHTERAAN PEMEGANG SAHAM PERUSAHAAN TARGET AKUISISI

I MADE SUKARTHA

Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Udayana

ABSTRACT

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, and (3) to test whether managerial ownership affects earnings management and 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, and the ownership managerial variable is calculated by management ownership percentage on target company' shares. 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 publication 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, and (3) managerial ownership has positive effect and statistically significant on target company shareholders' wealth during the last publication just before the acquisition.

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

I. PENDAHULUAN

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. Hal itu 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, baik untuk program bonus, motivasi penundaan penggantian CEO, maupun motivasi IPO.

Karena banyak bukti yang menyatakan bahwa pemegang saham perusahaan target diuntungkan dari *event* akuisisi, maka peneliti termotivasi untuk melakukan penelitian 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 dan kepemilikan manajerial.

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 kesejahteraan pemegang saham perusahaan target.

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.

II. KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

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*.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa teori keagenan mendeskripsikan 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 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.

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 metode 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*)**. Ini menyatakan bahwa semakin dekat suatu perusahaan kepada waktu pelanggaran perjanjian utang maka para manajer akan cenderung untuk memilih metode akuntansi yang dapat memindahkan laba periode mendatang ke periode 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*)**. Ini menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan dengan skala besar dan industri strategis cenderung untuk menurunkan laba guna mengurangi tingkat visibilitasnya terutama saat periode 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*)**. Ini 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 oportunistis ataukah efisien.

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) yang 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.

Asimetri informasi yang terjadi antara manajemen perusahaan dengan pengguna informasi akuntansi mengakibatkan manajemen memiliki ruang gerak yang cukup banyak untuk menggunakan metode 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 simpulan yang konsisten dengan penelitian Defond dan Jiambalvo (1994). Sweeney mengevaluasi perubahan metode akuntansi dari 130 perusahaan yang melanggar perjanjian kredit. Perubahan metode 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.

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.

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 dkk. (1988), McConnell dan Servaes (1990), Kole (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.

H3: Pengaruh positif kepemilikan manajerial pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi lebih besar dibandingkan dengan publikasi sebelumnya.

III. METODOLOGI PENELITIAN

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.

Untuk menguji hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini variabel dependen yang digunakan adalah *cumulative abnormal return* perusahaan target yang dihitung dengan *market model*. Variabel independen yang digunakan untuk menguji hipotesis yang diajukan meliputi manajemen laba oleh perusahaan target dihitung dengan model Jones modifikasian (1991,1995) dan kepemilikan manajerial diukur dengan persentase kepemilikan manajemen atas saham perusahaan target akuisisi.

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

$$CAR_{i,a} = \alpha + \beta_1(ML) + \beta_2(KM) + \epsilon \dots\dots\dots (1)$$

dengan penjelasan sebagai berikut ini.

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

α = 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.

β_1 dan β_2 = *sloop* tiap-tiap variabel independen regresi linier, yang mempengaruhi variabel dependen.

e = *error term* yang merupakan pengaruh variabel lain di luar variabel yang diteliti.

Dalam penelitian ini *CAR* dihitung dengan menggunakan *market model*. Untuk memperoleh keyakinan bahwa hasil penelitian tidak terpengaruh oleh perbedaan metode maka dilakukan uji sensitivitas dengan menggunakan *market adjusted model*.

IV. HASIL PENELITIAN

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan, berikut disampaikan hasil penelitian secara berurutan. 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 1) 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 1) dengan nilai *t* sebesar -1,644 ($p= 0,053$), yang berarti bahwa saat periode sebelumnya manajemen perusahaan target tidak melakukan manajemen laba.

Tabel 1
Rata-rata manajemen laba saat periode x dan $x-1$

	M. Laba	N	Mean	t	P(value)
ML x	1	54	0,0615146	2,441	0,009
ML $x-1$	2	54	-0,0437404	-1,644	0,053

Selanjutnya uji t atas kedua rata-rata manajemen laba yang terjadi saat periode x dan periode x-1 diuji (tabel 2). 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, hipotesis 1 yang menyatakan bahwa "manajemen laba perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi lebih besar dibandingkan dengan publikasi sebelumnya" didukung.

Tabel 2
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	,1851616	,1052550	2,872	0,005
ML x-1	2	54	-,0437404	1 ,1955650 3			

Hasil analisis regresi pada periode x (tabel 3) menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi variabel manajemen laba adalah positif sebesar 0,101 serta nilai t adalah sebesar 3,421 ($p= 0,001$). Hasil ini menunjukkan bahwa variabel independen manajemen laba berpengaruh positif pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target akuisisi saat publikasi terakhir sebelum pengumuman akuisisi.

Tabel 3
Hasil Regresi pada Periode x, dengan *CAR Market Model*

$$CAR_{i,a} = \alpha + \beta_1(ML) + \beta_2(KM) + \epsilon$$

Variabel	N	Koefisien Regresi	Standar Error	T	P(value)
ML	54	,101	,030	3,421	,001
KM	54	,111	,042	2,644	,011

Sebaliknya, analisis regresi pada periode x-1 (tabel 4) menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi variabel manajemen laba adalah negatif sebesar -0,001 dengan nilai t adalah sebesar -0,008 (p=0,994). Hasil ini menunjukkan bahwa variabel manajemen laba tidak berpengaruh pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target akuisisi pada periode x-1.

Tabel 4
Hasil Regresi pada Periode x-1, dengan *CAR Market Model*

$$CAR_{i,a} = \alpha + \beta_1(ML) + \beta_2(KM) + \epsilon$$

Variabel	N	Koefisien Regresi	Standar Error	T	P(value)
ML	54	-,001	,123	-0,008	,994
KM	54	-,182	,160	-1,136	,261

Dengan demikian, 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.

Hasil regresi pada tabel 3 menunjukkan bahwa pengaruh kepemilikan manajerial pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target akuisisi adalah signifikan dengan koefisien regresi sebesar 0.111 dan nilai t sebesar 2,644 (p= 0,011).

Sebaliknya analisis regresi saat periode x-1 pada tabel 4 menunjukkan koefisien regresi sebesar -0,182 dan nilai t sebesar -1.136 (p= 0,261). Hasil ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan

manajerial tidak berpengaruh pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target akuisisi.

Berdasarkan analisis tersebut di atas, maka hipotesis 3 yang menyatakan “pengaruh positif kepemilikan manajerial pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi lebih besar dibandingkan dengan publikasi sebelumnya” didukung.

Uji sensitivitas dilakukan karena terdapat lebih dari satu model yang dapat digunakan dalam menghitung suatu variabel. Pemilihan satu model dalam suatu penelitian dikhawatirkan menghasilkan simpulan yang bias bila tidak dibandingkan dengan model yang lainnya. Dalam penelitian ini uji sensitivitas dilakukan terhadap variabel dependen kesejahteraan pemegang saham perusahaan target akuisisi yang diproksi dengan *cumulative abnormal return*.

Uji sensitivitas variabel dependen *cumulative abnormal return* dilakukan dengan menggunakan *market adjusted model* dalam menghitung *return* ekspektasi. Model ini dipilih karena dalam analisis telah digunakan *market model* dalam menghitung *return* ekspektasi dan diyakini pemilihan model tidak berpengaruh terhadap hasil penelitian ini. Hasil uji sensitivitas terhadap *variable cumulative abnormal return* disajikan pada tabel 5 berikut ini.

Tabel 5
Perbandingan hasil regresi uji sensitivitas *abnormal return*
$$CAR_{i,a} = \alpha + \beta_1(ML) + \beta_2(KM) + e$$

Variabel	N	Market Model		Market Adjusted Model	
		Koefisien	P(value)	Koefisien	P(value)
ML	54	0,101	0,001	0,203	0,000
KM	54	0,111	0,011	0,235	0,000

Tabel 5 menunjukkan bahwa tidak terjadi perubahan, baik pada nilai koefisien maupun tanda koefisien regresi jika variabel dependen menggunakan *market adjusted model* dalam menghitung nilai *return* ekspektasi. Demikian pula halnya pada koefisien signifikansi kedua model untuk tiap-tiap variabel independen secara relatif tidak terjadi perubahan yang berarti. Nilai p untuk variabel ML (0,001) dan KM (0,011) dalam *market model* signifikan secara statistis pada $\alpha = 5\%$. Demikian pula pada *market adjusted model* variabel ML (0,000), dan KM (0,000) signifikan secara statistis pada $\alpha = 5\%$. Bila diperhatikan lebih lanjut, nilai F dalam *market model* adalah sebesar 11,180 ($p = 0,000$), sedangkan nilai F dalam *market adjusted model* adalah sebesar 23,545 ($p = 0,000$) sehingga dapat dikatakan bahwa kedua model tersebut tidak berbeda.

V. SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Sesuai dengan hasil uji hipotesis 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) Kepemilikan manajerial terhadap saham perusahaan target akuisisi berpengaruh positif dan signifikan secara statistis pada kesejahteraan pemegang saham perusahaan target saat publikasi terakhir sebelum akuisisi.

Saran

Riset ini merupakan riset yang bersifat *explanatory* yang berusaha menjelaskan suatu fenomena yang terjadi di Bursa Efek Jakarta. Karena riset semacam ini masih jarang dilakukan di Indonesia, 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.

DAFTAR PUSTAKA

- 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.

- 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.
- Dye, R.A. 1988. "Earnings Management in an Overlapping Generations Model." *Journal of Accounting Research* 26: 195--235.
- 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.
- Gaver, J.H. dan J.R. Austin. 1995. "Additional Evidence on Bonus Plan and Income Management." *Journal of Accounting and Economics* 19: 3--28.
- Gumanti, T.A. 2001. "Earnings Management dalam Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 4/2: 165--183.
- 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. 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.
- 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, Jeniffer J. 1991. "Earnings Management During Import Relief Investigation." *Journal of Accounting Research* 29/2: 193--228.
- 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.
- 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*.
- 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.
- 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.
- Sutanto Imam. 2000. "Indikasi Manajemen Laba Menjelang IPO oleh Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta." *Tesis S2 UGM, Yogyakarta*.
- Sweeney, A.P. 1994. "Debt Covenant Violation and Managers, Accounting Responses." *Journal of Accounting and Economics*, May: 281--308.
- Trueman, B. dan S. Titman. 1988. "An Explanation for Accounting Income Smoothing." *Journal of Accounting Research* 26: 127--139.