

CAPITAL - COST
STOCK EXCHANGES

PERPUSTAKAAN - UNIVERSITAS AIRLANGGA

DISERTASI

PENGARUH KONSENTRASI KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN ALIRAN KAS BEBAS TERHADAP LEVERAGE, MANAJEMEN LABA, NILAI PEMEGANG SAHAM SERTA *COST OF EQUITY CAPITAL*

Dis E.12/09
Tarjo
P



TARJO



PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
2008

**PENGARUH KONSENTRASI KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL
DAN ALIRAN KAS BEBAS TERHADAP *LEVERAGE*,
MANAJEMEN LABA, NILAI PEMEGANG SAHAM
SERTA *COST OF EQUITY CAPITAL***

DISERTASI

**Untuk memperoleh Gelar Doktor
Dalam Program Studi Ilmu Ekonomi
Pada Program Pascasarjana Universitas Airlangga**

**Telah dipertahankan di hadapan
Panitia Ujian Doktor Terbuka**

Pada hari : Rabu

Tanggal : 29 Oktober 2008

Pukul 10.⁰⁰ WIB

Oleh :

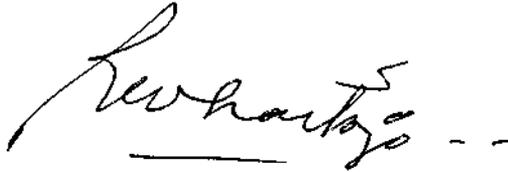
TARJO

NIM. 090315251 D

Lembar Persetujuan

Disertasi ini Telah Disetujui
Pada Tanggal, 19 Nopember 2008

Oleh :
Promotor



Prof. Dr. Parwoto Wignjohartojo, S.E., Ak.
NIP. 060 014 521

Ko Promotor



Prof. Dr. H. Muslich Anshori, S.E., M.Sc., Ak.
NIP. 131 570 339

Lembar Penetapan Panitia Penguji Disertasi

**Disertasi ini Telah Diuji
Oleh Panitia Penguji Disertasi pada
Program Pascasarjana Universitas Airlangga**

Pada Tanggal, 19 Agustus 2008

Panitia Penguji Disertasi

- Ketua** : Prof. V. Henky Supit, S.E., Ak.
Anggota : 1. Prof. Dr. Parwoto Wignjohartojo, S.E., Ak.
2. Prof. Dr. H. Muslich Anshori, S.E., M.Sc., Ak.
3. Prof. Dr. H. Effendie, S.E.
4. Prof. H. Tjiptohadi Sawarjuwono, M.Ec., Ph.D., Ak.
5. Prof. Dr. H. Sarmanu, drh., M.S.
6. Drs. H. Basuki, M.Com. (Hons)., Ph.D., Ak.
7. Prof. Dr. Imam Ghozali, M.Com., Ak.
8. Dr. Suhartono, M.Sc.

**Ditetapkan dengan Surat Keputusan
Rektor Universitas Airlangga
Nomor : 7427/J03/PP/2008
Tanggal : 26 Agustus 2008**

UCAPAN TERIMA KASIH

UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas segala limpahan rahmat, taufik, dan hidayahNya, sehingga Disertasi ini dapat diselesaikan dengan baik. Dengan selesainya Disertasi ini, maka dengan hati yang tulus dan ikhlas perkenankanlah penulis mengucapkan terima kasih yang tak terhingga dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada yang terhormat:

Prof. Dr. Parwoto Wignjohartojo, S.E., Ak., Guru Besar Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga, atas kesediaan beliau menjadi Promotor. Kecerdasan, ketelitian, keluasan wawasan ilmu pengetahuan, serta kesabaran, kearifan, dan keikhlasan beliau sebagai seorang ilmuwan, telah mengarahkan, memotivasi, dan memberi saran kepada penulis untuk senantiasa kreatif, inovatif, dan bersikap rendah hati tanpa kehilangan kepercayaan diri. Di tengah kesibukan beliau sebagai ilmuwan masih menyempatkan diri meluangkan waktu untuk membimbing dan mengoreksi Disertasi ini sebagai karya ilmiah yang bagi penulis sangat tidak ternilai harganya.

Prof. Dr. H. Muslich Anshori, S.E., M.Sc., Ak., Guru Besar Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga, atas kesediaan beliau menjadi Ko-Promotor. Dalam kesibukan beliau sebagai Ilmuwan yang memiliki wawasan pengetahuan yang luas dan kritis sekaligus sebagai Wakil Rektor II Universitas Airlangga, masih meluangkan waktu untuk mengarahkan, mengoreksi, dan mendorong penulis dalam menyelesaikan pendidikan program Doktor.

Pemerintah Republik Indonesia *c.q.* Menteri Pendidikan Nasional melalui Bantuan Pendidikan Program Pascasarjana (BPPS) yang telah memberikan bantuan beasiswa sehingga meringankan beban untuk menyelesaikan pendidikan program Doktor.

Rektor Universitas Airlangga, Prof. Dr. H. Fasich, Apt., dan mantan Rektor Universitas Airlangga, Prof. Dr. Med. H. Puruhito, dr., Sp.B., yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk mengikuti pendidikan Doktor di Program Pascasarjana Universitas Airlangga.

Direktur Program Pascasarjana Universitas Airlangga, Prof. Dr. Hj. Sri Hajati, SH., MS. dan mantan Direktur Program Pascasarjana Universitas Airlangga, Prof. Dr. H. Muhammad Amin, dr., Sp.P(K). yang telah memberikan fasilitas kepada penulis selama mengikuti pendidikan Doktor di Program Pascasarjana Universitas Airlangga.

Ketua Program Studi Ilmu Ekonomi, Prof. Dr. H. Effendie, S.E. dan mantan Ketua Program Studi Ilmu Ekonomi, Prof. Dr. H. Suroso Imam Zadjuli, S.E. yang telah membantu kelancaran proses pendidikan penulis sampai pelaksanaan ujian tahap I (tertutup) disertasi.

Prof. Dr. Parwoto Wignjohartojo, S.E., Ak., Prof. H. Tjiptohadi Sawarjuwono, Drs., M.Ec., Ph.D., Ak., dan Basuki, Drs., M.Com. (Hons)., Ph.D., Ak. selaku penanggung jawab Mata Kuliah Penunjang Disertasi (MKPD) Program Doktor Program Studi Ilmu Ekonomi Program

Pascasarjana Universitas Airlangga, yang meletakkan dasar-dasar teoritik yang dapat dijadikan bekal oleh penulis dalam menyelesaikan disertasi.

Guru-guru penulis sebagai staf pengajar Program Doktor Program Studi Ilmu Ekonomi-Akuntansi Program Pascasarjana Universitas Airlangga, Prof. Dr. Parwoto Wignjohartojo, S.E., Ak., Prof. V. Henky Supit, S.E., Ak., Prof. Budiman Christiananta, Drs. Ec., MA., Ph.D., Prof. Dr. Arsono Laksana, S.E., Ak., Prof. Dr. H. Muslich Anshori, S.E., M.Sc., Ak., Prof. H. Tjiptohadi Sawarjuwono, Drs., M.Ec., Ph.D., Ak., Dr. Sugeng Sutedjo, S.E., Ak., Basuki, Drs., M.Com. (Hons), Ph.D., Ak., Prof. Dr. H. Effendie, Dr. Siti Sulasmi, M.Sc., Prof. Dr. Imam Sjakir (Alm), S.E., Prof. Dr. Ida Bagus Made Santika, S.E., Prof. Dr. H. Zaenuddin, Apt., Prof. Dr. H. Suroso Imam Zadjuli, S.E., Widodo J. Pudjirahardjo, dr., MS., MPH., Dr. PH., Prof. Dr. Sri Edi Swasono, Prof. Dr. Lasiyo, MA., Prof. Dr. HM. Hari Susanto, SU., Prof. Dr. Dra. Hj. Djumilah Zain, dan Prof. Dr. Munawar Ismail, DEA., yang telah meletakkan dasar-dasar teoritik yang dapat dijadikan bekal oleh penulis dalam menyelesaikan disertasi.

Prof. Dr. Parwoto Wignyohartojo, S.E., Ak., Prof. Dr. H. Effendie, S.E., Prof. Dr. Arsono Laksana, S.E., Ak., Prof. Dr. H. Muslich Anshori, S.E., M.Sc., Ak., Prof. H. Tjiptohadi Sawarjuwono, Drs., M.Ec., Ph.D., Ak., Dr. Sugeng Sutedjo, S.E., Ak., Basuki, Drs., M.Com. (Hons), Ph.D., Ak., Prof. Dr. H. Sarmanu, drh., MS., Prof. Dr. Djoko Mursinto, M.Ec., Widodo J. Pudjirahardjo, dr., MS., MPH., Dr. PH., Dr. Djoni Budiardjo, S.E., M.Si., Prof. Dr. Imam Ghozali, M.Com., Ak., dan Dr. Suhartono, M.Sc. yang telah memberikan kritik dan saran kepada penulis guna penyempurnaan Disertasi ini melalui kesediaannya menjadi tim penguji mulai dari materi kualifikasi, usulan penelitian, kelayakan disertasi, dan ujian akhir Disertasi tahap I (tertutup).

Terima kasih tak terhingga penulis sampaikan kepada Prof. Dr. Imam Ghozali, M.Com., Ak., Prof. H. Tjiptohadi Sawarjuwono, Drs., M.Ec., Ph.D., Ak., Basuki, Drs., M.Com. (Hons), Ph.D., Ak., dan Dr. Suhartono, M.Sc. yang ditengah kesibukannya beliau sebagai Ilmuwan bersedia meluangkan waktu untuk berdiskusi, membimbing sehingga memberikan wawasan dan pemahaman kepada penulis guna penyempurnaan Disertasi ini.

Rektor Universitas Trunojoyo Bangkalan Madura, Prof. Dr. H. Arifin, MS. dan mantan Rektor Universitas Trunojoyo Bangkalan Madura, Prof. Dr. Iksan Semaoen, Ir., M.Sc., Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Trunojoyo Bangkalan Madura, Prof. Iwan Triyuwono, S.E., Ak., M.Ec., Ph.D. dan mantan Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Trunojoyo Bangkalan Madura, Fathurrochim Ghany, Drs. Ec., MSP. yang telah memberikan kesempatan dan dukungan selama melaksanakan tugas belajar Program Doktor di Program Pascasarjana Universitas Airlangga.

Terima kasih juga penulis sampaikan kepada mantan Pembantu Rektor I Universitas Dr. Soetomo Surabaya, Redi Panuju, Drs., M.Si., yang telah memberikan rekomendasi ketika penulis melengkapi berkas persyaratan untuk bisa mendaftar pada Program Doktor di Program Pascasarjana Universitas Airlangga. Terima kasih juga kepada keluarga

besar Drs. Soegijo (Alm) yang telah ikut mengukir penulis ketika menempuh pendidikan sarjana strata I (S1).

Penulis juga menyampaikan penghargaan dan ucapan tulus kepada rekan-rekan di Program Studi Ilmu Ekonomi Program Pascasarjana Universitas Airlangga, khususnya angkatan 2003/2004, Pujiono, S.E., M.Si., Ak., Edy Sujana, S.E., M.Si., Ak., Noviansyah Rizal, S.E., MM., Muhammad Alkirom Wildan, S.E., M.Si., Muhammad Nafik H.R., S.E., M.Si., Dr. Andre Dwijanto Witjaksono, S.T., M.Si., Amam Abdullah, Drs., MM., Dr. Hasanuddin Bua, S.E., M.Si., Jusuf Montundu, Drs., M.Si., Christina Esti Susanti, Dra., MM., CPMAP., Dr. Sri Hartini, M.Si., Dr. Harsuko Riniwati, Ir., MP., Dr. Christina Widya Utami, MM., Sem George Oroh, Drs., M.Si., Harti, Dra., M.Si., Dr. Siti Komariyah, S.E., M.Si., Yulianty Ratna Dewi Lukito, S.E., MM., M.Si., Judy Djoko Wahjono Tjahjo, S.E., M.Si., Josaphat Soedarsono, Drs., MS., Dr. Handoyo Wibisono, MM., yang telah bersama-sama mengarungi proses pendidikan Doktor dengan segala suka dan duka.

Secara khusus, penulis menyampaikan rasa terima kasih dan kasih sayang kepada Tri Agustiningasih, S.E., istriku tercinta, serta anakku tersayang Farrel Arteya Kumara, yang dengan penuh pengertian, kesabaran, pengorbanan, dan kesetiaan senantiasa mendo'akan serta memberi semangat dan dorongan kepada penulis selama mengikuti pendidikan program Doktor di Program Pascasarjana Universitas Airlangga hingga mencapai keberhasilan ini. Terima kasih sekali lagi kepada istriku yang telah membantu dengan teliti mengkoreksi tulisan dan tata bahasa Disertasi ini.

Penulis sampaikan rasa hormat dan terima kasih tak terhingga kepada kedua orang tua penulis, ayahandaku Sukar Kartono (Alm) dan Ibunda Katinem, kakak serta seluruh keluarga yang tercinta yang tiada henti-hentinya mendo'akan serta memberi semangat dan dorongan kepada penulis selama mengikuti pendidikan program Doktor di Program Pascasarjana Universitas Airlangga hingga penulis mencapai keberhasilan ini.

Mertuaku Bapak Bambang Paidi Yantoro dan Ibu Ninik Sutirah atas dorongan dan do'anya selama mengikuti pendidikan program Doktor di Program Pascasarjana Universitas Airlangga hingga penulis mencapai keberhasilan ini. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu-persatu yang dengan tulus ikhlas telah memberikan bantuan dan mendo'akan penulis selama mengikuti pendidikan program Doktor di Program Pascasarjana Universitas Airlangga hingga penulis mencapai keberhasilan ini.

Semoga Allah SWT menerima amalannya dan senantiasa memberkahi dengan anugerah dan hidayah, serta perlindungan-Nya kepada kita semua.

Penulis berharap dari keterbatasan yang ada dalam Disertasi ini akan menjadi bahan rujukan dan memiliki implikasi perbaikan penelitian berikutnya, sehingga bermanfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan.

Amin Ya Robbal Alamin.

RINGKASAN

RINGKASAN

Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Aliran Kas Bebas terhadap *Leverage*, Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta *Cost of Equity Capital*

Pelaporan keuangan merupakan cara pengkomunikasian informasi keuangan perusahaan kepada pengguna. Produk akhir sistem pelaporan keuangan suatu perusahaan adalah laporan keuangan. Laporan keuangan menyediakan informasi yang berguna bagi investor dan calon investor, kreditur dan pemakai yang lain dalam pengambilan keputusan investasi, kredit dan keputusan lain yang sejenis yang rasional.

Laporan keuangan didasarkan pada angka-angka akuntansi dapat digunakan untuk penilaian kinerja dan akuntabilitas manajemen. Dalam prakteknya, kompensasi manajemen (gaji dan bonus), promosi dan jaminan kelangsungan perusahaan pada umumnya didasarkan pada angka-angka akuntansi. Kondisi tersebut mendorong manajemen untuk menyajikan laporan keuangan perusahaan yang menarik perhatian bagi pihak yang membutuhkan dengan cara melakukan rekayasa laba.

Manajemen laba didefinisikan sebagai rekayasa laba dengan menaikkan (menurunkan) laba pada komponen akrual yang dilaporkan saat ini dari suatu unit yang menjadi tanggung jawab manajer. Kehadiran pemilik institusional diharapkan menjadi mekanisme yang dapat membatasi perilaku oportunistik manajer. Kepemilikan institusional merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, dana pensiun, atau perusahaan lain). Hasil studi ini menunjukkan bahwa 71,3% perusahaan manufaktur yang diobservasi di Indonesia dimiliki oleh pemilik institusional, artinya kepemilikan terkonsentrasi pada pemilik institusional.

Studi ini didasarkan pada teori keagenan, teori aliran kas bebas, dan teori konsekuensi ekonomi. Teori keagenan mengasumsikan bahwa perusahaan modern memiliki karakteristik pembagian kepemilikan dan pengendalian. Ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas merupakan masalah keagenan dalam kepemilikan saham terkonsentrasi. Institusional sebagai pemilik mayoritas dapat bertindak sesuai kepentingannya sehingga menguntungkan dirinya sendiri, tetapi kemungkinan merugikan pemegang saham minoritas. Pemilik mayoritas dapat menentukan orang-orangnya untuk ditempatkan pada jajaran manajemen atau bahkan menjadi manajer perusahaan itu sendiri. Kondisi ini mendorong pemilik mayoritas untuk meminta manajer membuat kebijakan rekayasa laba sesuai kepentingan pemilik mayoritas, tetapi kemungkinan merugikan pemegang saham minoritas. Namun hal tersebut tidak dilakukan oleh pemilik mayoritas, pemilik mayoritas meminta kepada manajer untuk meminimalisasi rekayasa laba, karena rekayasa laba dianggap sebagai rekayasa negatif. Jika pemegang saham minoritas

mengetahui adanya rekayasa laba yang menguntungkan pemegang saham mayoritas dan manajemen, maka pemegang saham minoritas dan pasar saham akan mendiskon harga saham sehingga akan merugikan pemegang saham mayoritas itu sendiri.

Semakin besar hutang mendorong manajer untuk melakukan rekayasa laba untuk mengelabui kreditor. Penggunaan hutang secara efektif dapat meningkatkan nilai perusahaan, sebaliknya jika manajemen tidak mampu mengelola hutang secara baik maka akan menurunkan nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham.

Konsekuensi ekonomi menjelaskan bahwa meskipun ada implikasi teori efisiensi pasar modal, pilihan kebijakan akuntansi dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan manajer dalam hal ini adalah aliran kas bebas dapat mempengaruhi nilai pemegang saham.

Studi ini bertujuan untuk menguji pengaruh konsentrasi kepemilikan institusional dan aliran kas bebas terhadap *leverage*, manajemen laba, nilai pemegang saham serta *cost of equity capital*. Studi ini didasarkan atas teori keagenan, teori aliran kas bebas, dan konsekuensi ekonomi. Populasi dalam studi ini adalah 100 perusahaan manufaktur yang terdaftar pada PT. Bursa Efek Jakarta yang memenuhi kriteria yang ditentukan. Selanjutnya sampel penelitian adalah 100 perusahaan manufaktur yang terdaftar pada PT. Bursa Efek Jakarta periode tahun 2004-2005.

Pengukuran konsentrasi kepemilikan institusional diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh institusi terhadap total saham perusahaan, aliran kas bebas diukur dengan aliran kas dari operasi-pengeluaran modal-modal kerja, *leverage* diukur dengan total hutang terhadap jumlah modal perusahaan, manajemen laba diukur dengan *discretionary accruals*, nilai pemegang saham diukur dengan rasio nilai pasar saham terhadap nilai buku (*price to book value*), dan *cost of equity capital* diukur dengan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Hasil pengujian menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba, nilai pemegang saham serta *cost of equity capital*, tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba dan nilai pemegang saham. Manajemen laba berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* dan nilai pemegang saham. Nilai pemegang saham berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital*.

SUMMARY

The Effect of Institutional Ownerships Concentration and Free Cash Flows Towards Leverage, Earnings Management, Shareholders Value and Cost of Equity Capital

Financial reporting is manner communicating the financial information of the firm to users. The most important product of the financial reporting system is financial statements. Financial statements should provide information that are useful to potential investors and creditors and other in making rational investment, credit, and similar decisions.

Financial statements consist of accounting numbers are used to evaluate performance and accountability. In the practice, managers are compensated both directly (example salary and bonus) and indirectly (example promotions and job security) depending on accounting numbers. These reasons could motive management to make up financial statements in order to attract shareholders.

Earnings management has been defined as an increasing (decreasing) of discretionary accruals. Institutional ownership existence could be mechanism constrain manager opportunistic behavior. Institutional ownership is firm's share that is owned by institution (assurance, pension or the other firms). This study shown that 71,3% firms manufactured to be owned by institutional, so that mean concentration ownerships at institutional owner.

This study is based on the agency theory, economic consequences, and free cash flow theory. The agency theory assume that one of the most common characteristic of modern firms is the separation between ownerships and control. The expropriation of minority shareholders by those of controlling shareholder is the main agency conflict in firms with concentrated ownership. Institutional ownership as shareholder's majority could conduct that appropriate to interest themselves. These conditions could be pushed by owner majority to ask for decision making manager for discretionary accruals, but may be to the prejudice minority shareholders. However this isn't that didn't conducted by majority owner, because discretionary accruals as negative, if minority shareholders is known discretionary accruals that benefit tendency majority shareholders and management, so minority shareholders and capital market will be discounted security price, so of themselves to be loss.

The bigger of debt push the manager do earning management for deceive to creditor. The used of effective debt can increase corporate value and vice verse. If the management can't manage debt effectively then it will decrease corporate value and stockholder value.

The economic consequences theory explanation that is though implication efficiently theory of capital market, choice of the accounting

policy could be effect value of the firm. The policy manager in this context is free cash flows could be effect shareholders value.

This aimed of this study is to analyze the effect of institutional ownerships concentration and free cash flows on leverage, earnings management, shareholders value and cost of equity capital. This study based on agency theory, free cash flow theory, and economic consequences. The population in this study is 100 firms which are listed at the Jakarta Stock Exchange and derived using some criteria. The sample in this study is 100 firms which are listed at the Jakarta Stock Exchange period 2004-2005.

Measurement of institutional ownerships concentration is measured from percentage of total institution's shares to all of shares, free cash flows is measured by cash from operation activity – capital expenditure – working capital, debt is measured by total debt to total equity, earnings management is measured by discretionary accruals, shareholders value is measured by price to book ratio, cost of equity capital is measured by capital asset pricing model (CAPM).

The result showed that leverage is not significance affected by institutional ownerships concentration. Earnings management is negatively significance affected by institutional ownerships concentration and positively significance affected by leverage. Shareholders value is negatively significance affected by leverage and it's positively significance by free cash flows. Cost of equity capital is positively significance affected by institutional ownerships concentration, earnings management, and shareholders value.

ABSTRACT

ABSTRACT

The Effect of Institutional Ownerships Concentration, Free Cash Flows Towards Leverage, Earnings Management, Shareholders Value and Cost of Equity Capital

This aimed of this study is to analyze the effect of institutional ownerships concentration and free cash flows towards leverage, earnings management, shareholders value and cost of equity capital. This study is based on the agency theory, free cash flow theory, and economic consequences.

This study is performed using field research. Data were collected from The Indonesian Capital Market Directory (ICMD). The population in this study is 100 firms which are listed at the Jakarta Stock Exchange and derived using some criteria. The sample in this study is 100 firms which are listed at the Jakarta Stock Exchange from 2004-2005. This study use Partial Least Square technique.

The result showed that earnings management is negatively affected by institutional ownerships concentration and positively affected by leverage. Shareholders value is negatively affected by leverage. Cost of equity capital is positively affected by institutional ownerships concentration, earnings management, and shareholders value. The findings reject first hypothesis.

The findings might be of interest to investors and creditors to make investment and credit decision. The study contributed to the literature in that has shown that earnings management is driven by shareholders value increasing rather than motive opportunistic management. Institutional ownerships concentration is positively reacted by capital market, so that evidence of them are not expropriation on minority shareholder's and capital market.

Key words: agency theory, concentration institutional ownerships, cost of equity capital, earnings management, economic consequences, free cash flows, leverage, shareholders value.

DAFTAR ISI

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Sampul Depan	i
Halaman Sampul Dalam	ii
Halaman Prasyarat Gelar	iii
Lembar Persetujuan	iv
Lembar Penetapan Panitia Penguji	v
Ucapan Terima Kasih	vi
Ringkasan	ix
<i>Summary</i>	xi
<i>Abstract</i>	xiii
DAFTAR ISI	xiv
DAFTAR TABEL	xvii
DAFTAR GAMBAR	xviii
DAFTAR LAMPIRAN	xix
DAFTAR ISTILAH	xx
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	18
1.3 Tujuan Studi	19
1.4 Manfaat Studi	20
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	23
2.1 Landasan Teori	23
2.1.1 Teori Keagenan	23
2.1.2 <i>Economic Consequences</i>	30
2.1.3 Aliran Kas Bebas (<i>Free Cash Flows</i>)	32
2.1.4 Konsep Pengungkapan Pelaporan Keuangan	33
2.1.5 Konsentrasi Kepemilikan Institusional	37
2.1.6 Konsep Hutang	43
2.1.7 Manajemen Laba (<i>Earnings Management</i>)	44
2.1.8 Nilai Pemegang Saham (<i>Shareholders Value</i>)	56
2.1.9 <i>Cost of Equity Capital</i>	57
2.2 Penelitian Terdahulu	60
2.3 Hubungan antar Variabel Penelitian	65
2.3.1 Hubungan Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan <i>Leverage</i>	65
2.3.2 Hubungan Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Manajemen Laba (<i>Earnings Management</i>)	70
2.3.3 Hubungan Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Nilai Pemegang Saham (<i>Shareholders Value</i>)	79
2.3.4 Hubungan Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan <i>Cost of Equity Capital</i>	84

2.3.5	Hubungan Aliran Kas Bebas (<i>Free Cash Flows</i>) dan Nilai Pemegang Saham (<i>Shareholders Value</i>).....	87
2.3.6	Hubungan <i>Leverage</i> dan Manajemen Laba (<i>Earnings Management</i>).....	91
2.3.7	Hubungan <i>Leverage</i> dan Nilai Pemegang Saham (<i>Shareholders Value</i>)	96
2.3.8	Hubungan Manajemen Laba (<i>Earnings Management</i>) dan Nilai Pemegang Saham (<i>Shareholders Value</i>).....	100
2.3.9	Hubungan Manajemen Laba (<i>Earnings Management</i>) dan <i>Cost of Equity Capital</i>	104
2.3.10	Hubungan Nilai Pemegang Saham (<i>Shareholders Value</i>) dan <i>Cost of Equity Capital</i>	107
BAB 3	KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	112
3.1	Kerangka Konseptual	112
3.2	Hipotesis.....	117
BAB 4	METODE PENELITIAN	119
4.1	Rancangan Penelitian	119
4.2	Populasi dan Sampel	120
4.3	Variabel Penelitian	121
4.3.1	Klasifikasi Variabel	121
4.3.2	Definisi Operasional Variabel	122
4.3.2.1	Konsentrasi Kepemilikan Institusional	122
4.3.2.2	Aliran Kas Bebas (<i>Free Cash Flows</i>)	122
4.3.2.3	<i>Leverage</i>	123
4.3.2.4	Manajemen Laba (<i>Earnings Management</i>)	124
4.3.2.5	Nilai Pemegang Saham (<i>Shareholders Value</i>).....	128
4.3.2.6	<i>Cost of Equity Capital</i>	129
4.4	Periode yang Diteliti dan Prosedur Pengambilan Data	130
4.5	Teknik Analisis	131
4.5.1	Langkah pertama: Pengembangan Model Berbasis Teori.	133
4.5.2	Langkah kedua: Menguji Asumsi yang Melandasi	135
4.5.3	Langkah ketiga: Perhitungan Koefisien Jalur Pengaruh Langsung dan tidak Langsung serta Pengaruh Total antar Variabel Penelitian	136
4.6.4	Langkah keempat: Interpretasi (Pengujian) Hasil	136
BAB 5	ANALISIS HASIL STUDI	137
5.1	Data Penelitian	137
5.1.1	Deskripsi Variabel	138
5.2	Analisis dan Hasil Studi	144
5.2.1	Pengujian Linearitas	144
5.2.2	Asumsi Rekursif	145
5.2.3	Evaluasi Model	145
5.2.4	Hasil Pengujian	147
5.2.4.1	Pengujian Model	147

5.3	Hasil Pengujian Hipotesis	151
5.4	Pengujian Pengaruh Langsung, Pengaruh tidak Langsung, dan Pengaruh Total antar Variabel Penelitian	158
BAB 6	PEMBAHASAN	162
6.1	Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional terhadap <i>Leverage</i>	162
6.2	Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional terhadap Manajemen Laba (<i>Earnings Management</i>)	168
6.3	Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Pemegang Saham (<i>Shareholders Value</i>)	176
6.4	Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional terhadap <i>Cost of Equity Capital</i>	181
6.5	Pengaruh Aliran Kas Bebas (<i>Free Cash Flows</i>) terhadap Nilai Pemegang Saham (<i>Shareholders Value</i>)	185
6.6	Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap Manajemen Laba (<i>Earnings Management</i>).....	192
6.7	Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap Nilai Pemegang Saham (<i>Shareholders Value</i>).....	196
6.8	Pengaruh Manajemen Laba (<i>Earnings Management</i>) terhadap Nilai Pemegang Saham (<i>Shareholders Value</i>) ...	201
6.9	Pengaruh Manajemen Laba (<i>Earnings Management</i>) terhadap <i>Cost of Equity Capital</i>	207
6.10	Pengaruh Nilai Pemegang Saham (<i>Shareholders Value</i>) terhadap <i>Cost of Equity Capital</i>	210
6.11	Pengaruh Langsung, Pengaruh tidak Langsung, dan Pengaruh Total antar Variabel Penelitian	214
6.12	Temuan Disertasi	217
6.13	Keterbatasan Studi	228
BAB 7	PENUTUP	231
7.1	Kesimpulan	231
7.2	Saran	242
7.2.1	Bagi Perusahaan	242
7.2.2	Bagi Regulator	242
7.2.3	Bagi Investor	243
7.2.4	Bagi Publik	244
	DAFTAR PUSTAKA	245
	LAMPIRAN	264

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 5.1 Statistik Deskriptif	138
Tabel 5.2 Uji Linearitas	144
Tabel 5.3 Uji Asumsi Rekursif	145
Tabel 5.4 Hasil Perhitungan Manajemen Laba	146
Tabel 5.5 Pengujian Koefisien Jalur	148
Tabel 5.6 Pengujian Pengaruh Langsung	159
Tabel 5.7 Pengujian Pengaruh tidak Langsung	160
Tabel 5.8 Pengujian Pengaruh Total	161

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 3.1 Kerangka Proses Berpikir	113
Gambar 3.2 Kerangka Konseptual	115
Gambar 4.1 Pengembangan Model dan Pembangunan Jalur	134
Gambar 5.1 Koefisien Jalur Model Penelitian	150

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 : Peta Teori	264
Lampiran 2 : Daftar Nama Perusahaan	283
Lampiran 3 : Hasil Perhitungan Manajemen Laba	286
Lampiran 4 : Data Penelitian	289
Lampiran 5 : Statistik Deskriptif	298
Lampiran 6a : Uji Linearitas Variabel Endogen <i>Leverage</i>	299
Lampiran 6b : Uji Linearitas Variabel Endogen Manajemen Laba	299
Lampiran 6c : Uji Linearitas Variabel Endogen Nilai Pemegang Saham.	299
Lampiran 6d : Uji Linearitas Variabel Endogen <i>Cost of Equity Capital</i> ..	299
Lampiran 7a : Uji Asumsi Rekursif Variabel Endogen Manajemen Laba	300
Lampiran 7b : Uji Asumsi Rekursif Variabel Endogen Nilai Pemegang Saham	300
Lampiran 7c : Uji Asumsi Rekursif Variabel Endogen <i>Cost of Equity Capital</i>	300
Lampiran 8 : Hasil Pengujian Hipotesis dengan PLS	301
Lampiran 9 : Hasil Pengujian Pengaruh Langsung, Pengaruh tidak Langsung, dan Pengaruh Total antar Variabel Penelitian .	319
Lampiran 10 : Ringkasan Pengujian Hipotesis	320
Lampiran 11 : Penelitian Empirik yang Menjelaskan Hubungan antar Variabel	322

DAFTAR ISTILAH

<i>Agency cost</i>	: Biaya keagenan
<i>Agency theory</i>	: Teori keagenan
<i>Cost of equity capital</i>	: Biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik
<i>Earning, Income</i>	: Laba
<i>Earnings management</i>	: Manajemen laba
<i>Economics consequences</i>	: Konsekuensi ekonomi
<i>Firm value</i>	: Nilai perusahaan
<i>Free cash flows</i>	: Aliran kas bebas
<i>Good corporate governance</i>	: Tata kelola perusahaan yang baik
<i>Income decreasing</i>	: Rekayasa manajemen untuk menurunkan laba yang dilaporkan dari yang seharusnya
<i>Income increasing</i>	: Rekayasa manajemen untuk menaikkan laba yang dilaporkan dari yang seharusnya
<i>Political cost</i>	: Biaya politik
<i>Shareholders value</i>	: Nilai pemegang saham
<i>Shirking</i>	: Mencari kambing hitam atas kesalahan yang diluar jangkauan wewenangnya
<i>Signaling</i>	: Pensinyalan

BAB 1

PENDAHULUAN

BAB 1

PENDAHULUAN



1.1 Latar Belakang

Isu utama studi ini adalah mempertanyakan apakah konsentrasi kepemilikan institusional dan aliran kas bebas (*free cash flows*) mampu diandalkan dalam mengelola perusahaan. Kalau memang dapat diandalkan apakah konsentrasi kepemilikan institusional dan aliran kas bebas (*free cash flows*) mempengaruhi *leverage*, manajemen laba (*earnings management*), nilai pemegang saham (*shareholders value*), serta *cost of equity capital*.

Cost of equity capital (COC) merupakan *cost* yang dikeluarkan untuk membiayai sumber pembelanjaan (*source of financing*) (Modigliani and Miller, 1958). Kedua orang tersebut merupakan pihak yang pertama kali mendefinisikan *cost of equity capital* dalam literatur keuangan. *Cost of equity capital* dapat diidentifikasi sebagai tingkat *return* minimum yang disyaratkan oleh penggunaan modal atas investasi (Mardiyah, 2002). *Cost of equity capital* berkaitan dengan risiko investasi saham perusahaan. Suatu perusahaan dapat memperoleh modal ekuitas dengan dua cara, yaitu laba ditahan dan mengeluarkan saham baru (Weston and Copeland, 1996:86). Selanjutnya dalam studi ini yang dimaksud dengan *cost of equity capital* merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (investor, pemerintah, kreditor, dan masyarakat umum).

perlindungan hukum yang memadai, pemegang saham mayoritas dapat melakukan aktivitas yang menguntungkan dirinya sendiri dan merugikan pemegang saham minoritas. Shleifer *and* Vishny (1997) menyatakan bahwa untuk mengatasi konflik keagenan seperti tersebut di atas, maka salah satu caranya adalah melalui pengelolaan perusahaan yang baik (*good corporate governance*). Dengan prinsip-prinsip pengelolaan tersebut diharapkan pemegang saham mayoritas selalu berbagi informasi dengan pemegang minoritas. Sehingga tidak ada lagi pihak-pihak yang dirugikan karena tidak ada pihak yang memiliki informasi superior dibanding yang lainnya.

Dalam perspektif teori keagenan, kepemilikan institusional menjadi mekanisme yang efektif dalam melakukan pengawasan terhadap manajer. Karena investor institusional memiliki perangkat yang canggih dibanding investor lainnya dalam menganalisis laporan keuangan perusahaan maupun dalam mengawasi manajer. Adanya pengawasan tersebut mendorong manajer menggunakan hutang pada tingkat yang rendah karena untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya kebangkrutan perusahaan.

Kebijakan hutang merupakan salah satu alternatif pendanaan selain menjual saham di pasar modal. Tetapi keberadaan hutang justru bisa menjadi cerminan bahwa kinerja saham perusahaan kurang bagus. Artinya kalau memang saham perusahaan diminati oleh pasar saham (investor) yang ditunjukkan oleh peningkatan yang signifikan volume perdagangan dan harga saham, seharusnya perusahaan tidak perlu lagi mencari pendanaan melalui hutang. Tetapi masalahnya saham yang benar-benar dimiliki oleh publik selama periode pengamatan tahun 2004-2005 hanya sekitar 14,40%.

Selebihnya didominasi oleh *insider* atau terkonsentrasi oleh pemilik institusional maupun individual. Jadi keberadaan kepemilikan institusional berdampak terhadap kebijakan hutang sebagai mekanisme pengawasan terhadap manajer.

Di sisi lain berdasarkan teori konsekuensi ekonomi (*economic consequences*) pilihan kebijakan akuntansi dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan akuntansi dalam hal ini adalah kebijakan hutang perusahaan. Kalau kebijakan hutang ini bisa dipergunakan secara efektif dan efisien maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Tetapi apabila dilakukan dengan dalih untuk menarik perhatian para kreditor, maka justru memicu bagi manajer untuk melakukan manajemen laba.

Pengungkapan laporan keuangan tahunan merupakan sumber informasi bagi investor untuk membuat keputusan investasi (Chang *et al.*, 1983). Konsentrasi kepemilikan institusional dan aliran kas bebas termasuk yang seharusnya diungkap secara jelas pada pelaporan keuangan tahunan perusahaan. Keputusan investor sangat dipengaruhi oleh luasnya pengungkapan yang merupakan cermin kualitas laporan keuangan. Pengaruh transparansi pengungkapan pelaporan keuangan yang merupakan indikator *corporate governance* terhadap *cost of equity capital* belum terungkap dengan baik, atau meskipun ada hasilnya tidak konsisten. Berdasarkan *review* yang dilakukan oleh Healy and Palepu (2001), ada dua pendapat berkaitan tentang pengaruh pengungkapan terhadap *cost of equity capital*. Pertama, peningkatan tingkat pengungkapan berhubungan negatif dengan *cost of equity capital*, artinya peningkatan pengungkapan akan menurunkan

asimetri informasi sehingga meningkatkan permintaan sekuritas perusahaan dan meningkatkan harga pasar sehingga mengurangi *cost of equity capital*, sebagaimana yang ditemukan oleh Botosan (1997), Botosan and Plumlee (2000), Botosan and Plumlee (2001), Mardiyah (2002), Murni (2003), Khomsiyah (2003), Chen *et al.* 2004), Francis and Olsson (2005), Lambert and Verrechia (2005). Kedua, teori yang mendukung hubungan positif antara tingkat pengungkapan dengan *cost of capital*. Handa and Linn (1993), Coles *et al.* (1995), dan Clarkson *et al.* (1996) menyatakan bahwa peningkatan pengungkapan akan mengurangi estimasi risiko sehingga *return* meningkat. Dengan demikian *cost of equity capital* juga meningkat. Argumentasinya pengungkapan meningkatkan biaya pemrosesan pasar. Biaya pemrosesan agregat dari partisipan pasar ini akan mempengaruhi likuiditas pasar. Jika biaya pemrosesan tinggi karena asimetri informasi meningkat, maka pasar menjadi kurang likuid. Penurunan likuiditas dan peningkatan asimetri informasi ini akan membawa pada harga sekuritas yang tinggi, sehingga *cost of capital* juga meningkat. Beberapa peneliti menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara asimetri informasi dan *cost of capital* (Diamond and Verrechia, 1991), (Handa and Linn, 1993), (Komalasari dan Baridwan, 2000), (Mardiyah, 2002), (Murni, 2003), dan (Khomsiyah, 2003). Dalam realita, biasanya satu pihak memiliki keuntungan informasi yang lebih banyak dibanding yang lain. Kenyataan inilah yang disebut asimetri informasi (Scott, 2003:7-13). Dengan adanya asimetri informasi berarti ada pihak yang memiliki informasi superior dibanding lainnya.

Informasi yang disajikan dalam laporan keuangan akan dapat dipahami dan tidak menimbulkan salah interpretasi apabila laporan keuangan tersebut dilengkapi dengan pengungkapan yang memadai. *Statement of Financial Accounting Concept* (SFAC) Nomor 1 (FASB, 1978:5183-5184), menyatakan bahwa laporan keuangan harus menyediakan informasi yang berguna bagi investor dan calon investor, kreditor dan pemakai yang lain dalam pengambilan keputusan investasi, kredit dan keputusan lain yang sejenis dan rasional. Konsep yang paling sering dipraktekkan adalah pengungkapan yang cukup (*adequate disclosure*), yaitu pengungkapan minimum yang disyaratkan oleh peraturan yang berlaku, dimana pada tingkat pengungkapan ini informasi yang disajikan tidak berlebihan namun juga tidak kurang sehingga tidak menyesatkan orang yang membacanya.

Pemegang saham akan melakukan pengawasan terhadap manajemen namun bila biaya pengawasan tersebut tinggi maka pemegang saham akan menggunakan pihak ketiga (*debtholders* atau *bondholders*) untuk membantu melakukan pengawasan. Pihak ketiga yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut. Syarat-syarat perjanjian hutang (*debt covenant*) merupakan mekanisme yang biasa dilakukan oleh pihak ketiga (*debt holders*) dalam melakukan pengawasan.

Konsentrasi kepemilikan institusional pada suatu perusahaan yang menerapkan *good corporate governance* berguna untuk mengatasi konflik keagenan dan akan menekan terjadinya asimetri informasi antara pemegang

saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. *Good corporate governance* merupakan suatu cara untuk menjamin bahwa manajemen bertindak yang terbaik untuk kepentingan *stakeholders*. Karenanya dengan *good corporate governance* berarti kemampuan untuk memperoleh untung mengenai informasi yang lebih banyak dibanding yang lain (*adverse selection problem*) dapat dikurangi. Konsentrasi kepemilikan institusional juga akan membatasi insentif bagi manajer untuk melakukan manipulasi laba melalui manajemen laba. *Good corporate governance* merupakan tata kelola perusahaan yang menerapkan prinsip-prinsip keterbukaan (*transparency*), akuntabilitas (*accountability*), pertanggungjawaban (*responsibility*), independensi (*independency*), dan kewajaran (*fairness*). Shleifer and Vishny (1997) menyatakan bahwa *good corporate governance* merupakan mekanisme yang dapat melindungi pihak-pihak minoritas (*outside investor/minority shareholders*) dari pengambilalihan (*expropriation*) yang dilakukan oleh para manajer dan pemegang saham pengendali (*insider*) dengan penekanan pada mekanisme legal.

Fenomena beberapa perusahaan di Indonesia dapat dikendalikan oleh pemegang saham pengendali dalam bentuk kepemilikan terkonsentrasi adalah benar adanya. Hasil penelitian La Porta *et al.* (1999) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan publik di Indonesia memiliki konsentrasi kepemilikan. Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) menyadari fenomena ini yang tercermin dalam Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) Nomor 38 tentang akuntansi restrukturisasi entitas sepengendali. Dengan adanya pemegang saham pengendali dalam hal ini kepemilikan yang terkonsentrasi

dimungkinkan menggunakan kekuasaan (*power*) untuk menentukan kebijakan keuangan dan operasi perusahaan dengan tujuan untuk memperoleh manfaat privat. Atas dasar hal tersebut dibutuhkan konsep kepemilikan institusional yang didasarkan pada mekanisme *good corporate governance*, sehingga harapannya tidak ada yang memiliki informasi superior tentang kondisi perusahaan. Dengan demikian bisa melindungi kemungkinan terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas oleh pemegang saham mayoritas. Ekspropriasi merupakan cara memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000b). Ekspropriasi dapat dilakukan oleh pemegang saham mayoritas melalui kebijakan perusahaan. Salah satu kebijakan tersebut adalah kebijakan manajer untuk melakukan manajemen laba.

Terdapat beberapa peneliti yang meneliti hubungan antara kepemilikan insititutional dengan manajemen laba yang hasilnya ternyata tidak konsisten. Jiambalvo *et al.* (1996), Bushee (1998a, 1998b), Rajgopal (1999), Mitra (2002), Midiastuty dan Machfoedz (2003), Hsu and Koh (2005), Pizarro *et al.* (2006), Liu and Peng (2006), dan Herawati (2007) menemukan bahwa mekanisme kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan manajemen laba. Di samping itu ternyata terdapat hasil penelitian yang hasilnya bertolak belakang dengan hasil seperti tersebut di atas. Boediono (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap manajemen laba. Artinya semakin tinggi kepemilikan institusional, maka makin tinggi besaran manajeme laba.

Koefisien yang bertanda positif kepemilikan institusional terhadap manajemen laba menandakan lemahnya pengaruh kepemilikan institusional. Sedangkan penelitian Darmawati (2003) tidak menemukan adanya hubungan antara pengelolaan laba dengan kepemilikan institusional. Atas dasar ketidak konsistenan hasil penelitian tersebut di atas maka penelitian ini mencoba untuk menguji kembali.

Di samping tersebut di atas, konsentrasi kepemilikan institusional juga mempengaruhi nilai perusahaan yang selanjutnya juga berdampak terhadap nilai pemegang saham. Nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat pengawasan yang efektif (Slovin *and* Sushka, 1993). Teori keagenan menyatakan bahwa pemegang saham mayoritas akan berusaha meningkatkan nilai pemegang saham. Sedangkan Pizarro *et al.* (2006) dan Bjuggren *et al.* (2007) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Di sisi lain terdapat hasil penelitian yang hasilnya bertolak belakang dengan penelitian tersebut di atas. Demsetz *and* Lehn (1985) dan Demsetz *and* Villalonga (2001) menemukan hasil yang berbeda yaitu tidak ada hubungan antara struktur kepemilikan dan profit perusahaan sebagai proksi *firm value*. Perbedaan penelitian tersebut perlu dikaji kembali, tetapi dengan menghubungkan konsentrasi kepemilikan institusional dengan nilai pemegang saham.

Penelitian Ashbaugh *et al.* (2004) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berhubungan negatif dengan *cost of equity capital* pada perusahaan yang menerapkan *good corporate governance*. Peran aktif

investor institusional merupakan mekanisme yang dapat digunakan untuk menurunkan biaya keagenan yang selanjutnya dapat digunakan untuk menurunkan *cost of equity capital*. Menurut teori keagenan untuk mengatasi masalah ketidakselarasan kepentingan antara manajer/agen dan pemilik salah satunya melalui pengelolaan perusahaan yang baik.

Di sisi lain, apabila keberadaan pemegang saham mayoritas memiliki kendali mutlak yang selanjutnya merugikan pemegang saham minoritas, maka memicu memperbesar asimetri informasi diantara pemegang saham. Asimetri informasi akan menyebabkan *cost of equity capital* meningkat. Hal ini terjadi karena beberapa orang manajer dan *insider* lain lebih tahu tentang kondisi perusahaan sekarang dan prospeknya di masa mendatang dari pada investor atau pihak luar sehingga dalam praktek banyak cara untuk dapat mengeksploitasi keuntungan informasi di atas kerugian yang lain. Dengan demikian biaya pemrosesan dari para partisipan pasar akan meningkat dan hal ini akan mempengaruhi likuiditas pasar. Jika biaya pemrosesan tinggi, maka pasar menjadi kurang likuid. Penurunan likuiditas dan peningkatan asimetri informasi ini akan membawa dampak pada biaya transaksi yang tinggi, sehingga biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*) juga meningkat.

Hipotesis perjanjian hutang (*debt covenant hypothesis*) menyatakan bahwa manajer termotivasi melakukan manajemen laba untuk menghindari pelanggaran perjanjian hutang. Scott (2003:384) menyatakan bahwa praktik perataan laba yang merupakan salah satu bentuk manajemen laba sering

dilakukan oleh perusahaan ketika manajemen menghadapi paksaan dari kreditor dengan cara mengubah metode akuntansinya. Dengan semakin besarnya rasio *leverage* mengakibatkan risiko yang ditanggung oleh pemilik modal juga akan semakin meningkat. Perusahaan yang mempunyai *rasio leverage* tinggi akibat besarnya hutang dibandingkan dengan aktiva yang dimiliki perusahaan cenderung melakukan *earnings management* karena perusahaan terancam *default* yaitu tidak dapat memenuhi kewajiban membayar hutang pada waktunya. Jadi semakin besar rasio *leverage*, maka risiko yang ditanggung oleh pemilik modal juga akan semakin meningkat.

Firth and Smith (1992) menyatakan bahwa rasio *leverage* yang tinggi akan menyebabkan laba perusahaan sulit diprediksi. Atas dasar hal tersebut menjadi pemicu bagi manajemen untuk melakukan manajemen laba. Dechow *et al.* (1995) dan Jones and Sharma (2001) menunjukkan bahwa *debt motivation* yang salah satu proksinya adalah *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap manajemen laba. Artinya perusahaan yang memiliki rasio hutang yang tinggi akan berusaha untuk melakukan manajemen laba.

Penelitian Herry dan Hamin (2005) menunjukkan bahwa *leverage* menyebabkan peningkatan nilai perusahaan (*value enhancing*). Pengaruh ini disebabkan oleh penggunaan aktiva perusahaan yang sebagian besar dibiayai dengan hutang secara efektif. Penggunaan secara efektif ini akan menghasilkan *profit* yang akhirnya berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Namun hasil *review* Kinsman and Newman (1998) pada beberapa penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat hutang

ternyata berhubungan negatif dengan kinerja perusahaan. Hal tersebut ternyata disebabkan bahwa pendanaan hutang tidak berhasil meningkatkan likuiditas pasar saham. Artinya saham perusahaan kurang diminati investor yaitu turunnya volume perdagangan saham dan harga saham rendah. Selanjutnya akan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham.

Kecenderungan manajemen untuk melakukan manipulasi laba melalui manajemen laba bisa dikendalikan apabila perusahaan memberikan pengungkapan secara transparan. Manajer akan mengungkap secara transparan apabila ada penerapan *good corporate governance*. Dari penjelasan tersebut dapat dikatakan bahwa manajemen laba akan lebih mudah dideteksi pada laporan keuangan yang lebih banyak mengungkap informasi, sehingga manajer perusahaan tersebut tidak terlalu termotivasi untuk melakukan manajemen laba. Hunton *et al.* (2004) menemukan bahwa pelaporan keuangan yang lebih transparan akan menurunkan usaha manajemen laba atau mengubah fokus usaha manajemen laba. Temuan yang tidak jauh berbeda dilakukan oleh Francis *et al.* (2005) yang menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki kualitas akrual yang baik mempunyai pengungkapan sukarela yang lebih luas dalam laporan tahunannya dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang kualitas akrualnya jelek.

Penman (2004:43) menyatakan bahwa salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham melalui dividen dan meningkatkan harga saham. Nilai aliran kas bebas tinggi menunjukkan



kinerja perusahaan tinggi. Aliran kas bebas tinggi menggambarkan pertumbuhan kas masa depan. Kinerja perusahaan tinggi menunjukkan nilai pemegang saham yang direfleksikan dengan *return* juga tinggi bagi pemegang saham melalui dividen, harga saham atau laba ditahan yang diinvestasikan di masa depan. Penelitian Hail and Leuz (2005) menunjukkan bahwa berdasarkan data *cross sectional* aliran kas meningkatkan perusahaan untuk mengeksploitasi kemampuannya dan menghasilkan kesempatan pertumbuhan yang baik.

Motivasi manajer dalam melakukan manajemen laba tidak mudah untuk dideteksi. Motivasi untuk memaksimalkan nilai perusahaan merupakan fenomena menarik untuk dikaji dalam penelitian ini. Chaney and Lewis (1994) menunjukkan bahwa manajemen laba berpengaruh terhadap nilai perusahaan ketika manajer berusaha memaksimalkan nilai perusahaan dan terdapat asimetri informasi antara manajer dan pemilik. Namun sebaliknya Zhang *et al.* (2004) menemukan bahwa nilai perusahaan berhubungan terbalik dengan perataan laba yang merupakan proksi manajemen laba. Temuan tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi manajemen laba maka semakin rendah nilai perusahaan. Dari dua hasil penelitian tersebut yang hasilnya tidak konsisten menarik untuk diteliti lebih lanjut tentang dampak manajemen laba terhadap nilai pemegang saham.

Manajemen laba berdampak terhadap *cost of equity capital*. Tindakan manipulasi laba melalui manajemen laba berarti manajemen telah mengelabui investor, manajemen berusaha menyembunyikan kecurangan perusahaan di masa mendatang. Tindakan demikian merugikan investor

sebagai pemilik. Manajemen melakukan rekayasa yang seolah-olah kinerjanya bagus, padahal yang terjadi adalah sebaliknya. Akibatnya investor harus membayar mahal atas investasinya, sehingga akan berdampak pada *cost of equity capital* yang meningkat. Francis *et al.* (2004) menunjukkan bahwa kualitas akrual yang merupakan proksi manajemen laba berpengaruh positif terhadap *cost of equity capital*.

Nilai pemegang saham bisa digunakan untuk mengestimasi risiko atau memprediksi *cost of equity capital* di masa depan. Huang (2004) melakukan penelitian di pasar modal Amerika Serikat menemukan bahwa hak pemegang saham yang lemah sesungguhnya menjadi faktor yang merugikan perusahaan yang selanjutnya berdampak pada meningkatnya *cost of equity capital*. Namun terdapat hasil penelitian yang bertolak belakang dengan hasil penelitian seperti tersebut di atas. Cheng *et al.* (2006) menunjukkan bahwa hak yang diberikan kepada pemegang saham berpengaruh terhadap *cost of equity capital* dalam hubungan negatif. Artinya semakin kuat hak yang diberikan kepada para pemegang saham semakin rendah *cost of equity capital*. Namun penelitian Cheng *et al.* belum mengungkap lebih jauh tentang nilai pemegang saham dan belum banyak peneliti yang mengkaji keterkaitan langsung antara nilai pemegang saham dengan *cost of equity capital*. Semakin tinggi nilai pemegang saham berarti ada jaminan bahwa hak para pemegang saham tidak terabaikan. Karena di dalam nilai pemegang saham terdapat hak para pemegang saham. Hak yang diberikan kepada para pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan yang secara otomatis nilai pemegang saham juga meningkat.

Nilai pemegang saham yang meningkat artinya menurunkan risiko yang ditanggung para investor. Dengan demikian bukan hanya hak pemegang saham tetapi nilai pemegang saham yang diduga juga berpengaruh terhadap *cost of equity capital*.

Berdasarkan kajian empiris dan teoritis di atas, variabel yang akan diuji dalam penelitian ini adalah konsentrasi kepemilikan institusional, aliran kas bebas, *leverage*, manajemen laba, nilai pemegang saham, dan *cost of equity capital*. Mengacu pada teori keagenan jika terdapat pemegang saham mayoritas (terkonsentrasi), maka menyebabkan konsentrasi kepemilikan memiliki kendali mutlak sehingga dapat melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya tetapi merugikan pemegang saham minoritas. Di sisi lain keberadaan konsentrasi kepemilikan institusional yang menerapkan *good corporate governance* akan membatasi manajer melakukan manajemen laba yang selanjutnya berdampak meningkatkan nilai pemegang saham dan menurunkan risiko sehingga berpengaruh terhadap *cost of equity capital*. Aliran kas bebas memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi nilai perusahaan. Keberadaan hutang (rasio *leverage*) juga memicu manajer melakukan manajemen laba karena adanya dampak kemungkinan perusahaan tidak mampu membayar hutang-hutangnya. Tetapi penggunaan hutang yang efisien justru akan meningkatkan nilai pemegang saham. Semakin tinggi nilai pemegang saham berarti estimasi risiko di masa depan semakin rendah. Dengan demikian nilai pemegang saham akan mempengaruhi *cost of equity capital*.

Di samping untuk mengkonfirmasi ketidakkonsistenan hasil penelitian sebelumnya, penelitian ini bermaksud untuk mengembangkan penelitian sebelumnya seperti dijelaskan di atas. Adapun hal penting yang membedakan studi ini dengan penelitian sebelumnya adalah sebagai berikut:

1. Telah banyak penelitian sebelumnya yang mengkaji pengaruh kepemilikan institusional terhadap manajemen laba dan *cost of equity capital*, namun beberapa penelitian sebelumnya hasilnya berbeda antara hasil penelitian yang satu dengan lainnya.
2. Penelitian sebelumnya menggunakan struktur kepemilikan institusional yang terdapat kepemilikan menyebar (Herawati, 2007). Sementara penelitian ini menggunakan konsentrasi kepemilikan institusional sebagaimana temuan La Porta *et al.* (1999) yang menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan publik di Indonesia memiliki konsentrasi kepemilikan yang terkonsentrasi.
3. Penelitian sebelumnya mengkaji pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai perusahaan (Jones and Sharma, 2001). Sementara penelitian ini merupakan pengembangan penelitian sebelumnya dengan menganalisis pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham.
4. Penelitian sebelumnya yang mengkaji pengaruh *leverage* terhadap manajemen laba dilakukan oleh Healy (1985), Jones (1991), Firth and Smith (1992), Dechow *et al.* (1995), Achmad *et al.* (2007). Penelitian ini mengembangkan penelitian sebelumnya dengan menganalisis pengaruh langsung *leverage* terhadap manajemen laba dan nilai pemegang saham.

5. Penelitian sebelumnya mengkaji pengaruh hak pemegang saham terhadap *cost of equity capital* (Huang, 2004) dan Cheng *et al.* (2006). Penelitian ini mengembangkan penelitian sebelumnya dengan menganalisis pengaruh nilai pemegang saham terhadap *cost of equity capital*.

Kepemilikan saham pada pasar modal Indonesia memiliki karakteristik khusus yang berbeda dengan pasar modal yang sudah maju dan efisien. Perbedaan tersebut adalah kepemilikan perusahaan publik di Indonesia masih terkonsentrasi pada pemilik tertentu. Hal ini memunculkan aplikasi teori agensi yang berbeda dengan pasar modal yang terdapat kepemilikan sahamnya menyebar pada banyak pemegang saham. Pada kondisi kepemilikan saham terkonsentrasi pada pemilik tertentu maka konflik yang terjadi adalah antara pemegang saham mayoritas dan minoritas.

Hasil studi empirik terdahulu menunjukkan ketidakkonsistenan pengaruh variabel kepemilikan institusional dan aliran kas bebas terhadap *leverage*, manajemen laba, nilai pemegang saham serta *cost of equity capital*. Selain kesenjangan hasil penelitian empirik juga terdapat kesenjangan teoritik yang digunakan untuk menjelaskan keterhubungan antar variabel.

Teori konsekuensi ekonomi menjelaskan bahwa atas pilihan kebijakan akuntansi yang dipilih oleh manajer maka akan mempengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan akuntansi dalam hal ini adalah kebijakan hutang. Di sisi lain manajer juga berusaha untuk menyakinkan para kreditor. Tindakan tersebut bisa memotivasi manajer untuk melakukan manajemen

laba. Manajemen laba bisa dipicu atas perilaku oportunistik manajer dan sinyal bagi para pemegang saham. Perilaku oportunistik dilakukan apabila manajemen laba bertujuan untuk mengejar keuntungan manajer itu sendiri. Kalau bertujuan memberikan sinyal yang baik maka akan meningkatkan nilai pemegang saham dan menurunkan *cost of equity capital* dalam bentuk pasar mereaksi dengan meningkatnya likuiditas pasar saham dan harga saham. Tetapi disisi lain ada anggapan bahwa nilai pemegang saham identik dengan besarnya biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya maka selanjutnya pada bagian ini peneliti menyusun suatu rumusan masalah penelitian sebagai berikut:

1. Apakah konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *leverage*?
2. Apakah konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh terhadap manajemen laba (*earnings management*)?
3. Apakah konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*)?
4. Apakah konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *cost of equity capital*?
5. Apakah aliran kas bebas (*free cash flows*) berpengaruh terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*)?

6. Apakah *leverage* berpengaruh terhadap manajemen laba (*earnings management*)?
7. Apakah *leverage* berpengaruh terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*)?
8. Apakah manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*)?
9. Apakah manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh terhadap *cost of equity capital*?
10. Apakah nilai pemegang saham (*shareholders value*) berpengaruh terhadap *cost of equity capital*?

1.3 Tujuan Studi

Berdasarkan latar belakang masalah dan rumusan masalah, maka tujuan studi ini adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis dan menunjukkan hasil secara empiris pengaruh konsentrasi kepemilikan institusional terhadap *leverage*.
2. Menganalisis dan menunjukkan hasil secara empiris pengaruh konsentrasi kepemilikan institusional terhadap manajemen laba (*earnings management*).
3. Menganalisis dan menunjukkan hasil secara empiris pengaruh konsentrasi kepemilikan institusional terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*).
4. Menganalisis dan menunjukkan hasil secara empiris pengaruh konsentrasi kepemilikan institusional terhadap *cost of equity capital*.

5. Menganalisis dan menunjukkan hasil secara empiris pengaruh aliran kas bebas (*free cash flows*) terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*).
6. Menganalisis dan menunjukkan hasil secara empiris pengaruh *leverage* terhadap manajemen laba (*earnings management*).
7. Menganalisis dan menunjukkan hasil secara empiris pengaruh *leverage* terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*).
8. Menganalisis dan menunjukkan hasil secara empiris pengaruh manajemen laba (*earnings management*) terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*).
9. Menganalisis dan menunjukkan hasil secara empiris pengaruh manajemen laba (*earnings management*) terhadap *cost of equity capital*.
10. Menganalisis dan menunjukkan hasil secara empiris pengaruh nilai pemegang saham (*shareholders value*) terhadap *cost of equity capital*.

1.4 Manfaat Studi

Studi ini diharapkan memberikan sumbangan baik untuk pengembangan ilmu pengetahuan, praktisi dan penelitian berikutnya.

1.4.1 Sumbangan untuk Ilmu Pengetahuan

Studi ini diharapkan memberikan kontribusi pada teori keagenan, teori aliran kas bebas dan teori konsekuensi ekonomi yang meliputi:

1. Memberikan kontribusi yang memperkuat teori keagenan dengan menunjukkan secara empiris apakah konsentrasi kepemilikan

institusional mampu membatasi peluang bagi manajer untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*).

2. Memberikan kontribusi yang memperkuat teori keagenan khususnya tentang hipotesis perjanjian hutang (*debt covenant hypothesis*) yang pada umumnya memicu manajer untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*).
3. Memberikan kontribusi yang memperkuat teori keagenan khususnya tentang konsekuensi ekonomi (*economic consequences*) yang menyatakan bahwa pilihan kebijakan akuntansi yang dalam hal ini aliran kas bebas (*free cash flows*), *leverage*, dan manajemen laba (*earnings management*) mempengaruhi nilai perusahaan yang juga berarti mempengaruhi nilai pemegang saham (*shareholders value*).

1.4.2 Sumbangan untuk Praktisi

Studi ini diharapkan memberikan kontribusi secara praktis yang meliputi :

1. Perusahaan memperoleh bukti empiris apakah konsentrasi kepemilikan institusional mampu menekan adanya konflik antara pemegang saham mayoritas (terkonsentrasi) dengan pemegang saham minoritas. Jika konsentrasi kepemilikan institusional justru mampu meningkatkan nilai pemegang saham (*shareholders value*), maka hal ini bisa dijadikan suatu cerminan bahwa konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas bisa diminimalisasi.

2. Perusahaan memperoleh bukti empiris pengaruh konsentrasi kepemilikan institusional dan aliran kas bebas (*free cash flows*) terhadap *leverage*, manajemen laba (*earnings management*), nilai pemegang saham (*shareholders value*) serta *cost of equity capital*.
3. Memberikan kontribusi kepada Ikatan Akuntan Indonesia (IAI), Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) maupun Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk membuat kebijakan tentang perlunya pengungkapan konsentrasi kepemilikan saham perusahaan publik pada pelaporan keuangan tahunan.

1.4.3 Sumbangan untuk Penelitian Berikutnya

Studi ini diharapkan memberikan kontribusi bagi penelitian berikutnya yang meliputi:

1. Secara metodologi memberikan kontribusi tentang penentuan sampel dengan menggunakan dimensi waktu tahun tertentu pada perusahaan manufaktur yang terdapat konsentrasi kepemilikan institusional.
2. Memberikan kontribusi dalam pengukuran-pengukuran seperti konsentrasi kepemilikan institusional, aliran kas bebas (*free cash flows*), *leverage*, manajemen laba (*earnings management*), nilai pemegang saham (*shareholders value*), dan *cost of equity capital*.

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

Masalah yang telah dirumuskan pada bab 1 akan dipertajam pada bab ini dengan penjelasan dari studi teoritik, konsep dan studi empirik dari penelitian sebelumnya. Berdasarkan studi teoritik, konsep dan penelitian sebelumnya yang dibahas pada masing-masing hubungan antar variabel yang diteliti maka akan menjadi jelas dan terarah keterhubungan antar variabel dalam studi ini.

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Keagenan

Sejak Berle *and* Means (1932:11-12) menginvestigasi struktur kepemilikan perusahaan publik masalah keagenan menjadi isu sentral dalam literatur keuangan. Dengan semakin besar dan luasan usahanya, maka pemilik perusahaan tidak akan mampu mengelola sendiri perusahaannya secara langsung. Pemisahan kepemilikan perusahaan publik sering menimbulkan konflik keagenan. Masalah keagenan terbagi atas dua kelompok, yaitu konflik keagenan antara manajemen dengan pemegang saham (Jensen *and* Meckling, 1976) dan konflik keagenan antara pemilik mayoritas dengan minoritas (Shleifer *and* Vishny, 1997). Konflik keagenan yang pertama terjadi ketika kepemilikan perusahaan tersebar, sehingga pemegang saham individu tidak dapat mengendalikan manajemen agar bertindak sesuai kepentingan pemegang saham. Lain halnya ketika kepemilikan terkonsentrasi, maka terdapat pemegang saham yang dapat

mengendalikan manajemen atau bahkan menjadi manajemen itu sendiri. Konflik keagenan yang menonjol dalam kepemilikan terkonsentrasi adalah antara pemegang saham mayoritas dan minoritas. Hasil penelitian La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000a), dan Facio *and* Lang (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan perusahaan publik di hampir semua negara adalah terkonsentrasi, kecuali di Amerika Serikat, Inggris dan Jepang. Berdasarkan hasil penelitian tersebut kepemilikan perusahaan publik di Indonesia termasuk dalam kelompok pola kepemilikan yang terkonsentrasi. Jadi, masalah keagenan yang akan dipakai dalam studi ini adalah masalah keagenan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas.

Selanjutnya, Jensen *and* Meckling (1976) mengidentifikasi biaya keagenan menjadi tiga kelompok, yaitu *the monitoring expenditure by the principal*, hal ini berupa biaya pengawasan yang harus dikeluarkan oleh pemilik (prinsipal); *the bonding cost*, hal ini berupa biaya yang dikeluarkan akibat pemantauan yang harus dilakukan oleh prinsipal kepada agen; dan *the residual cost*, hal ini berupa pengorbanan akibat berkurangnya kemakmuran prinsipal karena adanya perbedaan keputusan antara prinsipal dan agen. Biaya keagenan tersebut cenderung terjadi pada perusahaan yang kepemilikan sahamnya menyebar, sehingga tidak ada pihak yang bisa mengendalikan manajemen secara langsung. Di sisi lain, Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa teori keagenan menggunakan tiga asumsi sifat manusia, yaitu manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self-interest*), manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded-rationality*), dan manusia selalu menghindari risiko (*risk-averse*).

Masalah keagenan dihadapi oleh pihak-pihak yang berkepentingan dengan pasar modal.

Jensen (1986) menyatakan teori keagenan dalam kaitannya dengan aliran kas bebas, yaitu aliran kas bebas sering menimbulkan konflik antara manajer dengan pemegang saham. Manajer lebih setuju aliran kas bebas digunakan untuk investasi yang menguntungkan karena dia berharap memperoleh insentif atas investasi yang menguntungkan tersebut. Sementara para pemegang saham mengharapkan aliran kas bebas dibagikan sebagai dividen karena mereka beralih melakukan investasi adalah berisiko.

Teori keagenan dalam kaitan dengan kepemilikan dinyatakan oleh Shleifer *and* Vishny (1997). Shleifer *and* Vishny menyatakan bahwa jika terdapat pemegang saham mayoritas dan beberapa pemegang saham yang lain kepemilikannya minoritas, maka pemegang saham mayoritas (terkonsentrasi) memiliki kendali mutlak sehingga dapat melakukan tindakan yang menguntungkan pemegang saham mayoritas tetapi merugikan pemegang saham minoritas.

Pembayaran dividen merupakan salah satu cara untuk mengatasi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham. Pembayaran dividen dalam teori sinyal (*signaling theory*) bisa dianggap sebagai *good news* atau *bad news*. Teori ini menyatakan bahwa informasi kebijakan pembayaran dividen dipandang sebagai sebuah sinyal yang berguna untuk pengambilan keputusan bagi investor (Bhattacharya dalam Frankfurter *and* Wood, 2006). Jika sinyal tersebut dianggap sebagai *good news* maka likuiditas pasar

saham akan meningkat, yaitu terjadi kenaikan volume perdagangan saham dan harga saham. Sebaliknya apabila dianggap sebagai *bad news* maka pasar saham akan merespon secara negatif, karena bisa jadi pembayaran dividen merupakan cara untuk menutupi kinerja manajemen yang buruk.

Dalam realita, biasanya satu pihak memiliki keuntungan informasi yang lebih banyak dibanding yang lain. Kenyataan inilah yang disebut asimetri informasi. Menurut Scott (2003:7-13) ada dua bentuk asimetri informasi. Bentuk asimetri yang pertama disebut *adverse selection*. *Adverse selection* terjadi karena beberapa orang manajer dan *insider* lain lebih tahu tentang kondisi perusahaan sekarang dan prospeknya di masa mendatang daripada investor atau pihak luar, sehingga dalam praktek cara ini sering digunakan untuk mengeksploitasi keuntungan informasi di atas kerugian yang lain.

Bentuk asimetri informasi kedua adalah *moral hazard*. Ini terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian yang melingkupi sebagian besar organisasi bisnis. Oleh karena itu, di satu pihak pemegang saham dan kreditor tidak dapat secara langsung mengamati luas dan kualitas kinerja top manajer untuk kepentingan mereka. Di pihak lain, manajer tergoda untuk melakukan *shirking* (mencari kambing hitam) atas kesalahan yang diluar jangkauan wewenangnya. Oleh karena itu, umumnya dikatakan bahwa *net income* merupakan ukuran kinerja manajemen dan yang kedua *net income* memberikan informasi tentang pasar sekuritas dan tenaga kerja sehingga manajer yang melakukan *shirking* akan mengalami penurunan *income*, reputasi dan nilai pasar saham secara terus menerus.

Kalau demikian yang terjadi maka yang dirugikan adalah para pemegang saham dan para calon investor yang tidak mengetahui kalau ternyata terjadi *shirking*.

Pada kondisi yang ideal, nilai pasar perusahaan secara penuh merefleksikan semua informasi, sedangkan pada kondisi yang tidak ideal, nilai pasar secara penuh merefleksikan informasi yang tersedia secara publik jika pasar sekuritas efisien. Kemampuan untuk memperoleh untung dari informasi yang lebih banyak di banding yang lain inilah yang disebut *adverse selection problem* (Scott, 2003:7-8). Namun, problem ini berkurang dengan mengadopsi *full disclosure* yang merupakan pengungkapan atas semua informasi yang relevan.

Prediksi-prediksi yang dibuat oleh teori akuntansi positif (*positive accounting theory*) biasanya didasarkan atas tiga hipotesis yang disusun oleh Watts and Zimmerman (1986:257-262) yang ditegaskan kembali oleh Scott (2003:277) yang tergambar dalam bentuk *opportunistic* sebagaimana yang sering ditafsirkan. Ketiga hipotesis tersebut adalah hipotesis program bonus (*the bonus plan hypothesis*), hipotesis perjanjian hutang (*debt covenant hypothesis*), dan hipotesis biaya politik (*the political cost hypothesis*). Selanjutnya dari tiga hipotesis tersebut di atas yang akan dikaji secara empiris dalam penelitian ini adalah hipotesis perjanjian hutang (*debt covenant hypothesis*). Karena hipotesis tersebut melandasi kajian *leverage* yang dijadikan sebagai salah satu variabel dalam penelitian ini. Hipotesis perjanjian hutang menyatakan bahwa pada perusahaan yang mempunyai rasio *debt to equity* besar maka manajer perusahaan tersebut cenderung

menggunakan metode akuntansi yang akan meningkatkan pendapatan maupun laba. Alasannya adalah bahwa meningkatkan laba bersih yang dilaporkan akan mengurangi kemungkinan terjadinya *default* teknis (gagal membayar hutang-hutangnya). Biasanya syarat-syarat hutang seperti *debt to equity* yang harus dipenuhi perusahaan yang berhutang di masa mendatang akan membatasi manajemen dalam menjalankan bisnis. Oleh sebab itu, untuk mengatasi hal itu manajemen mengadopsi kebijakan akuntansi yang meningkatkan laba bersih sekarang. Menurut hipotesis perjanjian hutang ini, ketika perusahaan mendekati *default* atau jika benar-benar dalam keadaan *default*, maka perusahaan sangat mungkin meningkatkan laba bersih sekarang.

Teori akuntansi positif berkaitan dengan prediksi tentang kebijakan akuntansi yang dipilih oleh manajer dan bagaimana manajer akan merespon standar akuntansi yang baru (Scott, 2003:273). Teori akuntansi positif (*positive accounting theory*) berpandangan bahwa kebijakan akuntansi dipilih dalam rangka meminimalisasi biaya kontrak agar mencapai *corporate governance* yang efisien. Sebagai contoh studi Mian and Smith (1990) mencoba mengkaji pilihan kebijakan akuntansi tentang apakah sebaiknya membuat konsolidasi atau tidak dengan perusahaan anak. Mian and Smith berargumen bahwa semakin besar tingkat interdependen antara perusahaan induk dengan anak, maka semakin efisien (yaitu semakin turun biaya kontrak) apabila menyusun laporan keuangan konsolidasi. Alasannya adalah bahwa semakin besar interdependen maka semakin diminati pula laporan keuangan konsolidasi tersebut untuk mengevaluasi dampak-dampak

gabungan operasi induk dan anak. Jadi Mian *and* Smith memprediksi bahwa semakin besar integrasi induk dengan anak, maka semakin mungkin perusahaan induk membuat laporan keuangan konsolidasi.

Berdasarkan studi tersebut di atas berarti bahwa *positive accounting theory* menganjurkan agar perusahaan dan penyusun standar seharusnya menentukan kebijakan akuntansi yang akan mereka gunakan, tetapi yang diinginkan adalah bahwa para manajer diberi fleksibilitas untuk memilih kebijakan akuntansi sesuai dengan keadaan. Sebagai contoh, standar seharusnya mengurangi *debt to equity ratio* untuk melihat dampaknya pada pelanggaran perjanjian hutang (*debt covenant*).

Sweeney (1994) melakukan pengujian terhadap hipotesis perjanjian hutang (*debt covenant hypothesis*). Sampel penelitian mencakup 130 perusahaan manufaktur yang melakukan pelanggaran terhadap perjanjian hutang pertama kali selama tahun 1980-1989 dan sampel kontrol 130 perusahaan dalam ukuran dan industri yang sama yang tidak melanggar perjanjian hutang. Hasilnya menunjukkan bahwa perjanjian yang paling sering dilakukan adalah berkaitan dengan bagaimana menjaga modal kerja dan modal saham. Selain itu, Sweeney menemukan bahwa selama periode 8 tahun, mulai 5 tahun sebelum terjadinya *default*, rata-rata perusahaan yang *default* secara signifikan melakukan perubahan kebijakan akuntansi yang menaikkan laba yang lebih banyak suka rela dibandingkan dengan perusahaan kontrol. Contoh perubahan metode akuntansi yang menaikkan laba meliputi perubahan pada asumsi-asumsi rencana pensiun, tempat

mata akuntan, maka badan-badan tersebut perlu menyusun kebijakan akuntansi yang sesuai dengan model akuntansi keuangan.

2.1.3 Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flows*)

Aliran kas bebas (*free cash flows*) adalah kelebihan kas yang dibutuhkan untuk membiayai proyek-proyek yang mempunyai nilai sekarang positif (*net present value*) setelah membagi dividen (Jensen, 1986). Definisi tersebut selanjutnya dikatakan sebagai teori aliran kas bebas. Sedangkan menurut Ross *et al.* (2000:145-147), aliran kas bebas (*free cash flows*) adalah kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap.

Keberadaan aliran kas bebas sering menjadi perdebatan karena terdapat dua dilema yang menarik untuk dikaji. Pertama, bila dalam laporan laba rugi dan aliran kas tidak tercermin kecukupan aliran kas bebas, maka pasar saham akan pasif karena tidak terlihat tanda yang dapat menjelaskan adanya peluang bagi pemegang saham maupun calon investor untuk memperoleh dividen di masa depan. Kedua, laporan laba-rugi dan aliran kas yang mencerminkan kecukupan aliran kas bebas, maka pasar saham akan bereaksi karena ada harapan bagi pemegang saham maupun calon investor untuk mendapatkan *capital gain* dan dividen di masa depan.

Aliran kas bebas yang terlalu besar maupun terlalu kecil umumnya tidak disukai oleh investor. Aliran kas bebas yang terlalu besar bisa mengakibatkan kesempatan investor untuk memperoleh *capital gain*

terbatasan karena bisa jadi harga saham tidak bisa naik lagi atau walaupun ada kenaikan, naiknya tidak signifikan. Sebaliknya aliran kas bebas yang terlalu kecil yang disertai kesempatan investasi atau tingkat pertumbuhan perusahaan yang rendah berarti terlalu berisiko untuk membeli saham perusahaan tersebut. Di samping itu juga aliran kas bebas yang terlalu kecil atau bahkan negatif berarti tidak ada harapan untuk memperoleh *capital gain* maupun dividen di masa depan.

Aliran kas bebas merupakan hasil akhir dari kerja manajemen atas tindakannya dalam kebijakan investasinya, pendanaan, dan operasi yang menunjukkan kinerja perusahaan. Penman (2004:43) menyatakan bahwa salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham melalui dividen dan meningkatkan harga saham. Aliran kas bebas tinggi menunjukkan kinerja perusahaan tinggi. Artinya penghasilan yang diperoleh lebih besar dibandingkan dengan biaya yang telah dikeluarkan. Aliran kas bebas tinggi menggambarkan pertumbuhan kas yang dihasilkan di masa depan. Kinerja perusahaan yang tinggi mengindikasikan nilai pemegang saham juga tinggi yang mencerminkan *return* tinggi bagi pemegang saham melalui dividen, harga saham atau keuntungan yang berhasil dipertahankan perusahaan atas investasinya.

2.1.4 Konsep Pengungkapan Pelaporan Keuangan

Pasar modal bertujuan menunjang pelaksanaan pembangunan nasional dalam rangka meningkatkan pemerataan, pertumbuhan, dan stabilitas ekonomi nasional kearah peningkatan kesejahteraan rakyat. Dalam

rangka mencapai tujuan tersebut pasar modal mempunyai peran strategis sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha, sedangkan di sisi lain pasar modal juga merupakan wahana investasi masyarakat. Dalam rangka melaksanakan peran strategis tersebut, pasar modal perlu infrastruktur yang memadai, salah satunya adalah regulasi pengungkapan informasi keuangan yang wajib disampaikan kepada publik. Di Indonesia regulasi pengungkapan informasi dilaksanakan oleh pemerintah melalui Undang-Undang Pasar Modal, Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM), PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) melalui Standar Akuntansi Keuangan (SAK). Keputusan BAPEPAM No : Kep-38/PM/1996 dan Surat Edaran Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor SE-02/PM/2002 telah mengatur mengenai pengungkapan informasi dalam laporan tahunan perusahaan-perusahaan publik di Indonesia.

Transparansi pengungkapan pelaporan keuangan adalah merupakan bentuk kualitas pengungkapan. Menurut Imhoff (1992), kualitas pengungkapan tampak sebagai atribut-atribut yang penting dari suatu informasi akuntansi. Dari temuan Imhoff dapat dinyatakan bahwa tingginya kualitas informasi akuntansi sangat berkaitan dengan tingkat kelengkapan pengungkapan.

Selama ini aliran kas bebas dan *cost of equity capital* adalah termasuk komponen yang belum mendapat perhatian di Indonesia. Karena memang belum ada standar yang mengatur tentang kewajiban mengungkap aliran kas bebas dan *cost of equity capital* pada pelaporan keuangan suatu perusahaan. Sehingga sangat wajar kalau belum mendapat perhatian di

Indonesia dan perusahaan juga belum banyak mengungkap walaupun itu sifatnya sukarela. Berbeda dengan praktik di Amerika Serikat, aliran kas bebas sudah cukup mendapat perhatian terbukti telah ada badan independen seperti *Value Line Investment Survey* yang mengumumkan aliran kas bebas secara berkala yang dimiliki perusahaan. Vogt dan Vu (2000) menunjukkan bahwa publisitas berhubungan dengan pembuatan daftar *Value Line Investment* pada *largest free cash flows* yang dihasilkan suatu perusahaan.

Keberadaan aliran kas bebas sangat penting untuk melihat potensi kas masa depan bagi investor maupun calon investor. *Cost of equity capital* juga penting untuk diungkap karena bisa dijadikan sebagai ukuran estimasi risiko investasi pada suatu perusahaan. *Cost of equity capital* bisa dijadikan sebagai risiko minimum yang ditanggung investor dan setiap kegiatan investasi selalu terkait dengan risiko. Dengan demikian sangat wajar apabila *cost of equity capital* diungkap secara jelas pada pengungkapan pelaporan keuangan suatu perusahaan.

Ada perbedaan pendapat dalam hal sejauh mana transparansi pengungkapan laporan keuangan seharusnya dilakukan karena kepentingan dan kebutuhan informasi pihak pengguna berbeda. Terdapat tiga konsep mengenai transparansi pengungkapan laporan keuangan. Konsep-konsep tersebut adalah *adequate*, *fair* dan *full disclosure* (Hendriksen, 1992:856-857). Konsep yang paling sering dipraktikkan adalah pengungkapan yang cukup (*adequate disclosure*) yaitu pengungkapan minimum yang berlaku, dimana pada tingkat pengungkapan ini investor dapat menginterpretasikan angka-angka laporan keuangan dengan benar. Pengungkapan yang wajar

(*fair disclosure*) mengandung sasaran etis dengan menyediakan informasi yang layak terhadap pembaca (investor) potensial. Pengungkapan penuh (*full disclosure*) merupakan pengungkapan atas semua informasi yang relevan.

Dalam hubungannya dengan persyaratan yang ditetapkan standar ada dua jenis pengungkapan. Pertama adalah pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*), yaitu pengungkapan minimum yang disyaratkan oleh standar akuntansi. Jika perusahaan tidak bersedia untuk mengungkap informasi secara sukarela, pengungkapan wajib akan memaksa perusahaan untuk mengungkapkannya (Darrough, 1993). Kedua adalah pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*), yaitu pengungkapan butir-butir yang dilakukan secara sukarela oleh perusahaan tanpa diharuskan oleh peraturan yang berlaku. Transparansi pengungkapan pelaporan keuangan dalam bentuk pengungkapan sukarela merupakan salah satu cara manajer untuk meningkatkan kredibilitas perusahaan. Healy and Palepu (1993) menyatakan bahwa laporan keuangan merupakan mekanisme penting bagi manajer untuk berkomunikasi dengan investor luar. Investor luar mengacu pada investor publik yang tidak memiliki hubungan khusus dengan manajemen serta tidak terlibat dalam pengelolaan perusahaan. Argumen rasional yang mendasari perlunya pengungkapan laporan keuangan oleh manajemen kepada *stakeholder* dijelaskan dalam hubungan *principal* dan agen. Agen dalam hal ini adalah manajemen yang berperan sebagai pengelola perusahaan, sedangkan *principal* adalah investor yang merupakan pemilik perusahaan. Laporan keuangan merupakan sarana akuntabilitas

manajemen kepada pemilik perusahaan atas mandat yang telah dilimpahkan pemilik kepada manajemen untuk mengelola perusahaan.

2.1.5 Konsentrasi Kepemilikan Institusional

Konsentrasi kepemilikan institusional merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain). Kepemilikan perusahaan publik dulu dipandang tersebar diantara banyak pemegang saham sesuai model Berle *and* Means (1932:11-12). Kenyataannya saat ini hal tersebut tidak menunjukkan kebenarannya untuk di luar Amerika Serikat. Zhang (2005) menemukan bahwa perusahaan di luar Amerika Serikat umumnya dikendalikan oleh pemegang saham besar. Masalah keagenan utama dalam perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan seperti ini adalah konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Apabila tidak terdapat perlindungan hukum yang memadai, pemegang saham pengendali dapat melakukan aktifitas yang menguntungkan dirinya sendiri dan merugikan pemegang saham minoritas.

Dalam kaitannya dengan kepemilikan terdapat dua masalah potensial *agency problem*, yaitu *agency problem* antara manajemen dan pemegang saham (Jensen *and* Meckling, 1976) dan *agency problem* antara pemegang saham mayoritas dan pemegang minoritas (Shleifer *and* Vishny, 1997). *Agency problem* antara manajemen dan pemegang saham terjadi jika kepemilikan saham tersebar di tangan banyak pemegang saham, sehingga tidak satu pihakpun yang dapat atau bisa mengontrol manajemen, sehingga

hanya pada pihak manajemen yang relatif tanpa ada kontrol untuk menjalankan perusahaan. Dengan demikian manajemen memiliki fleksibilitas untuk menjalankan perusahaan sesuai keinginannya sendiri. Sedangkan *agency problem* antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas terjadi jika terdapat seorang pemegang saham memegang saham mayoritas dan beberapa pemegang saham kepemilikannya minoritas. Kondisi ini dapat menyebabkan pemegang saham mayoritas (terkonsentrasi) memiliki kendali penuh sehingga dapat melakukan tindakan yang menguntungkan pemegang saham mayoritas tetapi merugikan pemegang saham minoritas.

Hasil penelitian La Porta *et al.* (1999) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan publik di Indonesia memiliki konsentrasi kepemilikan. Beberapa peneliti berpendapat bahwa lemahnya perlindungan hukum dan lingkungan institusional berkaitan erat dengan kepemilikan yang terkonsentrasi. Claessens *et al.* (2000a) meneliti struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan di 9 Negara di Asia Timur. Hasilnya menunjukkan bahwa kepemilikan di Indonesia terkonsentrasi, yaitu kepemilikan tersebut dicapai dengan berbagai cara yaitu struktur piramid, kepemilikan silang dan perangkapan manajemen oleh pemilik.

Salah satu pendekatan yang dapat dilakukan untuk mengurangi *agency cost* antara manajer dan pemilik adalah dengan cara mengaktifkan *monitoring* melalui investor institusional. Investor institusi dapat membantu dalam menurunkan biaya keagenan (*agency cost*) dan menjadi sebuah substitusi hutang jika institusi dapat memonitor aktifitas manajer dengan

biaya yang rendah (Wu, 2004). Kepemilikan institusional merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga. Adanya kepemilikan oleh investor institusi seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Shleifer *and* Vishny (1986) berargumen bahwa pemegang saham besar mempunyai insentif untuk memonitor manajer.

Keberadaan konsentrasi kepemilikan institusional akan melindungi para pemegang saham minoritas dan tidak ada pihak yang superior memiliki informasi apabila dilandasi pelaksanaan *good corporate governance*. *Good corporate governance* merupakan tata kelola perusahaan yang menerapkan prinsip-prinsip transparansi (*transparency*), akuntabilitas (*accountability*), pertanggungjawaban (*responsibility*), independensi (*independency*), dan kewajaran (*fairness*). *Corporate governance* merupakan mekanisme yang dapat melindungi pihak-pihak minoritas (*outside investor/minority shareholders*) dari pengambilalihan (*expropriation*) yang dilakukan oleh para manajer dan pemegang saham pengendali (*insider*) dengan penekanan pada mekanisme legal (Shleifer *and* Vishny, 1997). Transparansi (*transparency*) menyangkut keterbukaan informasi dan proses pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan. Adanya transparansi tersebut dapat membantu pihak yang berkepentingan dengan perusahaan akan dapat menganalisis dengan baik, sehingga keputusan yang diambil tidak bias. Akuntabilitas (*accountability*) mencerminkan bahwa perusahaan perlu ada suatu kejelasan fungsi dan tanggung jawab agar pengelolaan

perusahaan bisa berjalan dengan baik. Pertanggungjawaban (*responsibility*) bermakna bahwa manajemen perusahaan dalam menjalankan usahanya harus patuh terhadap perundangan yang berlaku dan prinsip pengelolaan perusahaan yang sehat. Independensi (*independency*) menunjukkan kepada semua pihak bahwa manajemen dalam mengelola perusahaan secara profesional tanpa ada tekanan dan pengaruh dari pihak manapun. Sedangkan kewajaran (*fairness*) merupakan prinsip yang bertujuan untuk selalu menjaga keadilan dan kesetaraan dalam memenuhi kebutuhan dan hak-hak para pemegang saham. Dalam tatakelola perusahaan yang baik, pemegang saham mayoritas tidak bisa seenaknya mengatur manajemen yang nantinya hanya menguntungkan pemegang saham mayoritas, tetapi kemungkinan merugikan pemegang saham minoritas. Jadi dengan prinsip keadilan maka tidak membedakan hak antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas.

Penelitian La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000a), dan Facio *and* Lang (2002) berhasil menunjukkan bahwa kepemilikan perusahaan publik di hampir semua negara adalah terkonsentrasi, kecuali di Amerika Serikat, Inggris dan Jepang. Dengan demikian Indonesia termasuk dalam kelompok negara yang kepemilikan saham perusahaan publiknya adalah terkonsentrasi. La Porta *et al.* (1999 dan 2000) berhasil menunjukkan bahwa struktur kepemilikan yang terkonsentrasi terjadi di negara-negara dengan tingkat *corporate governance* yang rendah. Rendahnya *corporate governance* juga terjadi di Indonesia. Pelaksanaan *corporate governance* di Indonesia dinilai belum baik. Kurniawan *and* Indriantoro (2000) melakukan

identifikasi *corporate governance* di Indonesia menunjukkan bahwa secara kualitatif struktur kepemilikan didominasi oleh keluarga menyebabkan perlindungan terhadap investor kecil masih lemah, sehingga pemegang saham mayoritas bisa melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya sendiri tetapi merugikan para pemegang saham minoritas. Begitu juga Claessens *et al.* (2000a) menemukan bahwa 68,6% perusahaan-perusahaan di Indonesia dikuasai oleh keluarga. Hal ini menyebabkan rentannya *expropriation* oleh pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas.

Konsentrasi kepemilikan institusional yang dilandasi konsep *good corporate governance* diharapkan tidak merugikan pemegang saham minoritas dan selanjutnya mendorong manajemen benar-benar menjalankan tugas secara profesional sesuai yang diamanahkan oleh pemilik (*principal*). Menurut teori keagenan untuk mengatasi masalah ketidakselarasan kepentingan antara manajemen dan pemilik salah satunya melalui *good corporate governance*. Bushee (1998a, 1998b), Rajgopal *et al.* (1999), dan Pizarro *et al.* (2006) dalam temuannya menunjukkan bahwa *corporate governance* yang diproksi dengan kepemilikan institusional berpengaruh terhadap manajemen laba dengan hubungan negatif. Investor institusional umumnya memiliki cara yang canggih dalam melakukan pengawasan terhadap manajer. Investor institusional memiliki kemudahan untuk mengakses informasi yang diperlukan. Umumnya mereka membayar seseorang profesional untuk mengelola investasinya. Profesional tersebut memiliki keahlian untuk menganalisis informasi keuangan yang diperlukan

investor institusional. Atas kecanggihan yang dimiliki investor institusional tersebut maka manajer tidak bisa leluasa untuk melakukan rekayasa laba melalui manajemen laba untuk kepentingan manajer itu sendiri. Dengan demikian, maka kepemilikan institusional menjadi mekanisme dalam melakukan pengawasan terhadap kinerja manajemen.

Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI, 2000) menyatakan prinsip-prinsip *corporate governance* meliputi hak pemegang saham yang harus diberi informasi dengan benar dan tepat waktu mengenai perusahaan serta dilibatkan dalam pengambilan keputusan mengenai perubahan-perubahan yang sifatnya mendasar; perlakuan yang sama terhadap semua pemegang saham termasuk minoritas dan asing serta melarang perdagangan oleh pihak dalam (*insider trading*); peranan pemegang saham harus diakui sesuai hukum dan mendorong terciptanya kerjasama antar pihak yang berkepentingan untuk menciptakan kekayaan, lapangan kerja dan perusahaan yang sehat dari sisi keuangan. Pernyataan *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) tersebut intinya adalah adanya perlakuan yang sama diantara para pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas dengan cara memberikan informasi yang benar dan tepat waktu. Dan yang lebih penting lagi dari pernyataan tersebut di atas adalah bahwa dengan penerapan prinsip-prinsip *good corporate governance*, maka tidak ada lagi pihak yang memiliki informasi yang superior dibanding yang lainnya. Dengan demikian akan menekan adanya asimetri informasi. Asimetri informasi pada prinsipnya merupakan

kesenjangan informasi dimana satu pihak memiliki informasi sementara pihak lain tidak memiliki informasi.

2.1.6 Konsep Hutang

FASB (1985:5296) mendefinisi kewajiban (hutang) dalam rerangka konseptualnya pada *Statement of Financial Accounting Concept* (SFAC) No. 6, paragraf 35 sebagai berikut:

Liabilities are probable future sacrifices of economic benefits arising from present obligations of a particular to transfer assets or provide services to other entities in the future a result of past transactions or events.

Dari definisi tersebut di atas secara umum dapat dikatakan bahwa kewajiban (hutang) mempunyai tiga karakteristik utama, yaitu pengorbanan manfaat ekonomik masa datang, keharusan sekarang untuk mentransfer aset, timbul akibat transaksi masa lalu.

Rasio *leverage* menggambarkan sumber dana operasi yang digunakan oleh perusahaan. Rasio *leverage* juga menunjukkan risiko yang dihadapi perusahaan. Semakin besar risiko yang dihadapi oleh perusahaan maka ketidakpastian untuk menghasilkan laba di masa depan juga akan makin meningkat. Foster (1986:65-66) mengungkapkan bahwa terdapat hubungan antara rasio *leverage* dengan *return* perusahaan. Artinya hutang dapat digunakan untuk memprediksi keuntungan yang kemungkinan bisa diperoleh bagi investor jika berinvestasi pada suatu perusahaan.

Jensen and Meckling (1976) berargumen tentang *moral hazard* untuk menjelaskan *agency cost of debt*, bahwa level hutang tinggi akan

menyebabkan perusahaan untuk memilih pada proyek-proyek investasi berisiko secara berlebihan. Masalah kerugian juga dapat memberikan kontribusi atas kebijakan pendanaan melalui hutang. Myers *and* Majluf (1984) menyatakan bahwa jika manajer-manajer mempunyai informasi privat mengenai proyek-proyek investasinya, mereka berharap memperoleh pendanaan dari pihak luar untuk mengganti investor atas kemungkinan menemukan perusahaan yang kinerjanya buruk pada proyek-proyek yang mempunyai *net present value* negatif. Keberadaan hutang dalam perusahaan mengurangi konflik keagenan antara agen (manajer) dengan principal (pemegang saham). Peningkatan hutang perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan sehingga kebijakan peningkatan hutang akan berdampak positif terhadap nilai pemegang saham.

2.1.7 Manajemen Laba (*Earnings Management*)

Manajemen laba (*earnings management*) merupakan fenomena yang sukar untuk dihindari karena fenomena ini merupakan dampak dari penggunaan dasar akrual dalam penyusunan laporan keuangan. Dalam praktek para manajer dapat memilih kebijakan akuntansi sesuai standar akuntansi keuangan. Oleh sebab itu, sangat wajar bahwa para manajer memilih kebijakan-kebijakan tersebut untuk memaksimalkan utilitinya dan nilai pasar perusahaan. Inilah yang oleh Scott (2003:368-369) disebut dengan *earnings management*. Jadi *earnings management* adalah pilihan kebijakan akuntansi oleh manajer dalam rangka mencapai tujuan tertentu.

Berikut ini contoh kasus kecurangan keuangan yang bisa diindikasikan telah terjadi manajemen laba pada perusahaan besar yang melibatkan Akuntan Publik yang memeriksa laporan keuangan:

Pada akhir tahun 2001 sebuah perusahaan energi raksasa Enron yang beromzet US\$ 100 miliar tiba-tiba bangkrut dan harus menanggung rugi tidak kurang dari US\$ 50 miliar. Harga sahamnya turun, yaitu pada pertengahan tahun 2000 masih berharga US\$ 90 per lembar saham, tetapi setelah skandal terjadi, harga saham perusahaan turun menjadi tidak lebih dari US\$ 45 sen. Simpanan dana pensiun US\$ 1 miliar milik 7.500 karyawan ikut habis karena manajemen Enron menanamkan dana tabungan karyawan itu untuk membeli sahamnya sendiri. Pelaku pasar modal kehilangan US\$ 32 miliar. Inilah sebuah rekor kebangkrutan bisnis terburuk di Amerika Serikat sepanjang sejarah. Ironisnya lagi, tragedi tersebut justru terjadi di negara yang otoritas pasar modalnya sangat ketat dalam menerapkan standar transparansi bagi perusahaan publik. Kecurangan Enron dilakukan dengan cara memanipulasi angka-angka laporan keuangan agar kinerjanya tampak baik, yaitu menaikkan pendapatan sebesar US\$ 600 juta dan menyembunyikan hutangnya senilai US\$ 1,2 miliar. Auditor Enron bernama Arthur Andersen kantor Huston dipersalahkan karena ikut membantu proses rekayasa keuangan. Manipulasi keuangan Enron ternyata telah berlangsung bertahun-tahun sampai pada akhirnya salah satu eksekutif bernama Sheron Watskin yang tidak ingin terus terlibat manipulasi tersebut melaporkan praktik tidak terpuji. Keberanian Sheron Watskin yang juga pernah bekerja di Arthur Andersen inilah yang membuat semuanya menjadi terbuka. Arthur Andersen yang memeriksa keuangan Enron mengakui telah menghancurkan atau membuang sejumlah besar dokumen. Arthur Andersen akhirnya diputus bersalah oleh pengadilan karena telah menghancurkan berton-ton dokumen yang berkaitan dengan Enron (Said, 2002).

Dari kasus Enron seperti tersebut di atas nampak jelas bahwa manajemen perusahaan melakukan rekayasa laba (keuangan) dengan cara meningkatkan pendapatan perusahaan. Dan celaknya Arthur Andersen sebagai Akuntan Publik yang memeriksa laporan keuangan berkolaborasi dengan manajemen dalam melakukan rekayasa keuangan tersebut. Tatanan nilai yang berkembang di lingkungan profesional tidak cukup kuat untuk

menjadi penjaga moral terhadap pelanggaran hukum dan etika profesional. Padahal selama ini Amerika Serikat selalu menjadi cermin dari sistem bisnis yang kuat, baik dari segi tatanan hukum maupun dari landasan etika profesi. Pada tataran akuntansi misalnya, IAS (*International Accounting Standards*) maupun GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*), yang menjadi panduan bagi profesi akuntan banyak dipengaruhi oleh pengalaman Amerika Serikat.

Terbukanya kasus rekayasa keuangan yang melibatkan akuntan ternama Arthur Andersen, telah merusak reputasi profesi akuntan sekaligus menurunkan kredibilitas sistem bisnis modern. Dalam kasus Enron, informasi bisa dimanipulasi dengan baik, sehingga transaksi di pasar saham tidak merefleksikan fakta yang sebenarnya. Dan inilah salah satu bukti bahwa informasi tidak simetris. Teori sinyal (*signaling theory*) Akerlof (1970) menggambarkan adanya kesenjangan antara pengirim dan penerima informasi. Pihak pengirim berita memiliki posisi superior dibandingkan pihak penerima, karena pengirim berita bisa menentukan jenis informasi yang akan disebar. Jadi persepsi bisa dimanipulasi. Dalam kasus Enron, Arthur Andersen merupakan institusi Akuntan Publik yang mensyahkan manipulasi informasi yang berupa rekayasa keuangan. Dampak yang sangat jelas atas terungkapnya kecurangan perusahaan Enron adalah kerugian pemegang saham, karena harga saham semula US\$ 90 per lembar saham turun secara drastis menjadi tidak lebih dari US\$ 45 sen per lembar saham.

Kasus yang mirip dengan kasus perusahaan Enron di Amerika Serikat juga terjadi di Indonesia, yaitu terjadi pada perusahaan tekstil PT. Great River International Tbk. seperti berikut ini.

.....terdapat indikasi penipuan yang dilakukan oleh PT. Great River International Tbk. dalam menyajikan laporan keuangan. Perusahaan tersebut telah melakukan *overstatement* atas penyajian akun penjualan dan piutang hingga ratusan miliar rupiah dalam laporan keuangan per 31 Desember 2003. Kelebihan itu berupa penambahan aktiva tetap dan penggunaan dana hasil emisi obligasi yang tanpa pembuktian. Akibatnya PT. Great River International Tbk. mengalami kesulitan aliran kas dan gagal membayar hutang 250 miliar rupiah kepada Bank Mandiri dan gagal membayar obligasi senilai 400 miliar rupiah. Di samping itu, juga ditemukan adanya indikasi konspirasi antara PT. Great River International Tbk. dan Akuntan Publik Justinus Aditya Sidharta yang memeriksa laporan keuangan perusahaan tersebut (BAPEPAM, 2005).

Dari kasus PT. Great River International Tbk. tersebut di atas menggambarkan salah satu bentuk buruknya penatalaksanaan perusahaan publik di Indonesia. *Overstatement* atas penyajian akun penjualan dan piutang merupakan salah satu bentuk rekayasa keuangan yang dilakukan oleh manajemen. Perusahaan melaporkan penjualan yang nilainya ratusan miliar, padahal nilai penjualan tersebut belum dikurangi harga bahan baku yang berasal dari pemesan. Ada kesan bahwa dengan melaporkan nilai penjualan yang sangat besar maka perusahaan akan memperoleh kemudahan mencari pinjaman, karena manajemen berasumsi bahwa kreditor akan melihat pertumbuhan penjualan tersebut sebagai cerminan perusahaan akan mampu membayar hutang-hutangnya.

Akuntan Publik Justinus Aditya Sidharta membantah bahwa dirinya telah berkonspirasi sebagaimana dituduhkan BAPEPAM, berikut kutipannya:

Akuntan Publik Justinus Aditya Sidharta membantah melakukan konspirasi dalam mengaudit laporan keuangan tahunan PT. Great River International Tbk. per 31 Desember 2003. *Deputy Managing Director* Johan Malonda, yaitu Julius A. Sidharta menyatakan bahwa PT. Great River International Tbk. banyak menerima pesanan pembuatan pakaian dari luar negeri dengan bahan baku dari pihak pemesan. PT. Great River International Tbk. hanya mengeluarkan ongkos operasi pembuatan pakaian. Tetapi saat pesanan dikirimkan ke luar negeri, nilai ekspornya dicantumkan dengan menjumlahkan harga bahan baku, aksesori, ongkos kerja, dan laba penjualan. Namun pada akhirnya Menteri Keuangan Republik Indonesia terhitung sejak tanggal 28 Nopember 2006 telah membekukan ijin Akuntan Publik Justinus Aditya Sidharta selama dua tahun. Keputusan Menteri Keuangan yang membekukan ijin Akuntan Publik Justinus Aditya Sidharta didasarkan atas Surat Keputusan Badan Peradilan Profesi Akuntan Publik (BPPAP) Nomor 002/VI/SK-BPPAP/VI/2006 tanggal 15 Juni 2006, yang membekukan Justinus Aditya Sidharta dari keanggotaan Ikatan Akuntan Indonesia Kompartemen Akuntan Publik (IAI-KAP) (Hukumonline, 2007).

Dari pernyataan tersebut di atas mencerminkan bahwa model pencatatan yang dilakukan oleh perusahaan itulah yang menjadi pemicu dugaan adanya rekayasa nilai penjualan. Karena kenyataannya barang pesanan dari luar negeri tersebut bahan bakunya diperoleh dari pemesan, sementara ketika menghitung nilai penjualan ternyata perusahaan memasukkan harga bahan baku dan itulah yang diduga merupakan rekayasa nilai penjualan. Ada kemungkinan hal itu dilakukan oleh manajemen untuk menghindari sanksi perpajakan. Sehingga diinterpretasikan sebagai penyembunyian informasi secara sengaja yang dilakukan oleh perusahaan. Keputusan Menteri Keuangan yang membekukan ijin Akuntan Publik Justinus Aditya Sidharta bisa digunakan sebagai justifikasi dugaan adanya konspirasi antara PT. Great River International Tbk. dan Akuntan Publik Justinus Aditya Sidharta.

Perilaku manajemen laba dapat dijelaskan melalui *Positive Accounting Theory* (PAT) dan *Agency Theory*. Tiga hipotesis PAT yang dapat dijadikan dasar pemahaman tindakan manajemen laba yang dirumuskan Watts and Zimmerman (1986:257-262) yang ditegaskan kembali oleh Scott (2003:276-278), yaitu pertama *the bonus plan hypothesis*, hipotesis ini menyatakan bahwa manajer pada perusahaan dengan *bonus plan* cenderung untuk menggunakan metode akuntansi yang akan meningkatkan *income* saat ini. Perusahaan yang memiliki rencana pemberian bonus, manajer perusahaan akan lebih memilih metode akuntansi yang dapat menggeser laba dari masa depan ke masa kini, sehingga dapat menaikkan laba saat ini. Hal ini dikarenakan manajer lebih menyukai pemberian upah yang lebih tinggi untuk masa kini. Dalam kontrak bonus dikenal dua istilah yaitu *bogey* (tingkat laba terendah untuk mendapatkan bonus) dan *cap* (tingkat laba tertinggi). Jika laba berada di bawah *bogey*, maka tidak ada bonus yang diperoleh manajer sedangkan jika laba berada di atas *cap*, manajer tidak akan mendapat bonus tambahan. Jika laba bersih berada di bawah *bogey*, manajer cenderung memperkecil laba dengan harapan memperoleh bonus lebih besar pada periode berikutnya, demikian pula jika laba berada di atas *cap*. Jadi hanya jika laba bersih berada di antara *bogey* dan *cap*, manajer akan berusaha menaikkan laba bersih perusahaan.

Kedua, *the debt covenant hypothesis*, hipotesis ini menyebutkan bahwa pada perusahaan yang mempunyai rasio *debt to equity* besar maka manajer perusahaan tersebut cenderung menggunakan metode akuntansi yang akan meningkatkan pendapatan maupun laba. Ketiga, *the political cost*

hypothesis, hipotesis ini menyatakan bahwa pada perusahaan yang besar yang memiliki biaya politik tinggi, manajer akan lebih memilih metode akuntansi yang menanggihkan laba yang dilaporkan dari periode sekarang ke periode masa mendatang sehingga dapat memperkecil laba yang dilaporkan. Biaya politik muncul dikarenakan profitabilitas perusahaan yang tinggi dapat menarik perhatian media dan konsumen.

Agency theory memiliki asumsi bahwa masing-masing individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan diri sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara *principal* dan *agent*. Pemegang saham sebagai pihak *principal* mengadakan kontrak untuk memaksimalkan kesejahteraan dirinya dengan profitabilitas yang selalu meningkat. Manajer sebagai *agent* termotivasi untuk memaksimalkan pemenuhan kebutuhan ekonomi dan psikologisnya antara lain dalam hal memperoleh investasi, pinjaman, maupun kontrak kompensasi. Masalah keagenan muncul karena adanya perilaku oportunistik dari *agent*, yaitu perilaku manajemen untuk memaksimalkan kesejahteraannya sendiri yang berlawanan dengan kepentingan *principal*. Manajer memiliki dorongan untuk memilih dan menerapkan metode akuntansi yang dapat memperlihatkan kinerjanya yang baik untuk tujuan mendapatkan bonus dari *principal*.

Penelitian Healy (1985) menunjukkan bahwa para manajer secara oportunistik mengelola laba bersih untuk memaksimalkan bonusnya berdasarkan program bonusnya. Studi Healy terbatas pada perusahaan-perusahaan yang program kompensasinya didasarkan pada laba bersih semata yang disebut dengan skema bonus. Dengan program bonus seperti

ini, manajer memiliki dorongan untuk melaporkan laba sesuai dengan program bonus. Misalnya manajer akan cenderung menurunkan laba terus, apabila laba cenderung turun (*taking a bath*). Jika tidak ada bonus sekalipun, maka manajer akan cenderung menurunkan laba dengan harapan bahwa di masa mendatang akan terjadi peningkatan bonus karena dengan penghapusan ini akan ada penurunan biaya amortisasi.

McNicholas *and* Wilson (1988) juga membuat studi tentang perlakuan akrual dalam konteks bonus. Peneliti tersebut membatasi penyelidikannya pada provisi hutang ragu-ragu karena bisa menghitung lebih tepat berapa besarnya cadangan hutang ragu-ragu yang seharusnya. *Discretionary accrual* dihitung sebagai selisih antara cadangan hutang ragu-ragu dengan yang sesungguhnya. Langkah ini dianggap mampu mengurangi problem korelasi antara laba bersih dengan akrual *non-discretionary* karena dampak provisi hutang ragu-ragu dari level aktifitas ekonomi perusahaan ditangkap oleh besarnya estimasi hutang ragu-ragu. Hasilnya menunjukkan bahwa akrual hutang ragu-ragu *discretionary* secara signifikan mengurangi laba.

Temuan Healy (1985) juga di dukung oleh Holthausen *et al.* (1995) yang mengkaji perilaku akrual manajer untuk tujuan-tujuan bonus. Hasilnya menunjukkan bahwa manajer yang memaksimalkan bonus berusaha memanipulasi akrual untuk menurunkan laba yang dilaporkan. Namun tidak menemukan bahwa manajer yang menerima bonus juga menggunakan akrual untuk menurunkan laba.

Earnings management ada jika terdapat *discretionary accrual* (tingkat akrual yang tidak normal) yang signifikan. Dasar akrual disepakati sebagai dasar penyusunan laporan keuangan karena dasar akrual memang lebih rasional dan adil dibandingkan dasar kas. Sebagai contoh, dengan dasar kas, pembelian aktiva tetap secara tunai senilai seratus juta rupiah mesti dibebankan sebagai biaya pada periode saat pembelian aktiva tersebut, meskipun aktiva tetap tersebut akan bermanfaat bagi perusahaan selama 10 tahun. Jika laporan Laba Rugi disusun dengan dasar kas, maka besar kemungkinan dalam periode tersebut perusahaan dinyatakan mengalami rugi. Jadi pada dasarnya basis akrual dipilih dengan tujuan untuk menjadikan laporan keuangan lebih informatif yaitu laporan keuangan yang benar-benar mencerminkan kondisi yang sebenarnya.

Deteksi atas kemungkinan dilakukannya *earnings management* dalam laporan keuangan diteliti melalui penggunaan akrual. Jumlah akrual yang tercermin dalam perhitungan laba terdiri dari *non discretionary accrual* dan *discretionary accrual*. Keberadaan komponen *non discretionary accruals* merupakan komponen akrual yang terjadi secara alami seiring dengan perubahan dari aktifitas perusahaan. Sebaliknya *discretionary accrual* merupakan komponen akrual yang berasal dari *earnings management* yang dilakukan oleh manajer. Keberadaan komponen *discretionary* diakibatkan oleh tersedianya metode-metode alternatif yang diijinkan oleh Standar Akuntansi Keuangan. Metode-metode alternatif tersebut adalah *First In First Out* (FIFO) dan *Last In Last Out* (LIFO) untuk menentukan arus biaya, garis lurus, dan jumlah jam jasa untuk menentukan

depresiasi, dan *historical cost* dan *lower cost or market* untuk menilai persediaan. Dijinkannya metode-metode alternatif tersebut menyebabkan laba (*earning*) menjadi berbeda jika metode yang digunakan untuk menilai persediaan berbeda.

Scott (2003:377-383) membagi motivasi *earnings management* menjadi lima macam. Pertama, motivasi kontrak lain. Penelitian Healy (1985) menyarankan bahwa *earnings management* untuk mempengaruhi bonus betul-betul ada. *Earnings management* yang demikian itu merupakan contoh motivasi kontraktual, yaitu dorongan munculnya disebabkan oleh karakteristik skema bonus yang merupakan kontrak antara perusahaan dan manajernya.

Earnings management dalam konteks *debt covenants* diteliti oleh Sweeney (1994). Sweeney menemukan bahwa penggunaan perubahan metode akuntansi yang menaikkan laba dan menemukan bahwa perusahaan yang *default* cenderung menggunakan standar akuntansi yang baru ketika meningkatkan laba yang dilaporkan.

DeFond and Jiambalvo (1994) juga menemukan tentang penggunaan *discretionary accrual* untuk menaikkan laba pada tahun sebelum dan sampai batas tertentu pada tahun pelanggaran perjanjian hutang. Hal tersebut dilakukan untuk meyakinkan kreditor supaya bersedia menambahi tambahan pinjaman. Namun berbeda halnya yang dilaporkan oleh DeAngelo *et al.* (1994), yaitu dari 29 perusahaan yang menjadi sampel mengurangi dividen terpaksa melibatkan syarat-syarat perjanjian hutang. Setelah mengendalikan pengaruh penjualan yang menurun dan aliran kas pada akrual, DeAngelo *at*

al. gagal menunjukkan bahwa 29 perusahaan yang menjadi sampel penelitiannya menggunakan akrual untuk memanipulasi laba.

Kedua, motivasi politik. Dalam hal ini disimpulkan bahwa perusahaan yang besar sebagai proksi biaya politik diduga memiliki kecenderungan untuk memanipulasi laba. Jones (1991) dan Cahan (1992) juga menemukan akrual yang menurunkan laba lebih besar selama tahun investigasi dibandingkan tahun-tahun lainnya dalam periode sampel. Perusahaan besar umumnya memiliki sejarah panjang pertumbuhan penjualan yang menunjukkan kemampuan beradaptasi dengan lingkungan, kemampuan pengendalian operasi yang lebih baik, pemahaman lebih terhadap bisnis dibanding perusahaan kecil.

Ketiga, motivasi pajak. Pajak pendapatan dianggap motivasi yang paling jelas dalam *earnings management*. Sebagai contoh pemilihan metode persediaan antara LIFO dengan FIFO. Untuk periode-periode yang harga-harganya cenderung tinggi, maka metode LIFO cenderung menyebabkan laba yang rendah dan juga pajak yang rendah dibandingkan dengan yang menggunakan metode FIFO.

Keempat, perubahan *Chief Executive Officer* (CEO). *Bonus plan hypothesis* memperkirakan bahwa CEO yang mendekati pensiun mungkin akan terfokus pada strategi maksimalisasi laba untuk meningkatkan bonusnya. DeAngelo *et al.* (1994) menemukan bahwa langkah *take a bath* dilakukan untuk meningkatkan kemungkinan laba mendatang yang positif. *Take a bath* merupakan kebijakan manajemen yang dilakukan dengan cara menurunkan laba perusahaan secara terus-menerus dalam beberapa periode

tahun tertentu dan menaikkan laba pada saat yang diinginkan. Misalnya, laba dinaikkan menjelang berakhirnya masa jabatan CEO, karena harapannya mendapatkan tambahan bonus yang besar dari pemilik. Namun Murphy *and* Zimmerman (1993) tidak menunjukkan bahwa CEO yang mendekati pensiun memaksimalkan laba. Selain itu juga menemukan sedikit petunjuk bahwa CEO perusahaan dengan kinerja jelek memaksimalkan laba. Tetapi Murphy *and* Zimmerman (1993) dan Pourciau (1993) menemukan bahwa CEO yang baru masuk dari perusahaan yang jelek kinerjanya melakukan *taking a bath*. Hal tersebut tercermin bahwa manajemen laba yang dilakukan harapannya tidak bisa dideteksi oleh pihak luar, karena sejak CEO baru masuk perusahaan memang kinerjanya jelek. Laba perusahaan baru dinaikkan menjelang adanya pergantian CEO, karena berharap mendapat tambahan bonus yang besar dari pemilik.

Terdapat juga hasil penelitian yang menunjukkan bahwa manajemen laba dipergunakan untuk memindahkan laba. DeFond *and* Park (1997) menemukan hasil yang menunjukkan adanya penggunaan *discretionary accrual* untuk pinjam laba dari periode mendatang ketika laba mendatang diperkirakan lebih baik dari sekarang. Hal serupa juga dilakukan ketika laba mendatang diperkirakan akan buruk dibandingkan dengan tahun sekarang, maka manajer cenderung akan mengamankan laba sekarang. Alasannya adalah manajer akan dipecat ketika laba sekarang jelek, tanpa melihat laba-laba sebelumnya.

Kelima, *initial public offerings* (IPO). Perusahaan yang akan melakukan IPO cenderung akan melakukan *earnings management* untuk

dilaporkan dalam *prospectus* dengan harapan untuk memperoleh harga tinggi dari penjualan sahamnya. Hasil penelitian Friedlan (1994) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO melakukan rekayasa *discretionary accrual* dengan cara menaikkan laba pada periode-periode akhir sebelum perusahaan yang bersangkutan melakukan IPO. Dengan demikian laba yang dilaporkan menjelang perusahaan melakukan IPO kelihatan tinggi. Hal ini dilakukan dengan harapan untuk menarik investor untuk membeli sahamnya. Namun jika setelah IPO manajemen perusahaan tidak mampu meningkatkan kinerjanya, maka justru akan ditinggalkan investor. Karena ada kemungkinan para investor bisa mendeteksi adanya manajemen laba menjelang perusahaan melakukan IPO. Sebaliknya apabila setelah IPO ternyata kinerja perusahaan semakin bagus, maka manajemen laba yang dilakukan menjelang IPO tersebut mencerminkan strategi manajer untuk menarik perhatian investor untuk menanamkan dananya ke perusahaannya.

2.1.8 Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)

Salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai pemegang saham. Nilai pemegang saham merupakan nilai ekuitas yang menjadi bagian dari nilai perusahaan. Nilai pemegang saham merupakan nilai perusahaan dikurangi hutang. Penman (2004:43) menyatakan bahwa salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham melalui dividen dan meningkatkan harga saham. Selanjutnya dalam rangka untuk pembatasan pada studi ini, maka nilai pemegang saham merupakan

peningkatan atau penurunan harga pasar saham yang beredar dibandingkan dengan nilai buku per lembar saham.

Prinsip-prinsip *good corporate governance* (meliputi transparansi, akuntabilitas, pertanggungjawaban, independensi, dan kewajaran) menjadi titik tolak dalam menjamin hak-hak para pemegang saham, sehingga akan berdampak pada meningkatnya nilai pemegang saham. Dalam rangka untuk kepentingan studi ini batasan nilai pemegang saham mengikuti Brigham and Houston (1999:92), yaitu nilai yang diberikan oleh pelaku pasar saham terhadap kinerja perusahaan. Nilai tersebut merupakan apresiasi pasar saham jika harga saham di atas nilai buku per lembar saham. Sebaliknya nilai tersebut merupakan depresiasi pasar saham jika harga saham di bawah nilai buku per lembar saham.

Dalam studi ini ukuran nilai pemegang saham dengan menggunakan nilai pasar saham terhadap nilai buku saham. Nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham dalam bentuk harga saham. Harga saham perusahaan merupakan reaksi pasar terhadap keseluruhan kondisi perusahaan yang juga merupakan cerminan nilai pemegang saham yang diwujudkan dalam bentuk harga saham.

2.1.9 Cost of Equity Capital

Cost of equity capital (COC) merupakan *cost* yang dikeluarkan untuk membiayai sumber pembelanjaan (*source of financing*) (Modigliani and Miller, 1958). Kedua orang tersebut merupakan pihak yang pertama kali mendefinisikan *cost of equity capital* dalam literatur keuangan. *Cost of*

equity capital dapat diidentifikasi sebagai tingkat *return* minimum yang disyaratkan oleh penggunaan modal ekuitas atas investasi (Mardiyah, 2002). *Cost of equity capital* berkaitan dengan risiko investasi saham perusahaan. Perusahaan dapat memperoleh modal ekuitas dengan dua cara, yaitu laba ditahan dan mengeluarkan saham baru (Weston and Copeland, 1996:86). Sesuai dengan beberapa definisi sebagaimana tersebut di atas bahwa *cost of equity capital* pada dasarnya merupakan cerminan biaya yang ditanggung perusahaan untuk kepentingan publik. Perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengungkap mengenai perusahaan yang tentunya berdampak terhadap biaya yang dikeluarkan. Oleh karena itu *cost of equity capital* yang dimaksud dalam studi ini adalah biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (pemegang saham, investor, pemerintah, kreditor, dan masyarakat secara umum). Kepemilikan institusional sebagai pemilik mayoritas sangat berkepentingan untuk menjaga reputasi dan nilai perusahaan. Untuk itu pemilik mayoritas tidak ingin adanya asimetri informasi antara pemilik mayoritas dan minoritas yang disebabkan oleh tindakan manajemen yang memiliki kecenderungan untuk menguntungkan dirinya sendiri dan kemungkinan merugikan para pemegang saham. Karena jika terjadi asimetri informasi antara pemegang saham mayoritas dan minoritas, maka pemegang saham minoritas dan pasar saham akan mendiskon harga saham sehingga akan merugikan pemegang saham mayoritas itu sendiri. Untuk itu pemilik mayoritas dapat menekan manajer untuk mengungkap informasi mengenai perusahaan, walaupun memerlukan biaya yang cukup besar. Bahkan tidak menutup kemungkinan

pemilik mayoritas menjadi bagian dari manajemen atau menjadi manajemen perusahaan itu sendiri. Sehingga kepentingan pemegang saham mayoritas tetap terlindungi tanpa harus mengabaikan kepentingan pemegang saham yang lain. Di sisi lain motif manajemen laba yang dilakukan untuk memperoleh pendanaan dengan biaya murah, maka akan mempengaruhi persepsi investor atas risiko perusahaan. Dengan demikian jika manajemen laba yang dianggap sebagai rekayasa negatif, maka manajer berusaha untuk menutupi rekayasa laba tersebut yang berkonsekuensi terhadap biaya yang dikeluarkan. Jadi manajemen laba berhubungan positif dengan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

Terdapat beberapa alternatif untuk mengestimasi *cost of equity capital*. Menurut Botosan (1997) beberapa alternatif pendekatan untuk mengestimasi *cost of equity capital* adalah: Pertama, menggunakan *average reliazed returns*. Pendekatan ini mengandung *noise* dalam pengukuran *cost of capital* karena berdasarkan penelitian sebelumnya, sulit menunjukkan adanya hubungan antara *return* dengan risiko. Kedua, menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Model CAPM pertama kali dikembangkan oleh Sharpe (1964). Kemampuan untuk mengestimasi *return* suatu individual sekuritas merupakan hal yang sangat penting dan diperlukan oleh investor. Untuk dapat mengestimasi *return* suatu sekuritas dengan baik dan mudah diperlukan suatu model estimasi. Oleh karena itu kehadiran CAPM dapat digunakan untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas dianggap sangat penting di bidang keuangan dan pasar modal.

Asumsi-asumsi yang mendasari CAPM yang dinyatakan dalam Foster (1986:337) adalah tidak ada biaya transaksi; investasi bisa dipecah-pecah; tidak ada pajak penghasilan bagi pemodal; investor secara individual tidak dapat mempengaruhi harga saham; keputusan investasi berdasarkan pertimbangan antara *return* ekspektasi dan deviasi standar *return* dari portofolio; penjualan jangka pendek diijinkan; investor bisa menyimpan dan meminjam dengan tingkat bunga yang sama; investor mempunyai pengharapan yang homogen; semua aktiva bisa diperjualbelikan. Pada awalnya beberapa asumsi yang mendasari relatif banyak bahkan kurang realistis untuk mengembangkan model CAPM. Namun perlu diingat bahwa pengujian akhir suatu model bukanlah pada realitas tidaknya asumsi-asumsi yang dipergunakan dalam model tersebut, tetapi pada bagaimana kemampuan model tersebut menjelaskan realitas (Husnan, 1996:165). Mengikuti argumen tersebut di atas maka pengukuran *cost of equity capital* dalam studi ini menggunakan CAPM. Model pengukuran tersebut diharapkan dapat menjelaskan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik pada perusahaan manufaktur yang terdaftar pada PT. Bursa Efek Jakarta dengan melepaskan asumsi-asumsi yang mendasari CAPM supaya model ini lebih realistis mewakili kenyataannya.

2.2 Penelitian Terdahulu

Hasil penelitian Bathala *et al.* (1994), Crutchley and Jensen (1996), Moh'd *et al.* (1998), dan Chowdhury and Geringer (2001) menunjukkan

bahwa kepemilikan saham institusional mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap rasio hutang perusahaan. Dari temuan tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional lebih menyukai perusahaan menggunakan hutang pada tingkat yang rendah, karena semakin besar hutang maka akan membebani perusahaan dan ada kemungkinan perusahaan tidak mampu membayar hutang-hutangnya. Wu (2004) dan Bruslerie and Latrous (2007) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berhubungan positif dengan *leverage*. Hal tersebut mencerminkan kepemilikan institusional yang terkonsentrasi, akibatnya pemilik institusional memegang saham dalam jangka panjang, sehingga kesulitan menjual saham. Situasi ini memberikan insentif bagi manajer untuk mencari pendanaan dari pihak ketiga melalui hutang.

Jiambalvo *et al.* (1996), Xu and Wang (1997), Bushee (1998a, 1998b), Rajgopal *et al.* (1999), Mitra (2002), Madiastuty dan Machfoedz (2003), Hsu and Koh (2005), dan Herawati (2007) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap manajemen laba. Temuan tersebut mencerminkan bahwa kepemilikan institusional membatasi manajer untuk melakukan manajemen laba. Boediono (2005) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap manajemen laba. Temuan tersebut bermakna bahwa semakin besar kepemilikan institusional, maka semakin tinggi besaran manajemen laba pada laporan keuangan yang dilakukan oleh manajer.

Hasil penelitian Slovin and Sushka (1993), Smith (1996), Xu and Wang (1997), Pizarro *et al.* (2006) dan Bjuggren *et al.* (2007) menunjukkan

bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap nilai pemegang saham. Temuan tersebut mencerminkan bahwa kepemilikan institusional meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan yang berupa naiknya volume perdagangan saham dan harga saham. Sedangkan Demsetz *and* Lehn (1985) dan Demsetz *and* Villalonga (2001) tidak menemukan bukti adanya hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Tidak adanya hubungan tersebut ternyata kepemilikan institusional bukan mayoritas, sehingga tidak mampu mengawasi kinerja manajer secara baik.

Brush *et al.* (2000) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap *cost of equity capital*. Artinya semakin besar saham yang dimiliki oleh institusi, maka semakin besar biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Sedangkan Ashbaugh *et al.* (2004) dan Haque (2006) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap *cost of equity capital*. Ada kesan bahwa kepemilikan institusional tidak terlalu butuh banyak informasi yang harus diungkap, sehingga *of equity capital* rendah.

Hasil penelitian Wilson (1986), Bowen *et al.* (1986, 1987) dan Rayburn (1986), Ali (1994), Baridwan (1997), Ditmar *and* Smith (2005), dan Yudianti (2006) menunjukkan bahwa aliran kas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Temuan tersebut mencerminkan bahwa aliran kas memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi nilai perusahaan. Sedangkan Board *and* Day (1989), Triyono (1999), dan

Gunawan dan Bandi (2000), dan Brush *et al.* (2000) tidak menemukan adanya hubungan antara aliran kas dengan nilai perusahaan. Aliran kas bukan menjadi pertimbangan dalam mengambil keputusan, tampaknya investor melihat potensi lain dalam menentukan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

Defond *and* Jiambalvo (1994), Sweeney (1994), Dechow *et al.* (1995), Jones *and* Sharma (2001), Widyaningdyah (2001), dan Achmad *et al.* (2007) menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap manajemen laba. Artinya semakin besar hutang maka mendorong manajer untuk melakukan manajemen laba yang bertujuan untuk mengelabui kreditor yang seolah-olah kinerja bagus dengan maksud untuk memperoleh tambahan pinjaman dari kreditor. Sedangkan Lee (1999), Bao *and* Bao (2004), dan Wasilah (2005) tidak menemukan hubungan antara *leverage* dengan manajemen laba. Temuan tersebut mencerminkan bahwa perusahaan yang memiliki hutang yang tinggi, maka manajer menggunakan risiko bukan dalam bentuk rekayasa laba, karena adanya pengawasan yang intensif oleh pihak kreditor.

Temuan empiris Herry dan Hamin (2005), dan Black *et al.* (2005) menunjukkan bahwa hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Artinya kebijakan penggunaan hutang mampu meningkatkan kinerja perusahaan. Sebaliknya Soliha dan Taswan (2002) menunjukkan bahwa tidak ada hubungan antara hutang dengan nilai perusahaan. Artinya kebijakan hutang tidak berhasil mempengaruhi nilai perusahaan.

Chaney *and* Lewis (1994) dan Bao *and* Bao (2004) menunjukkan bahwa manajemen laba berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham. Temuan tersebut memberi kesan bahwa manajemen laba bertujuan untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya Bitner *and* Dolan (1996), Zhang *et al.* (2004), Mursalim (2005) menunjukkan bahwa perataan laba sebagai salah satu proksi manajemen laba tidak berpengaruh terhadap minat investor untuk melakukan investasi di pasar saham. Ada kesan bahwa para pelaku pasar saham tidak mempertimbangkan informasi adanya manajemen laba.

Hasil penelitian Francis *et al.* (2004, 2005), Utami (2005), dan Halim dkk. (2005) menunjukkan bahwa manajemen laba berpengaruh positif terhadap *cost of equity capital*. Manajemen laba dianggap sebagian pihak merupakan perilaku yang menyesatkan, sehingga banyak informasi yang harus diungkap oleh perusahaan untuk menutupi kecurangannya.

Ashbaugh *et al.* (2004), Huang (2004), dan Gomes *et al.* (2005) menunjukkan bahwa hak pemegang saham berhubungan positif dengan *cost of equity capital*. Tidak adanya ekspropriasi oleh pemegang saham mayoritas, maka mencerminkan hak pemegang saham terlindungi sehingga berdampak terhadap biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Clement *et al.* (2000) dan Cheng *et al.* (2006) menunjukkan bahwa hak pemegang saham berhubungan negatif terhadap *cost of equity capital*. Tetapi penelitian tersebut belum mengkaji hubungan langsung antara nilai pemegang saham dengan *cost of equity capital*, sehingga atas dasar tersebut penelitian ini mengembangkannya

dengan mengkaitkan langsung antara nilai pemegang saham dengan *cost of equity capital*. Penjelasan secara mendalam akan dikaji pada bahasan hubungan antar variabel penelitian.

2.3. Hubungan antar Variabel Penelitian

Pada bagian ini akan dijelaskan hubungan antar variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Keterhubungan ini akan menjadi terarah dan jelas tentunya didasarkan atas konsep, studi teoritik maupun hasil studi empirik yang telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya yang menjadi landasan yang kuat dan mendukung penelitian ini. Selanjutnya berikut ini adalah penjelasan logis dan terarah yang melandasi hubungan antar variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

2.3.1 Hubungan Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan *Leverage*

Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pemegang saham akan melakukan pengawasan terhadap manajemen namun bila biaya pengawasan tersebut tinggi maka pemegang saham akan menggunakan pihak ketiga (*debtholders* atau *bondholders*) untuk membantu melakukan pengawasan. Sesuai dengan pernyataan tersebut, pemegang saham yang memiliki kemampuan untuk melakukan pengawasan yang handal adalah pemegang saham mayoritas (terkonsentrasi), institusional atau terkonsentrasi pada pemilik institusional. Alasannya pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas memiliki kelebihan dibanding investor individual. Dari sisi pendanaan pemilik institusional lebih kuat dibanding pemilik individual. Pada umumnya pemegang saham mayoritas (konsentrasi kepemilikan

institusional) menyerahkan pengelolaan investasinya pada divisi khusus dengan menunjuk profesional yang memiliki keahlian dibidang analis dan keuangan, sehingga pemilik mayoritas dapat memantau perkembangan investasinya dengan baik. Jadi jika persentase kepemilikan cukup besar (mayoritas), maka mereka memiliki insentif untuk melakukan pengawasan secara efektif terhadap manajemen (agen), dan memiliki kemampuan untuk mempengaruhi maupun mengubah tindakan serta keputusan manajemen. Kalau analis dapat menganalisis dengan baik, tentunya hasil analisis tersebut dapat digunakan untuk menilai apakah manajer tersebut dapat memajukan perusahaan atau tidak. Jika manajer tidak bisa memajukan perusahaan yang hal ini tidak disukai oleh pemilik, maka bisa berakibat manajer tersebut diganti dan inilah salah satu bentuk pengawasan yang efektif. Secara tidak langsung emiten atau manajer yang tidak bisa memajukan perusahaan seperti itu maka menjadikan sahamnya tidak laku di pasar saham dan kesulitan mencari pendanaan. Pihak ketiga yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut. Biasanya syarat-syarat perjanjian hutang seperti *debt to equity* yang harus dipenuhi perusahaan yang berhutang di masa mendatang akan membatasi manajemen dalam menjalankan bisnis. Jadi syarat-syarat perjanjian hutang tersebut bisa dijadikan mekanisme pengawasan oleh kreditor terhadap perusahaan.

Mengikuti pernyataan sebelumnya, temuan Bathala *et al.* (1994), Crutchley and Jensen (1996) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan pendanaan keuangan yang diperoleh melalui

hutang. Hasil temuan tersebut mendukung dugaan bahwa investor institusional menjadi efektif dalam mengawasi agen/manajer dan membantu dalam mengurangi biaya keagenan. Keberadaan pemilik institusional menjadi pertimbangan bagi manajemen dalam menentukan kebijakan hutang.

Moh'd *et al.* (1998) menemukan bahwa kepemilikan saham institusional mempunyai pengaruh signifikan terhadap rasio hutang perusahaan dengan hubungan negatif. Moh'd *et al.* melakukan penelitian dengan data sampel sebanyak 311 perusahaan yang terdaftar pada pasar modal Amerika Serikat periode tahun 1972-1989. Dari temuan tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional efektif dalam melakukan fungsi pengawasan keagenan sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya. Investor institusional menjadi mekanisme dari pihak luar dalam mengawasi kinerja manajer.

Berbeda dengan penelitian sebelumnya, Filatotchev *and* Mickiewicz (2001) menyimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan berhubungan dengan kurangnya efisien dalam menggunakan sumberdaya keuangan yang diukur dengan rasio hutang terhadap investasi. Konsentrasi kepemilikan pada penelitian tersebut tidak tergantung pada identitas siapa sesungguhnya pemegang saham yang paling besar. Jadi berdasarkan kajian tersebut dapat dikatakan bahwa konsentrasi kepemilikan bukan menjadi faktor untuk menentukan kebijakan hutang perusahaan. Hal tersebut menjadi cerminan bahwa kebijakan hutang merupakan kewenangan dan kebijakan manajemen yang tidak dipengaruhi oleh pihak lain termasuk dalam hal ini adalah

institusional sebagai pemilik mayoritas. Ada kesan juga bahwa pemilik mayoritas rupanya memberikan kepercayaan penuh kepada manajemen untuk mengelola perusahaan termasuk dalam hal menentukan kebijakan hutang perusahaan.

Chowdhury *and* Geringer (2001) menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap *leverage* pada perusahaan-perusahaan di Jepang. Penelitian tersebut menggunakan 118 sampel data dari lima kelompok industri. Hasilnya ternyata sesuai dengan hipotesis yang diajukan yaitu kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *leverage* dengan hubungan negatif. Keberadaan investor institusional ternyata mampu meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan. Artinya masuknya investor institusional direaksi positif oleh pasar saham yang berupa naiknya likuiditas pasar saham dan harga saham. Hal tersebut mencerminkan perusahaan dapat dengan mudah mencari pendanaan dengan menjual sahamnya di pasar modal. Sehingga ada kesan tidak terlalu dibutuhkan mencari tambahan pendanaan dari pihak pemberi pinjaman.

Di sisi lain Wu (2004) menunjukkan bahwa keberadaan investor institusional mendorong semakin tingginya *leverage* pada perusahaan yang memiliki set kesempatan pertumbuhan (*investment opportunity set*) yang tinggi. Penelitian Wu menggunakan 833 observasi perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada pasar modal di Jepang selama periode 1992-2000. *Leverage* tinggi yang dimotivasi oleh keberadaan pemilik institusional mencerminkan kepemilikan institusional jangka panjang. Keberadaan konsentrasi kepemilikan institusional, maka mereka akan kesulitan menjual

sahamnya, sehingga memegang saham tersebut dalam jangka panjang. Situasi tersebut membuat pemilik institusi memberikan insentif bagi manajer untuk menambah hutang.

Hasil yang berbeda ditunjukkan Bruslerie *and* Latrous (2007) yang menemukan bahwa terdapat hubungan positif antara kepemilikan institusional dengan *leverage*. Bruslerie *and* Latrous melakukan penelitian dengan ukuran sampel sebanyak 118 perusahaan yang terdaftar pada pasar modal Negara Prancis selama periode tahun 1998-2002. Hubungan positif dari temuan penelitian tersebut ternyata keberadaan kepemilikan institusional bukan mayoritas. Oleh karenanya pemilik institusional tidak bisa mengendalikan kinerja manajemen secara langsung. Sehingga diperlukan tambahan pengawasan dari pihak kreditor yang sekaligus untuk menambah posisi pendanaan perusahaan. Dari kajian beberapa penelitian sebelumnya, para peneliti masih memberikan hasil yang tidak konsisten. Penelitian sebelumnya masih menunjukkan perbedaan arah hubungan, yaitu terdapat peneliti yang menemukan hubungan positif (negatif) antara kepemilikan institusional dengan *leverage*, dan ada juga temuan yang menunjukkan tidak ada hubungan antara kepemilikan institusional dengan *leverage*.

Studi ini mengikuti pendapat maupun temuan empiris yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara konsentrasi kepemilikan institusional dengan *leverage*. Alasannya pemilik institusional sebagai pemilik mayoritas merasa memiliki kemampuan dari sisi pendanaan sehingga tidak terlalu penting untuk menambah pendanaan dari eksternal

melalui hutang. Ada kekhawatiran dari pihak pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas yaitu jika manajemen tidak mampu mengelola hutang secara baik, maka akan menurunkan kepercayaan publik terhadap perusahaan yang berupa turunnya volume perdagangan saham dan harga pasar saham sehingga dampaknya juga akan menurunkan nilai perusahaan. Di samping itu terlalu banyak hutang sangat berisiko terhadap kebangkrutan perusahaan akibat kemungkinan perusahaan tidak mampu membayar hutang-hutangnya karena dengan hutang berarti perusahaan juga harus membayar bunga hutang. Ada juga anggapan bahwa pemilik institusional apalagi kepemilikannya mayoritas merupakan investor yang memiliki kecanggihan dan kemampuan dibanding investor individual dalam mengawasi kinerja manajer, sehingga keberadaan kreditor untuk ikut mengawasi kinerja manajer tidak terlalu penting.

2.3.2 Hubungan Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Manajemen Laba (*Earnings Management*)

Kepemilikan institusional sebagai pemegang saham mayoritas bisa menentukan siapa yang akan dipercaya mengelola perusahaan. Sehingga mereka bisa menempatkan orang-orangnya untuk masuk dalam jajaran manajemen perusahaan atau menjadi manajer perusahaan. Namun pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas tidak akan meminta orang-orang yang ditempatkan pada jajaran manajemen atau bahkan yang menjadi manajer untuk melakukan rekayasa laba, karena jika pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas meminta manajer melakukan rekayasa

laba yang menguntungkan dirinya, maka pemegang saham minoritas dan pasar saham akan mendiskon harga saham perusahaan yang justru akan merugikan pemegang saham mayoritas itu sendiri. Jadi, konsentrasi kepemilikan institusional identik dengan rendahnya manajemen laba.

Pandangan yang lain mengatakan bahwa kemampuan investor institusional dalam mengendalikan pihak manajer melalui proses pengawasan secara efektif dapat mengurangi manajemen laba. Pengawasan oleh pihak investor institusional dapat mendorong manajer untuk lebih memfokuskan diri terhadap peningkatan kinerja perusahaan, sehingga akan mengurangi perilaku mementingkan dirinya sendiri. Pengawasan investor institusional menjadi efektif karena mereka memiliki kekuatan dari sisi pendanaan sehingga pada umumnya menunjuk seseorang profesional yang ditugasi untuk mengelola investasinya. Sehingga investor institusional memiliki cara yang canggih dibandingkan investor lainnya dalam mengakses segala informasi yang dibutuhkan. Di samping itu investor institusional umumnya memiliki saham yang cukup besar sehingga mempunyai kemudahan untuk memperoleh informasi. Informasi ini sangat penting untuk melihat kinerja manajer. Dengan demikian keberadaan investor institusional akan membatasi manajer untuk melakukan manipulasi melalui manajemen laba.

Grand theory yang mendasari hubungan antara konsentrasi kepemilikan institusional dan manajemen laba adalah teori keagenan yang dinyatakan oleh Shleifer *and* Vishny (1997). Teori tersebut menyatakan bahwa jika terdapat pemegang saham mayoritas dan beberapa pemegang

saham yang lain kepemilikannya minoritas, maka pemegang saham mayoritas (terkonsentrasi) memiliki kendali mutlak sehingga dapat melakukan tindakan yang menguntungkan pemegang saham mayoritas tetapi merugikan pemegang saham minoritas. Kendali mutlak yang dimaksud adalah bahwa pemegang saham mayoritas dapat mengarahkan manajemen sesuai kepentingannya. Di samping itu pemilik mayoritas berpeluang besar untuk masuk dalam jajaran manajemen atau bahkan menjadi manajer perusahaan itu sendiri. Untuk itulah kepemilikan institusional yang sekaligus mereka menjadi manajer perusahaan, maka sangat berpotensi untuk melakukan manajemen laba.

Temuan Jiambalvo *et al.* (1996), Bushee (1998a, 1998b), Rajgopal *et al.* (1999), Mitra (2002), Madiastuty dan Machfoedz (2003) dan Hsu and Koh (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap manajemen laba dengan hubungan negatif. Dari temuan tersebut di atas menunjukkan bahwa kepemilikan institusional menjadi mekanisme yang efektif dalam mengawasi kinerja manajer. Institusional yang memiliki saham yang cukup besar mendelegasikan pengelolaan investasinya kepada profesional yang memiliki keahlian dalam bidang analisis dan keuangan. Pihak analisis umumnya sangat paham tentang bentuk-bentuk rekayasa keuangan suatu perusahaan. Dalam hal ini manajemen laba umumnya dianggap sebagai tindakan yang menguntungkan manajer tetapi sebaliknya ada kemungkinan merugikan pemegang saham termasuk dalam hal ini institusional sebagai pemilik mayoritas. Jika analisis mampu menemukan adanya kecurangan berupa rekayasa laba yang dilakukan oleh

manajer untuk kepentingan dirinya sendiri, maka temuan tersebut bisa dijadikan oleh pihak pemilik mayoritas untuk memberhentikan manajer. Namun jika tidak ditemukan adanya kecurangan yang dilakukan oleh manajer, bahkan kebijakan manajer justru menguntungkan para pemegang saham secara keseluruhan, maka sangat wajar kalau pemilik perusahaan memberi tambahan bonus kepada manajer. Pandangan bahwa rekayasa laba merupakan tindakan yang bersifat negatif nampaknya menjadikan pijakan bagi manajer untuk berusaha meminimalisasi tindakan yang mengarahkan pada kebijakan akuntansi yang cenderung untuk menaikkan atau menurunkan laba perusahaan.

Studi Herawati (2007) yang melakukan penelitian di Indonesia menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba dalam hubungan negatif. Kepemilikan institusional memiliki kemudahan dalam mengakses informasi mengenai perusahaan dan tidak segan-segan memberhentikan manajer melalui rapat umum pemegang saham luar biasa bila bertindak tidak sesuai kepentingannya. Untuk itu manajer sebagai profesional berusaha semaksimal mungkin untuk mengelola perusahaan sesuai keinginan para pemilik. Kondisi tersebut membuat manajer untuk berusaha menyampaikan laporan keuangan perusahaan sesuai kondisi yang ada di lapangan. Sehingga ada kesan bahwa manajer merasa tidak nyaman untuk melakukan rekayasa laba karena bila hal tersebut tetap dilakukan maka akan berdampak terhadap dirinya sendiri yaitu diberhentikan sebagai manajer oleh pemilik. Namun demikian penelitian Herawati selayaknya dibantah validitasnya karena data

yang digunakan merupakan kepemilikan institusional yang sifatnya menyebar pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Padahal kenyataannya hanya ada tiga negara yang pasar modalnya terdapat kepemilikan menyebar. Penelitian La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000a), dan Facio and Lang (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan perusahaan publik di hampir semua negara adalah terkonsentrasi, kecuali di Amerika Serikat, Inggris dan Jepang. La Porta *et al.* menunjukkan bahwa struktur kepemilikan yang terkonsentrasi terjadi di negara-negara dengan tingkat *corporate governance* yang rendah. Rendahnya *corporate governance* juga terjadi di Indonesia. Claessens *et al.* (2000a) menemukan bahwa 68,6% perusahaan-perusahaan di Indonesia dikuasai oleh keluarga. Hal ini menyebabkan rentannya *expropriation* oleh pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas.

Balsam *et al.* (2002) menemukan adanya hubungan negatif antara akrual diskresioner yang tidak diekspektasi dengan *return* saham. Hubungan negatif tersebut bervariasi tergantung tingkat kecanggihan investor, dimana reaksi pasar dari investor yang lebih canggih mendahului investor yang tidak canggih. Keputusan investor dalam menjual atau membeli saham tergantung pada kecanggihan investor dalam mengakses dan menganalisis informasi. Jika dipandang lebih menguntungkan maka investor yang canggih akan menjual saham lebih cepat dibanding investor yang tidak canggih. Begitu juga jika berdasarkan analisisnya suatu perusahaan memiliki prospek yang menguntungkan di masa yang akan datang, maka

investor yang memiliki kecanggihan akan lebih cepat membeli saham suatu perusahaan dibandingkan investor yang tidak canggih.

Penelitian Mitra (2002) dan Liu *and* Peng (2006) menunjukkan bahwa keberadaan kepemilikan institusional menurunkan fleksibilitas bagi manajer untuk melakukan manajemen laba. Kepemilikan institusional yang memiliki tujuan investasi jangka pendek melalui analisis keuangan yang dimiliki benar-benar memantau perusahaan yang menguntungkan pada periode tahun berjalan (sekarang). Jika atas investasinya perusahaan tersebut tidak menguntungkan, maka investor segera menarik investasinya kemudian menanamkan dananya pada perusahaan lain yang berprospek menguntungkan. Kondisi tersebut nampaknya ditanggapi oleh manajer dengan mengambil kebijakan manajemen yang dapat menurunkan risiko persepsian investor institusional dengan cara menurunkan rekayasa laba. Dengan demikian kepemilikan institusional yang memiliki tujuan investasi jangka pendek mendorong manajer untuk memenuhi kepentingan investor institusional dengan cara mengambil kebijakan akuntansi yang mengurangi rekayasa laba.

Hasil penelitian yang berlawanan dengan yang tersebut di atas antara lain Demsetz *and* Lehn (1985), Darmawati (2003), dan Ujijantho dan Pramuka (2007). Mereka tidak menemukan hubungan antara konsentrasi kepemilikan institusional dan manajemen laba. Demsetz *and* Lehn (1985) menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap tingkat laba akuntansi. Peneliti menyimpulkan bahwa tidak adanya hubungan tersebut karena tingkat kepemilikan institusional

paling besar di Amerika Serikat hanya 20%. Tingkat kepemilikan tersebut ternyata belum memiliki kekuatan penuh dalam mengendalikan manajemen. Di samping itu kepemilikan saham di Amerika Serikat termasuk negara yang kepemilikan sahamnya kecenderungan menyebar, sehingga tidak ada pihak yang secara langsung dapat mengendalikan manajemen. Dengan demikian kepemilikan institusional walaupun dikatakan pada posisi pemilik mayoritas tetapi kepemilikannya tidak lebih dari 20% ternyata tidak memiliki kemampuan untuk mempengaruhi manajer dalam melakukan manajemen laba.

Begitu juga Darmawati (2003) serta Ujijantho dan Pramuka (2007) tidak menemukan adanya hubungan antara pengelolaan laba dengan kepemilikan institusional. Hasil penelitian tersebut sesuai dengan konsep yang menyatakan bahwa institusional adalah pemilik yang lebih memfokuskan pada laba sekarang. Pemilik institusional yang memiliki orientasi jangka pendek lebih mementingkan laba periode tahun berjalan (sekarang). Atas dasar pandangan tersebut, maka manajer lebih memilih kebijakan akuntansi yang cenderung sesuai realitas di lapangan dengan tidak melakukan rekayasa laba yang menguntungkan dirinya sendiri.

Sementara itu, Boediono (2005) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba dengan hubungan positif. Artinya semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin tinggi besaran manajemen laba pada laporan keuangan yang dilakukan oleh manajer. Hal ini sesuai dengan konsep yang dinyatakan oleh Porter (1992) yang mengatakan bahwa investor

institusional adalah pemilik sementara dan lebih memfokuskan diri pada laba jangka pendek. Investor institusional lebih menyukai perusahaan yang memiliki laba periode sekarang lebih tinggi dibanding laba periode tahun sebelumnya. Pandangan tersebut mendorong manajer untuk melakukan rekayasa laba yang bertujuan untuk meningkatkan laba periode tahun berjalan (sekarang). Di samping itu terdapat peneliti yang meneliti hubungan antara kepemilikan dan kompensasi. Khan *et al.* (2005) menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan tingkat kompensasi. Kompensasi yang semakin rendah mendorong manajer untuk melakukan rekayasa laba yang menguntungkan dirinya sendiri. Dengan demikian konsentrasi kepemilikan institusional yang disertai kompensasi manajer yang rendah mendorong manajer melakukan manajemen laba yang menguntungkan dirinya sendiri.

Di sisi lain Chung *et al.* (2005) melakukan penelitian dengan menggunakan data sebanyak 22.576 observasi selama periode 1984-1996 ternyata memberikan hasil yang berbeda. Hasilnya menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional tidak mempengaruhi manajemen laba secara langsung. Tetapi kenyataannya konsentrasi kepemilikan institusional menjadi pemoderasi terhadap hubungan antara aliran kas bebas dengan manajemen laba. Dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengawasan oleh pihak eksternal dalam hal ini adalah konsentrasi kepemilikan institusional secara efektif memperkuat hubungan antara aliran kas bebas dengan manajemen laba. Pemilik institusional lebih fokus terhadap aliran kas bebas, karena aliran kas bebas yang terlalu besar mencerminkan manajer

tidak mampu mengelola kas perusahaan secara maksimal sehingga mendorong manajer untuk melakukan manajemen laba.

Studi ini mengikuti temuan sebelumnya yang menunjukkan hubungan negatif antara konsentrasi kepemilikan institusional dengan manajemen laba. Alasannya pertama, konsentrasi kepemilikan institusional menjadikan pemilik bisa bertindak sesuai kepentingan dirinya sendiri. Pemilik mayoritas bisa menjadi bagian dari jajaran manajemen atau bahkan menempatkan orangnya menjadi manajer itu sendiri. Konsentrasi kepemilikan institusional yang memasukkan orang-orangnya kedalam jajaran manajemen perusahaan dapat melakukan rekayasa laba yang menguntungkan pemegang saham mayoritas dan manajemen tetapi merugikan pemegang saham minoritas. Namun pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas tidak akan meminta orang-orangnya yang ditempatkan pada jajaran manajemen atau bahkan yang menjadi manajer untuk melakukan rekayasa laba atau setidaknya hanya akan meminimalisasi rekayasa laba, karena jika pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas meminta manajer melakukan rekayasa laba yang menguntungkan dirinya, maka pemegang saham minoritas dan pasar saham akan mendiskon harga saham perusahaan yang justru akan merugikan pemegang saham mayoritas itu sendiri. Jadi, konsentrasi kepemilikan institusional identik dengan rendahnya manajemen laba.

Kedua, investor institusional sebagai pemilik mayoritas tidak ingin publik dan pemegang saham minoritas mendiskon harga pasar saham yang disebabkan adanya informasi manajemen laba yang dilakukan oleh manajer

perusahaan. Mediskon tidak berarti langsung menjual saham dengan harga murah, tetapi justru pemegang saham minoritas bisa menyebabkan harga saham bisa jatuh ke harga yang terendah, yang bisa dilakukan oleh pemegang saham minoritas dengan menyampaikan berita manajemen laba yang menguntungkan pemegang saham mayoritas dan merugikan pemegang saham minoritas, dan inilah yang ditakutkan pemegang saham mayoritas. Manajemen laba dianggap sebagai rekayasa negatif dengan cara menaikkan atau menurunkan laba perusahaan sesuai kepentingan manajemen. Dengan manajemen laba akan digunakan oleh manajer untuk melakukan justifikasi bahwa kinerjanya bagus padahal ada kemungkinan bahwa sesungguhnya kinerjanya tidak sebagus yang dilaporkan. Oleh karena itu investor institusional sebagai pemilik mayoritas memiliki kemampuan untuk menekan manajer untuk melaporkan sesuai kepentingan pemilik baik itu pemilik mayoritas maupun pemilik minoritas, sehingga kesempatan bagi manajer untuk melakukan manajemen laba terbatas.

2.3.3 Hubungan Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)

Teori keagenan merupakan *grand theory* yang mendasari hubungan antara konsentrasi kepemilikan institusional dengan nilai pemegang saham. Teori ini menyatakan bahwa pemegang saham mayoritas akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan yang berarti juga meningkatkan nilai pemegang saham seperti halnya dalam kepemilikan saham oleh pihak manajemen (Jensen, 1986). Dalam hal ini pemegang saham mayoritas

(terkonsentrasi) sangat berkepentingan untuk membangun reputasi perusahaan tanpa melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Ekspropriasi merupakan cara memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000b). Komitmen pemegang saham mayoritas ini sangat kuat karena apabila pemegang saham mayoritas melakukan ekspropriasi pada saat dia memegang saham dalam jumlah besar, maka para pemegang saham minoritas dan pasar akan mendiskon harga pasar saham perusahaan tersebut, sehingga akan merugikan pemegang saham mayoritas itu sendiri.

Pada umumnya investor institusional merupakan pemegang saham yang cukup besar sekaligus memiliki pendanaan yang besar. Ada anggapan bahwa perusahaan yang memiliki pendanaan besar, maka kecil kemungkinan berisiko mengalami kebangkrutan. Sehingga keberadaannya akan meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan. Kepercayaan inilah yang mendorong meningkatkan volume perdagangan dan harga saham, dengan demikian akan meningkatkan nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham. Investor institusional pada umumnya mendelegasikan pengelolaan investasinya pada divisi khusus. Sehingga mereka memiliki kemampuan melakukan pengawasan yang lebih baik dibanding investor lainnya. Pengawasan yang lebih baik berarti hak para pemegang saham termonitor, dengan demikian akan mendorong meningkatkan nilai pemegang saham. Karena nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat pengawasan yang efektif (Slovin *and* Sushka, 1993). Pengawasan yang efektif tersebut membuat

manajer untuk bekerja keras dan menguntungkan perusahaan. Pizarro *et al.* (2006) dan Bjuggren *et al.* (2007) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan dan kinerja perusahaan. Temuan tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional menjadi mekanisme yang handal sehingga mampu memotivasi manajer dalam meningkatkan kinerjanya.

Demsetz *and* Lehn (1985) dan Demsetz *and* Villalonga (2001) menemukan hasil yang berbeda dari penelitian sebelumnya yaitu bahwa tidak ada hubungan antara struktur kepemilikan dan profit perusahaan sebagai proksi *firm value*. Penelitian tersebut dilakukan di Amerika Serikat yang pasar modalnya terdapat kepemilikan menyebar. Kalau kepemilikan sahamnya menyebar pada banyak pemegang saham, maka tidak ada yang memiliki kendali khusus sehingga manajer dapat melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya sendiri dan kemungkinan merugikan pemegang saham. Pasar modal Amerika Serikat merupakan pasar modal yang efisien dan regulasinya sangat ketat, sehingga keberadaan struktur kepemilikan tidak terlalu penting. Para investor dapat dengan mudah mengakses informasi mengenai perusahaan yang mereka butuhkan. Sehingga kinerja perusahaan lebih banyak ditentukan oleh strategi dan kebijakan manajemen yang telah memperoleh amanah dari para pemegang saham. Sedangkan penelitian Jennings (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berhasil meningkatkan nilai perusahaan, yaitu kepemilikan institusional menurunkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan investor institusional bukan pemilik mayoritas sehingga tidak mampu memonitor

kinerja manajer secara baik. Keberadaan institusional justru menurunkan kepercayaan publik terhadap perusahaan. Akibatnya pasar saham mereaksi secara negatif yang berupa turunnya volume perdagangan saham dan harga saham, sehingga menurunkan nilai pemegang saham.

Hasil studi Smith (1996) menunjukkan secara empiris bahwa peningkatan kontrol oleh pemilik berhubungan positif dengan *return* saham. Ada kesan bahwa kontrol yang dilakukan oleh pemilik direaksi positif oleh pasar saham yang berupa naiknya harga saham. Harga saham yang memiliki kecenderungan naik maka investor akan memperoleh *return* positif, karena *return* diperoleh dari harga saham tanggal tertentu (sekarang) dikurangi harga saham tanggal sebelumnya dibagi dengan harga saham tanggal sebelumnya. *Return* meningkat menjadikan cerminan bahwa nilai pemegang saham juga meningkat. Jadi dapat disimpulkan bahwa peningkatan kontrol dalam hal ini konsentrasi kepemilikan insitusional berdampak positif terhadap nilai pemegang saham.

Temuan Xu *and* Wang (1997) menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, konsentrasi kepemilikan berhubungan positif dengan profitabilitas. Hubungan positif tersebut karena keberadaan kepemilikan terkonsentrasi mampu meningkatkan produktifitas sebagai salah satu proksi kinerja perusahaan. Kalau kinerja perusahaan meningkat berarti nilai pemegang saham juga meningkat.

Brush *et al.* (2000) memberikan hasil yang berbeda dengan penelitian yang lain. Hasil penelitian Brush *et al.* menunjukkan bahwa

kepemilikan saham oleh pihak eksternal dalam hal ini kepemilikan institusional tidak berhasil meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Kegagalan ini ternyata disebabkan tidak berhasil meningkatkan pertumbuhan penjualan. Dengan demikian keberadaan kepemilikan institusional gagal meningkatkan kinerja manajer.

Studi ini mengikuti pendapat maupun temuan empiris yang menunjukkan hubungan positif antara konsentrasi kepemilikan institusional dengan nilai pemegang saham. Alasannya pertama adalah, investor institusional sebagai pemilik mayoritas sangat berkepentingan untuk membangun reputasi perusahaan tanpa harus melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Komitmen pemegang saham mayoritas untuk meningkatkan nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham ini sangat kuat karena apabila pemegang saham mayoritas melakukan ekspropriasi pada saat dia memegang saham dalam jumlah besar, maka para pemegang saham minoritas dan pasar saham akan mendiskon harga pasar saham perusahaan tersebut, sehingga akan merugikan pemegang saham mayoritas itu sendiri. Kedua, konsentrasi kepemilikan institusional merupakan pemegang saham mayoritas dan ada anggapan bahwa pemilik mayoritas memiliki pendanaan yang sangat kuat sehingga aman bagi pemegang saham maupun calon investor jika membeli saham perusahaan tersebut. Dengan demikian konsentrasi kepemilikan institusional akan meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan berupa meningkatnya volume perdagangan saham dan harga saham sehingga akan meningkatkan nilai pemegang saham.

2.3.4 Hubungan Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan *Cost of Equity Capital*

Grand theory yang mendasari hubungan antara konsentrasi kepemilikan institusional dengan *cost of equity capital* adalah teori keagenan. Teori ini menyatakan bahwa jika terdapat pemegang saham mayoritas dan beberapa pemegang saham yang lain kepemilikannya minoritas, maka pemegang saham mayoritas (terkonsentrasi) memiliki kendali mutlak sehingga dapat melakukan tindakan yang menguntungkan pemegang saham mayoritas tetapi merugikan pemegang saham minoritas (Shleifer and Vishny, 1997). Namun hal tersebut dapat diminimalisasi apabila ada jaminan bahwa perusahaan telah menerapkan prinsip-prinsip *good corporate governance* yang meliputi keterbukaan (*transparency*), akuntabilitas (*accountability*), pertanggungjawaban (*responsibility*), independensi (*independency*), dan kewajaran (*fairness*). Shleifer and Vishny (1997) menyatakan bahwa *good corporate governance* merupakan mekanisme yang dapat melindungi pihak-pihak minoritas dari pengambilalihan yang dilakukan oleh para manajer dan pemegang saham pengendali. Dengan demikian konsentrasi kepemilikan berpengaruh terhadap biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

Kepemilikan institusional yang dilandasi praktik *good corporate governance* berarti adanya jaminan bagi investor atas investasi yang telah ditanamkan, adanya jaminan keamanan berarti mengurangi risiko. Investor institusional umumnya merupakan pemegang saham yang cukup besar.

Sehingga keberadaannya akan meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan. Kepercayaan inilah yang mendorong meningkatkan likuiditas dan harga saham, dengan demikian kepemilikan institusional akan berhubungan negatif dengan *cost of equity capital*. Penelitian Ashbaugh *et al.* (2004) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *cost of equity capital* dengan hubungan negatif. Dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan mampu meningkatkan kinerja pasar saham dan mampu menekan risiko. Turunnya risiko mengurangi beban bagi manajemen untuk mengungkap mengenai kondisi perusahaan sehingga mengurangi biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik.

Temuan Haque (2006) mendukung teori keagenan, yang menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berhubungan negatif signifikan dengan *cost of equity capital* yang diukur dengan *dividend yield*. Struktur kepemilikan pada penelitian Haque merupakan indikator pelaksanaan *good corporate governance*. Penelitian tersebut dilakukan pada pasar modal Bangladesh. Dari temuan tersebut menunjukkan bahwa keberadaan struktur kepemilikan mampu meningkatkan kinerja pasar saham dan harga saham. Ada anggapan bahwa peningkatan kinerja pasar saham justru akan mengurangi informasi yang harus diungkap oleh perusahaan, sehingga berdampak terhadap turunnya biaya yang dikeluarkan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

Brush *et al.* (2000) memberikan hasil yang berbeda dengan penelitian yang lain. Hasil penelitian Brush *et al.* menunjukkan bahwa

kepemilikan institusional tidak berhasil meningkatkan kinerja keuangan perusahaan yang berarti juga tidak berhasil meningkatkan nilai pemegang saham. Kegagalan ini ternyata disebabkan tidak berhasil meningkatkan pertumbuhan penjualan. Apabila nilai pemegang saham turun maka estimasi risiko dalam hal ini *cost of equity capital* di masa depan juga semakin meningkat. Dengan demikian berdasarkan Brush *et al.* kepemilikan institusional yang tidak berhasil meningkatkan kinerja keuangan perusahaan selanjutnya berdampak terhadap meningkatnya *cost of equity capital*.

Studi ini mengikuti temuan empiris sebelumnya yang menunjukkan hubungan positif antara konsentrasi kepemilikan institusional dengan *cost of equity capital*. Alasannya ada anggapan bahwa jika suatu perusahaan terdapat pemilik mayoritas, maka pemilik mayoritas akan melakukan ekspropriasi terhadap pemilik minoritas. Atas dasar anggapan tersebut investor institusional sebagai pemilik mayoritas merasa tertantang dan ingin menunjukkan jika dirinya tidak melakukan ekspropriasi terhadap pemilik minoritas maupun publik secara keseluruhan. Untuk itu pemilik mayoritas memiliki kekuatan untuk menekan manajer untuk mengungkap informasi mengenai kondisi perusahaan walaupun itu perlu biaya yang cukup besar. Jadi atas dasar untuk menjaga reputasi investor institusional sebagai pemilik mayoritas, maka manajer bersedia untuk mengeluarkan biaya yang dipergunakan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

2.3.5 Hubungan Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flows*) dan Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)

Economic consequences yang diderivasi dari teori keagenan merupakan *grand theory* yang mendasari hubungan antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham. *Economic consequences* menyatakan bahwa atas pilihan kebijakan akuntansi yang bisa dipilih oleh manajer akan mempengaruhi nilai perusahaan (Scott, 2003:259) yang berarti juga mempengaruhi nilai pemegang saham. Penjelasan dari pernyataan tersebut adalah atas pilihan kebijakan akuntansi, maka akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Peningkatan laba mencerminkan aliran dana yang masuk ke perusahaan juga semakin besar. Aliran kas bebas dalam hal ini merupakan hasil dari kebijakan akuntansi yang dipilih oleh manajer. Semakin besar kenaikan laba yang menggambarkan bahwa aliran kas yang masuk ke perusahaan semakin besar, maka akan di respon oleh pasar saham dengan meningkatnya likuiditas pasar saham yang berupa naiknya volume perdagangan saham dan harga saham. Sehingga naiknya likuiditas pasar saham tersebut itulah yang akan berdampak terhadap naiknya nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham (harga pasar saham dinilai di atas nilai buku).

Aliran kas bebas adalah hasil akhir dari kerja manajemen atas kebijakan investasi, pendanaan dan operasi yang menunjukkan kinerja perusahaan. Nilai pemegang saham adalah nilai ekuitas yang menjadi bagian dari nilai perusahaan. Penman (2004:43) menyatakan bahwa salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham

melalui dividen dan meningkatkan harga saham. Nilai aliran kas bebas tinggi menunjukkan kinerja perusahaan tinggi. Aliran kas bebas tinggi menggambarkan pertumbuhan kas masa depan. Kinerja perusahaan tinggi menunjukkan nilai pemegang saham yang direfleksikan dengan *return* juga tinggi bagi pemegang saham melalui dividen, harga saham atau laba ditahan yang diinvestasikan di masa depan.

Studi Wilson (1986), Bowen *et al.* (1986, 1987), Rayburn (1986), dan Ali (1994) menunjukkan bahwa aliran kas berpengaruh terhadap harga saham. Aliran kas dapat digunakan untuk memprediksi harga saham. Aliran kas mencerminkan aliran dana yang masuk ke suatu perusahaan, yang berarti semakin besar aliran kas maka semakin besar juga aliran dana yang masuk ke perusahaan. Semakin besarnya aliran dana yang masuk ke perusahaan akan semakin menambah kepercayaan bagi investor untuk menanamkan dananya ke perusahaan. Karena aliran kas juga menjadi cerminan prospek perusahaan pada masa depan. Jadi berdasarkan hasil penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa aliran kas memiliki kandungan informasi yang digunakan untuk memprediksi harga pasar saham perusahaan pada masa depan. Aliran kas memiliki makna bagi investor dalam menentukan kebijakan investasinya.

Temuan Hail *and* Leuz (2005) menunjukkan bahwa *cost of capital* berimplikasi terhadap nilai pasar saham yang dikontrol menggunakan pengaruh aliran kas (misalnya perubahan kesempatan pertumbuhan). Penelitian Hail *and* Leuz tersebut menunjukkan bahwa berdasarkan data *cross sectional* aliran kas meningkatkan perusahaan untuk mengeksploitasi

kemampuannya dan menghasilkan kesempatan pertumbuhan yang baik. Salah satu contoh kesempatan pertumbuhan dalam hal ini adalah total penjualan periode tahun sekarang lebih besar dibanding periode tahun sebelumnya.

Di lain pihak, Dittmar *and* Smith (2005) menemukan bahwa *good corporate governance* secara substansial berdampak terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan kas. Perusahaan-perusahaan yang lemah dalam menerapkan *good corporate governance* lebih cepat menghamburkan kelebihan kas daripada perusahaan yang menerapkan *good corporate governance*. Perusahaan yang telah menerapkan prinsip-prinsip *good corporate governance* semakin menambah kepercayaan publik terhadap perusahaan yang berupa meningkatnya volume perdagangan saham dan harga saham. Dengan demikian aliran kas bebas yang dikelola dengan prinsip-prinsip *good corporate governance* akan meningkatkan nilai perusahaan yang sekaligus meningkatkan nilai pemegang saham.

Mengikuti penelitian sebelumnya, Yudianti (2006) melakukan penelitian di pasar modal Indonesia menunjukkan bahwa aliran kas bebas positif berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Sebaliknya aliran kas bebas negatif tidak berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Hasil penelitian Yudianti (2006) dapat disimpulkan bahwa aliran kas bebas memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan sebagai faktor untuk menentukan nilai pemegang saham. Investor memandang aliran kas bebas sebagai suatu prospek perusahaan pada masa mendatang, sehingga menarik perhatiannya untuk membeli saham perusahaan tersebut. Dampaknya saham

perusahaan sangat diminati oleh investor pasar saham dengan kecenderungan volume perdagangan saham dan harga saham yang terus meningkat. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa semakin tinggi aliran kas bebas maka semakin tinggi pula nilai perusahaan yang sekaligus nilai pemegang saham.

Hasil penelitian Board *and* Day (1989), Triyono (1999), serta Gunawan dan Bandi (2000) memberikan hasil yang berbeda dengan penelitian yang lain. Para peneliti tersebut menunjukkan bahwa aliran kas tidak berpengaruh terhadap harga saham. Investor melihat bahwa aliran kas bukan merupakan suatu prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Hal tersebut mencerminkan bahwa aliran kas tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga saham perusahaan. Ada kecenderungan bahwa investor melihat potensi perusahaan dari sisi yang lain dalam melihat suatu prospek perusahaan, misalnya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba.

Temuan Brush *et al.* (2000) juga menunjukkan bahwa aliran kas bebas tidak berpengaruh langsung terhadap kinerja keuangan perusahaan. Kenyataannya hubungan antara aliran kas bebas terhadap kinerja keuangan perusahaan menjadi melemah ternyata dipengaruhi (dimoderasi) oleh kepemilikan saham manajer. Keberadaan investor *insider* dalam hal ini manajer menjadi penyebab aliran kas bebas kurang bermakna di mata publik. Ada anggapan publik bahwa aliran kas bebas tersebut merupakan rekayasa manajer, sehingga aliran kas bebas tidak dianggap sebagai suatu prospek perusahaan pada masa depan. Kalau kinerja keuangan perusahaan melemah berarti nilai pemegang saham juga melemah (turun). Melemahnya

hubungan antara aliran kas bebas dengan kinerja keuangan perusahaan dikarenakan manajer tidak memiliki kemampuan dalam mengelola keuangan perusahaan.

Studi ini mengikuti teori maupun temuan empiris dari penelitian sebelumnya yang menunjukkan hubungan positif antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham. Alasannya adalah aliran kas bebas mencerminkan aliran dana yang masuk ke suatu perusahaan. Semakin besar aliran kas bebas berarti semakin besar pula aliran dana yang masuk ke suatu perusahaan. Hal tersebut mencerminkan terjadi peningkatan penjualan atau terdapat pertumbuhan penjualan, sehingga akan meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan. Kepercayaan publik inilah yang mampu meningkatkan volume perdagangan saham dan harga saham perusahaan, sehingga akan berdampak terhadap meningkatnya nilai pemegang saham. Peningkatan nilai pemegang saham dapat berupa naiknya harga pasar saham yang diakui diatas nilai buku (apresiasi positif oleh pelaku pasar saham).

2.3.6 Hubungan *Leverage* dan Manajemen Laba (*Earnings Management*)

Grand theory yang mendasari hubungan antara *leverage* dengan manajemen laba adalah *debt covenant hypothesis* yang merupakan bagian dari teori keagenan. Hipotesis ini menyatakan bahwa manajer termotivasi melakukan manajemen laba untuk menghindari pelanggaran perjanjian hutang. Kreditor biasanya membatasi pembayaran dividen, pembelian kembali saham beredar dan penambahan hutang untuk menjamin pembayaran pokok hutang dan bunga (Watts and Zimmerman, 1986:257-

262) yang ditegaskan kembali oleh Scott (2003:276-278). Pembatasan ini dinyatakan dengan angka atau rasio akuntansi misalnya tingkat modal kerja dan aktiva bersih. Defond *and* Jiambalvo (1994) dan Sweeney (1994) menunjukkan bahwa perusahaan pelanggar perjanjian hutang menggunakan akrual untuk meningkatkan laba tahun sebelumnya. Temuan tersebut menunjukkan bahwa manajer berusaha untuk memperlihatkan bahwa kinerja tahun sebelumnya adalah lebih baik. Hasil investigasi Achmad *et al.* (2007) menunjukkan bahwa peningkatan motivasi perjanjian hutang (*debt covenant*) meningkatkan praktik manajemen laba. Alasannya bahwa motivasi *debt covenant* merupakan praktik manajemen laba berlaku umum. Ada pandangan bahwa manajemen laba dianggap sebagai sesuatu yang pantas dilakukan oleh manajer, karena dimotivasi untuk mencari pendanaan perusahaan dari pihak luar melalui kebijakan hutang dan terkesan bahwa perusahaan kesulitan menjual sahamnya di pasar modal. Tetapi di sisi lain hutang bisa menjadi mekanisme pengawasan dari pihak luar perusahaan.

Perusahaan yang mempunyai rasio *leverage* tinggi akibat besarnya hutang dibandingkan dengan aktiva yang dimiliki perusahaan cenderung melakukan *earnings management* karena perusahaan terancam *default* yaitu tidak dapat memenuhi kewajiban membayar hutang pada waktunya. Rasio *leverage* yang besar akan mendorong manajer untuk melakukan manajemen laba. Scott (2003:384) menyatakan bahwa praktik perataan laba yang merupakan salah satu bentuk manajemen laba sering dilakukan oleh perusahaan ketika mereka menghadapi paksaan dari kreditor dengan cara mengubah metode akuntansinya. Dengan semakin besarnya rasio *leverage*

mengakibatkan risiko yang ditanggung oleh pemilik modal juga akan semakin meningkat.

Healy (1985) menunjukkan bahwa keinginan untuk memaksimalkan bonus yang didapatkan bisa menjadi insentif bagi manajer untuk merekayasa angka akrual. Artinya atas dasar untuk mengejar bonus yang diharapkan diterima manajer termotivasi melakukan manajemen laba. Jones (1991) menunjukkan bahwa sebagian manajer yang lain kenyataannya berusaha mempengaruhi keputusan pemerintah berkaitan dengan pemberian proteksi impor yang memicu perusahaan untuk menurunkan laba dengan harapan mempertinggi peluang untuk mendapatkan proteksi. Hal tersebut disebabkan salah satu yang digunakan dalam penentuan pemberian proteksi adalah laba akuntansi. Sedangkan Firth *and* Smith (1992) menyatakan bahwa rasio *leverage* yang tinggi akan menyebabkan laba perusahaan sulit diprediksi. Hal tersebut bisa jadi disebabkan manajer tidak mampu menggunakan hutangnya secara efektif dan kemungkinan penggunaan hutang justru mengarahkan perusahaan menuju kebangkrutan, sehingga tidak menarik bagi investor untuk membeli saham yang bersangkutan karena berisiko mengalami kebangkrutan.

Di sisi lain penelitian Dechow *et al.* (1995) dan Jones *and* Sharma (2001) menemukan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba. Temuan tersebut sesuai dengan *debt covenant hypothesis* yang menyatakan bahwa jika semua hal yang lain tetap sama dan semakin dekat perusahaan dengan pelanggaran perjanjian hutang yang berbasis akuntansi, maka lebih mungkin manajer perusahaan untuk memilih prosedur

akuntansi yang memindahkan laba yang dilaporkan dari periode mendatang ke periode sekarang. Hal tersebut dilakukan karena laba bersih yang dilaporkan naik akan mengurangi kemungkinan kegagalan dalam membayar hutang-hutangnya pada masa mendatang (Scott, 2003:277). Naiknya laba yang dilaporkan bisa menarik perhatian bagi kreditor untuk memberikan tambahan pinjaman.

Temuan Widyaningdyah (2001) menunjukkan hubungan positif antara *leverage* dengan manajemen laba. Atas dasar untuk meyakinkan kreditor, maka manajer melakukan manajemen laba dengan merekayasa laba yang seolah-olah kinerjanya bagus karena berharap mendapatkan tambahan pinjaman hutang dari kreditor. Ada kecenderungan para pemberi pinjaman hanya melihat dari sisi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Pandangan tersebut mendorong manajer untuk melakukan manajemen laba. Jika manajemen laba tersebut benar-benar merupakan rekayasa negatif, maka dalam jangka panjang ada kemungkinan perusahaan tidak mampu membayar hutangnya dan berisiko menimbulkan kebangkrutan dan hal ini jelas akan merugikan para pemegang saham dan kreditor.

Hasil penelitian Lee (1999), Bao *and* Bao (2004) dan Wasilah (2005) berbeda dengan penelitian sebelumnya. Temuannya menunjukkan bahwa rasio hutang tidak berpengaruh terhadap manajemen laba. Kreditor minta laporan keuangan yang lebih dipercaya, oleh karenanya kreditor meningkatkan pengawasan yang lebih ketat dan melakukan tekanan kepada manajer sehingga manajer tidak memiliki kesempatan untuk melakukan

manajemen laba. Perusahaan yang memiliki rasio hutang yang tinggi, maka manajemen menggunakan risiko bukan dalam bentuk rekayasa laba karena adanya pengawasan yang insentif dari kreditor. Ketika risiko perusahaan tinggi yang diukur dengan rasio hutang yang tinggi, maka manajemen berusaha untuk menurunkan risiko persepsian bagi kreditor dengan cara menyajikan laporan laba yang relatif lebih stabil, artinya manajer tidak melakukan rekayasa laba.

Studi ini mengikuti temuan empiris penelitian sebelumnya yang menunjukkan hubungan positif antara *leverage* dengan manajemen laba. Alasannya, kreditor sebagai pihak eksternal tidak dapat mengobservasi operasional perusahaan secara langsung, sehingga tidak dapat memastikan fleksibilitas yang dimiliki oleh perusahaan untuk melakukan rekayasa laba yang dilaporkan. Para pengguna laporan keuangan ada kemungkinan dapat mendeteksi adanya manajemen laba, tetapi tidak dapat memastikan apakah manajemen laba tersebut merupakan upaya yang sengaja dilakukan oleh perusahaan atau memang suatu kenyataan yang terjadi secara alamiah. Suatu perusahaan yang memiliki fleksibilitas tinggi untuk melakukan manajemen laba akan menggeser laba perusahaan antar periode sehingga laba yang dilaporkan tidak mencerminkan keadaan yang sesungguhnya. Di sisi lain pihak kreditor hanya melihat bahwa perusahaan memiliki varian laba yang lebih rendah dan hal inilah yang mendorong pihak manajer perusahaan untuk melakukan manajemen laba yang berdampak terhadap kepercayaan kreditor terhadap perusahaan. Jika manajemen laba tersebut dimotivasi oleh kreditor dengan maksud untuk memperoleh tambahan pinjaman dan apabila

dilakukan terus-menerus maka ada kemungkinan perusahaan tidak mampu membayar hutangnya dan berisiko menimbulkan kebangkrutan perusahaan.

2.3.7 Hubungan *Leverage* dan Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)

Economic consequences yang di derivasi dari teori keagenan merupakan *grand theory* yang mendasari hubungan antara *leverage* dengan nilai pemegang saham. Teori ini menyatakan bahwa atas pilihan kebijakan akuntansi yang bisa dipilih oleh manajer akan mempengaruhi nilai perusahaan (Scott, 2003:259) yang berarti juga mempengaruhi nilai pemegang saham. Kebijakan akuntansi dalam hal ini adalah kebijakan pendanaan perusahaan melalui hutang. Hutang juga mencerminkan kepercayaan kreditor terhadap perusahaan.

Hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal (Mogdiliani and Miller, 1963). Salah satu struktur modal adalah diperoleh dari hutang. Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham (Soliha dan Taswan, 2002), namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya. Berdasarkan pernyataan tersebut di atas dapat dikatakan bahwa penggunaan hutang yang efektif dapat meningkatkan nilai perusahaan yang berarti juga meningkatkan nilai pemegang saham.

Miller *and* Rock (1985) menyatakan bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap pengumuman pendanaan dari luar (hutang) karena akan berpengaruh terhadap aliran kas dari operasi yang lebih rendah untuk masa mendatang. Karena aliran dana yang masuk nantinya akan digunakan untuk membayar hutang termasuk bunga hutang. Sehingga investor beranggapan bahwa walaupun perusahaan nantinya mengalami peningkatan laba mereka tidak akan menikmati laba tersebut karena sebagian besar aliran dana yang masuk ke perusahaan akan digunakan untuk mengembalikan pinjaman ke kreditor.

Hasil kajian Kinsman *and* Newman (1998) melakukan *review* pada beberapa penelitian yang menggunakan data selama periode sembilan tahun (1987-1995) menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat hutang ternyata berkorelasi negatif dengan kinerja perusahaan. Jika hutang memang diinginkan, maka total nilai perusahaan seharusnya menjadi meningkat. Namun kenyataannya hasil *review* Kinsman *and* Newman menemukan bahwa nilai perusahaan berhubungan terbalik dengan hutang. Nilai perusahaan berhubungan negatif dan secara statistik signifikan dengan hutang. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai tingkat hutang yang semakin tinggi juga mempunyai likuiditas pasar saham yang semakin rendah. Likuiditas pasar saham yang rendah artinya saham perusahaan kurang diminati investor yang berupa turunnya volume perdagangan dan harga saham. Sehingga akan berdampak terhadap turunnya nilai perusahaan yang sekaligus juga nilai pemegang saham.

Temuan Soliha dan Taswan (2002) yang melakukan penelitian dengan ukuran sampel sebanyak 95 perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT. Bursa Efek Jakarta periode tahun 1993-1997 menunjukkan bahwa kebijakan hutang tidak berhasil mempengaruhi nilai perusahaan. Namun dalam hal arah hubungannya penelitian Soliha dan Taswan mendukung pernyataan Modigliani *and* Miller (1963), yaitu penggunaan hutang berhubungan positif dengan nilai perusahaan. Di sisi lain penelitian Herry dan Hamin (2005) menunjukkan bahwa *leverage* berhasil meningkatkan nilai perusahaan (*value enhancing*). Pengaruh ini disebabkan oleh penggunaan aktiva perusahaan yang sebagian besar dibiayai dengan hutang secara efektif. Penggunaan secara efektif ini akan menghasilkan *profit* yang akhirnya berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan.

Modigliani *and* Miller (1963) berpendapat bahwa bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*). Peningkatan nilai tersebut dikaitkan dengan harga saham dan penurunan hutang akan menurunkan harga saham. Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flows* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia, sehingga berdampak akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan adanya hutang maka, maka ada pihak ketiga yang berkepentingan langsung terhadap perusahaan yaitu kreditor.

Manajemen hutang yang dilandasi atas konsep *good corporate governance* akan meningkatkan kepercayaan para kreditor yang juga akan meningkatkan kepercayaan investor maupun calon investor. Sehingga akan meningkatkan likuiditas pasar saham dan harga saham, dengan demikian akan meningkatkan nilai perusahaan dan nilai pemegang saham. Black *et al.* (2005) menemukan bahwa *leverage* berhubungan kuat dengan nilai pasar saham. Penelitian tersebut menggunakan data sampel pada perusahaan yang telah menerapkan *good corporate governance*. Jadi penggunaan hutang yang efektif yang dilandasi penerapan *good corporate governance* berdampak positif terhadap nilai pasar saham perusahaan. Artinya penggunaan hutang benar-benar mampu meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, sehingga menguntungkan pemegang saham.

Studi ini mengikuti temuan empiris sebelumnya yang menunjukkan hubungan negatif antara *leverage* dengan nilai pemegang saham. Alasannya, semakin besar *leverage* berarti semakin besar aktiva atau pendanaan perusahaan yang diperoleh dari hutang. Semakin besar hutang maka semakin besar kemungkinan kegagalan perusahaan untuk tidak mampu membayar hutangnya, sehingga berisiko mengalami kebangkrutan. Akibatnya pasar saham akan mereaksi secara negatif yang berupa turunnya volume perdagangan saham dan harga saham yang berdampak terhadap turunnya nilai pemegang saham. Di samping itu ada kesan bahwa semakin besar hutang mencerminkan perusahaan tersebut kesulitan mencari pendanaan melalui penjualan saham di pasar saham dan ada anggapan

bahwa semakin besar hutang maka semakin besar juga perusahaan tersebut untuk tidak diminati oleh para investor maupun calon investor pasar saham.

2.3.8 Hubungan Manajemen Laba (*Earnings Management*) dan Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)

Grand theory yang mendasari hubungan antara manajemen laba dengan nilai pemegang saham dalam penelitian ini adalah teori keagenan (*agency theory*) dan konsekuensi ekonomi (*economic consequences*) yang juga merupakan bagian dari teori keagenan. Teori keagenan menyatakan bahwa manajemen berusaha untuk memaksimalkan kesejahteraannya sendiri, dalam hal ini bertentangan dengan kepentingan para pemegang saham (Jensen, 1976). Masalah tersebut sering terjadi pada perusahaan publik yang kepemilikannya menyebar, karena tidak ada pihak yang bisa menekan manajer secara langsung. Sedangkan berdasarkan *economic consequences* atas pilihan kebijakan akuntansi yang bisa dipilih oleh manajer akan mempengaruhi nilai perusahaan (Scott, 2003:259) yang berarti juga mempengaruhi nilai pemegang saham. Motivasi manajer dalam melakukan manajemen laba tidak mudah untuk di deteksi. Motivasi untuk memaksimalkan nilai perusahaan merupakan fenomena menarik untuk dikaji dalam penelitian ini. Chaney *and* Lewis (1994) menunjukkan bahwa manajemen laba berpengaruh terhadap nilai perusahaan ketika manajer berusaha memaksimalkan nilai perusahaan dan terdapat asimetri informasi antara manajer dan pemilik. Ada kesan bahwa investor mengetahui atau mendapat informasi bahwa manajemen laba yang dilakukan manajer sengaja

untuk kepentingan pemegang saham. Akibatnya pasar saham mereaksi secara positif yang berupa meningkatnya volume perdagangan saham dan harga saham. Dari temuan Chaney *and* Lewis tersebut mencerminkan bahwa manajemen laba yang dilakukan manajer ternyata menguntungkan para pemegang saham berhasil ditunjukkan secara empiris.

Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa teori keagenan menggunakan tiga asumsi sifat manusia, yaitu manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self-interest*), manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded-rationality*), dan manusia selalu menghindari risiko (*risk-averse*). Masalah keagenan dihadapi oleh pihak-pihak yang berkepentingan dengan pasar modal. Dalam hal ini adalah motivasi tindakan manajer melakukan manajemen laba dipicu untuk kepentingan dirinya sendiri atau memang untuk meningkatkan nilai perusahaan yang berarti menguntungkan para pemegang saham.

Hasil penelitian Bitner *and* Dolan (1996) menunjukkan bahwa pasar ekuitas mengabaikan manajemen laba melalui transaksi riil dan manajemen laba melalui perubahan prosedur atau metode akuntansi. Penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa walaupun manajemen laba bisa dideteksi oleh pasar saham namun pasar saham atau investor mengabaikan informasi adanya rekayasa laba tersebut. Hal tersebut mencerminkan bahwa manajemen laba dianggap oleh investor sebagai suatu hal yang umum atau dianggap sebagai strategi manajemen yang tidak akan berisiko terhadap investasinya.

Penelitian Zhang *et al.* (2004) menemukan bahwa nilai perusahaan berhubungan terbalik dengan perataan laba yang merupakan proksi manajemen laba. Temuan tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi manajemen laba maka semakin rendah nilai perusahaan. Manajemen laba tersebut menunjukkan manajer dengan sengaja mengelabui pemilik dengan tujuan untuk kepentingannya sendiri. Manajer melaporkan kinerjanya seolah-olah bagus padahal kinerja sesungguhnya adalah sebaliknya. Akibat tindakan manajer mengelabui pasar, dampak yang jelas pasar akan mereaksi dengan turunnya likuiditas pasar dan harga saham sehingga akan berdampak terhadap nilai perusahaan dan nilai pemegang saham. Kalau demikian yang terjadi artinya tindakan manajer melakukan manajemen laba dianggap perilaku yang oportunistik yang hanya cenderung menguntungkan dirinya sendiri.

Bao *and* Bao (2004) menunjukkan bahwa perataan laba yang merupakan salah satu proksi manajemen laba berhubungan positif dengan laba per lembar saham sebagai proksi nilai pemegang saham. Manajemen laba justru dapat menaikkan produktifitas dan volume penjualan sehingga laba perusahaan meningkat. Hal tersebut mencerminkan bahwa manajemen laba untuk kepentingan kemakmuran para pemegang saham. Ada kesan bahwa manajer tidak bertindak oportunistik untuk kepentingan dirinya sendiri tetapi justru lebih mementingkan kemakmuran pemegang saham, karena harapannya mendapat tambahan bonus dari pemilik. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin besar manajemen laba, maka semakin besar pula nilai pemegang saham.

Studi Mursalim (2005) menunjukkan secara empiris bahwa perataan laba melalui transaksi akrual sebagai salah satu proksi manajemen laba tidak berpengaruh terhadap minat investor untuk berinvestasi pada pasar saham. Temuan empiris tersebut mengindikasikan bahwa pasar saham tidak mempertimbangkan informasi adanya manajemen laba yang digunakan untuk mengambil keputusan untuk berinvestasi pada pasar saham. Ada kecenderungan bahwa investor melihat dari sisi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Karena dengan semakin besar laba mencerminkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang lebih bagus di masa yang akan datang.

Hasil penelitian Subekti (2005) menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan reaksi pasar modal yang diukur dengan *abnormal return* dan volume perdagangan saham antara perusahaan perata laba dengan bukan perata laba yang merupakan salah satu proksi manajemen laba ketika perusahaan mengumumkan laporan keuangan. Peneliti menyimpulkan bahwa kondisi pasar modal Indonesia belum efisien bentuk setengah kuat secara keputusan. Sehingga informasi adanya manajemen laba lambat diantisipasi oleh pelaku pasar saham. Hal ini dalam jangka panjang berakibat terhadap kerugian para investor di pasar saham jika manajemen laba tersebut benar-benar untuk kepentingan sepihak manajemen.

Studi ini mengikuti temuan empiris sebelumnya yang menunjukkan hubungan positif antara manajemen laba dengan nilai pemegang saham. Keberadaan investor institusional sebagai pemilik mayoritas menjadikan motivasi manajer melakukan manajemen laba untuk meningkatkan nilai

perusahaan yang juga nilai pemegang saham. Manajemen laba tersebut merupakan strategi manajer untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham. Hal tersebut mencerminkan bahwa manajemen laba bukan semata-mata perilaku oportunistik manajer untuk mengejar keuntungan dirinya sendiri, tetapi justru ada agenda besar untuk menguntungkan para pemilik karena manajer berharap mendapatkan tambahan bonus dari pemilik. Manajemen laba yang didasarkan bukan atas perilaku oportunistik manajer, maka direaksi oleh pasar saham yang berupa naiknya volume perdagangan saham dan harga saham, sehingga dengan demikian akan meningkatkan nilai pemegang saham.

2.3.9 Hubungan Manajemen Laba (*Earnings Management*) dan *Cost of Equity Capital*

Manajemen laba bisa berhubungan positif atau negatif dengan *cost of equity capital*. Argumentasinya adalah bahwa dalam praktik, manajer akan berusaha memilih metode atau kebijakan akuntansi tertentu. Dalam praktik ini manajer yang menurunkan laba ketika kinerja laba operasinya dianggap terlalu tinggi dan sebaliknya akan berusaha menaikkan laba yang dilaporkan bila kinerja operasi perusahaan dianggap terlalu rendah. Adanya praktik semacam ini bisa menyesatkan investor, sehingga investor tidak bisa secara akurat mengevaluasi *return* dan risiko atas portofolio yang dibentuknya. Dengan demikian ketika manajer berusaha menurunkan laba dengan cara meningkatkan biaya-biaya yang dikeluarkan, maka hal ini berhubungan positif dengan *cost of equity capital*. Sebaliknya berhubungan

negatif ketika manajer berusaha meningkatkan laba dengan cara menurunkan biaya-biaya yang dikeluarkan.

Grand theory yang mendasari hubungan antara manajemen laba dan *cost of equity capital* adalah *economic consequences* yang diderivasi dari teori keagenan. Teori *economic consequences* menyatakan bahwa atas pilihan kebijakan akuntansi yang bisa dipilih oleh manajer akan mempengaruhi nilai perusahaan (Scott, 2003:259) yang selanjutnya juga berdampak pada estimasi risiko masa depan. Dalam penelitian ini yang menjadi estimasi risiko masa depan adalah *cost of equity capital*. Manajemen laba merupakan intervensi dalam proses pelaporan keuangan kepada pihak eksternal yang bertujuan memperoleh keuntungan pribadi untuk *stockholder* atau manajer (Schipper, 1989). Kalau demikian yang terjadi artinya manajemen laba hanya menguntungkan satu pihak, sedangkan pihak lainnya dirugikan. *Stockholder* akan diuntungkan jika manajemen laba digunakan untuk memberi sinyal tentang informasi privat yang dimiliki oleh manajer (Healy and Palepu, 1993) atau untuk mengurangi biaya politik (Watts and Zimmerman, 1986:261-262). Manajemen laba akan meningkatkan risiko kalau tindakan tersebut ternyata untuk menutupi kinerja manajer yang buruk. Francis *et al.* (2004, 2005) dan Utami (2005) menunjukkan bahwa kualitas akrual yang merupakan proksi manajemen laba berpengaruh terhadap biaya modal ekuitas (*cost of equity capital*) dengan hubungan positif. Manajemen laba menyebabkan banyak informasi yang harus diungkap oleh perusahaan, sehingga berkonsekuensi terhadap meningkatnya *cost of equity capital*.

Kalau hasil penelitian tersebut di atas menunjukkan hubungan positif antara manajemen laba dan *cost of equity capital*, maka Dechow *et al.* (1996) menemukan bahwa pada perusahaan di pasar modal Amerika Serikat yang mendapat sanksi dari *Securities Exchange Commission* (SEC) yang diduga melakukan manajemen laba ternyata memiliki *cost of capital* yang lebih tinggi dibandingkan dengan yang tidak mendapat sanksi dari SEC. Dari temuan tersebut bisa dikatakan bahwa tindakan manajer melakukan manajemen laba merupakan sinyal yang buruk di masa depan. Karena ternyata pasar mereaksi secara negatif, artinya manajemen laba ditanggapi buruk oleh para pelaku pasar saham sehingga menurunkan likuiditas dan harga saham yang selanjutnya berdampak terhadap meningkatnya *cost of equity capital*.

Studi ini mengikuti temuan empiris sebelumnya yang menunjukkan hubungan positif antara manajemen laba dengan *cost of equity capital*. Alasannya, manajemen laba dianggap sebagai suatu rekayasa negatif, sehingga diperlukan biaya yang dikeluarkan untuk menutupi kecurangan yang dilakukan oleh manajer. Karena manajemen laba dianggap sebagai suatu kecurangan dan walaupun belum ada standar yang mengatur, maka dengan adanya manajemen laba akan banyak informasi yang akan diungkap oleh manajer. Semakin banyak informasi yang diungkap oleh manajer, maka semakin besar juga biaya yang dikeluarkan. Jadi dengan adanya manajemen laba memaksa bagi manajer untuk mengungkap informasi mengenai perusahaan yang berarti juga semakin besar biaya yang dikeluarkan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

2.3.10 Hubungan Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*) dan *Cost of Equity Capital*

Teori yang mendasari hubungan antara nilai pemegang saham dengan *cost of equity capital* adalah teori sinyal (*signaling theory*) yang merupakan bagian dari teori keagenan. Teori ini menyatakan bahwa informasi harga saham yang merupakan salah satu proksi nilai pemegang saham dipandang sebagai sebuah sinyal yang berguna untuk pengambilan keputusan bagi investor (Bhattacharya dalam Frankfurter and Wood, 2006). Sinyal tersebut bisa dianggap sebagai *good news* atau *bad news*. Apabila dianggap sebagai *good news* maka likuiditas pasar saham akan meningkat, yaitu terjadi kenaikan volume perdagangan saham dan harga saham, sehingga akan menurunkan *cost of equity capital*. Sebaliknya apabila dianggap sebagai *bad news* maka pasar saham akan merespon secara negatif, karena bisa jadi pembayaran dividen merupakan cara untuk menutupi kinerja manajemen yang buruk. Di sisi lain, pembayaran dividen merupakan salah satu cara untuk mengatasi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham.

Harga saham menjadi cermin nilai perusahaan. Perusahaan bernilai tinggi yang diwujudkan dengan harga saham yang tinggi menjadi indikator bahwa nilai pemegang saham tinggi. Huang (2004) melakukan penelitian di pasar modal Amerika Serikat menemukan bahwa hak pemegang saham yang lemah sesungguhnya menjadi faktor yang merugikan perusahaan selanjutnya akan meningkatkan *cost of equity capital*. Lemahnya hak pemegang saham menyebabkan saham perusahaan kurang diminati oleh

investor, untuk itu diperlukan upaya dari pihak manajemen perusahaan yang dipergunakan untuk meyakinkan para investor untuk membeli saham perusahaannya. Hal tersebut dilakukan dengan cara mengungkap informasi mengenai kondisi perusahaan dan strategi perusahaan ke depan sehingga diperlukan biaya yang cukup besar. Jadi hak pemegang saham yang lemah, tetapi ada niatan baik dari jajaran manajemen untuk mengungkap kondisi perusahaan dan strategi perusahaan ke depan yang bertujuan untuk menarik para investor, maka diharapkan dapat meningkatkan nilai pemegang saham. Dengan demikian meningkatnya nilai pemegang saham juga berhubungan positif dengan *cost of equity capital*.

Nilai pasar saham mempengaruhi estimasi risiko perusahaan di masa depan. Semakin tinggi harga pasar saham berarti kemungkinan mendapat *return* di masa depan juga semakin tinggi. Clement *et al.* (2000) menemukan bahwa pengungkapan sukarela yang diprosikan dengan peramalan estimasi nilai pasar saham yang dilakukan manajemen dapat menurunkan *cost of equity capital*. Temuan tersebut menunjukkan bahwa semakin banyak yang diungkap maka akan meningkatkan likuiditas pasar saham dan harga saham yang berarti ada harapan risiko perusahaan bisa turun sehingga dapat menurunkan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

Hasil penelitian Ashbaugh *et al.* (2004) memberikan hasil yang berbeda, penelitian tersebut menunjukkan bahwa hak pemegang saham mayoritas berhubungan positif dengan *cost of equity capital*. Kendali yang dominan oleh pemegang saham mayoritas bisa merugikan pemegang saham

minoritas. Kalau demikian yang terjadi maka akan mengurangi kepercayaan publik, sehingga bisa mengurangi likuiditas pasar saham perusahaan yaitu turunnya volume perdagangan saham dan harga saham yang berdampak terhadap turunnya nilai pemegang saham. Jadi bisa disimpulkan bahwa hak pemegang saham mayoritas yang terlalu dominan yang merupakan bagian dari nilai pemegang saham berdampak positif terhadap *cost of equity capital*.

Gomes *et al.* (2005) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang tingkat kesejahteraannya rendah menghadapi *cost of capital* yang semakin tinggi. Dari pernyataan tersebut mengindikasikan bahwa kesejahteraan yang kurang berarti menurunkan nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham. Nilai pemegang saham yang rendah berdampak positif terhadap *cost of equity capital*. Karena perusahaan harus menghadapi tuntutan karyawan yang meminta kenaikan kesejahteraannya, sehingga diperlukan biaya-biaya yang besar yang digunakan untuk lobi-lobi dengan pihak yang terkait, misalnya dengan pihak Dinas Ketenagakerjaan. Di samping itu perusahaan juga berupaya mengungkap mengenai kondisi perusahaan untuk menarik para investor atau calon investor dengan cara meyakinkan bahwa perusahaannya memiliki prospek yang menguntungkan pada masa depan.

Hasil penelitian Cheng *et al.* (2006) menunjukkan bahwa hak yang diberikan kepada pemegang saham berpengaruh terhadap *cost of equity capital* dalam hubungan negatif. Artinya semakin kuat hak yang diberikan kepada para pemegang saham semakin rendah *cost of equity capital*. Namun penelitian Cheng *et al.* belum mengungkap lebih jauh tentang nilai

pemegang saham dan belum banyak peneliti yang mengkaji keterkaitan langsung antara nilai pemegang saham dengan *cost of equity capital*. Semakin tinggi nilai pemegang saham berarti ada jaminan bahwa hak para pemegang saham tidak terabaikan. Karena di dalam nilai pemegang saham terdapat hak para pemegang saham. Hak yang diberikan kepada para pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan yang secara otomatis juga nilai pemegang saham. Meningkatnya nilai pemegang saham berkaitan dengan risiko bagi investor di pasar saham.

Studi ini cenderung mengikuti temuan empiris sebelumnya yang menunjukkan hubungan positif antara nilai pemegang saham dan *cost of equity capital*. Alasannya, nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham mencerminkan ukuran reaksi pasar saham terhadap perusahaan. Semakin besar nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham mencerminkan publik telah menilai harga pasar saham di atas nilai bukunya. Semakin besar nilai pemegang saham menandakan semakin besar juga kepercayaan publik terhadap perusahaan. Untuk itulah perusahaan perlu menjaga kepercayaan dan kredibilitas perusahaan di mata publik dengan cara berbagi informasi mengenai perusahaan kepada pihak-pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan antara lain pemilik mayoritas maupun minoritas dan publik secara umum. Artinya perusahaan dalam hal ini manajemen harus mengungkapkan tentang kondisi perusahaan kepada publik agar tidak terjadi asimetri informasi antara pemilik mayoritas dan minoritas maupun antara manajemen dan pemilik minoritas. Karena jika terjadi asimetri informasi akibatnya akan fatal, yaitu pasar saham dan pemilik minoritas akan

mendiskon harga pasar saham yang hal ini akan sangat merugikan terutama pemilik mayoritas. Untuk itu pemilik mayoritas sangat berkepentingan terhadap nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham yang dapat dilakukan dengan cara menekan manajemen untuk menjaga reputasi perusahaan yang berdampak terhadap naiknya biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Jadi dalam rangka untuk menjaga reputasi dan kredibilitas perusahaan, maka semakin besar nilai pemegang saham semakin besar juga biaya yang dipergunakan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

BAB 3

KERANGKA KONSEPTUAL

DAN HIPOTESIS

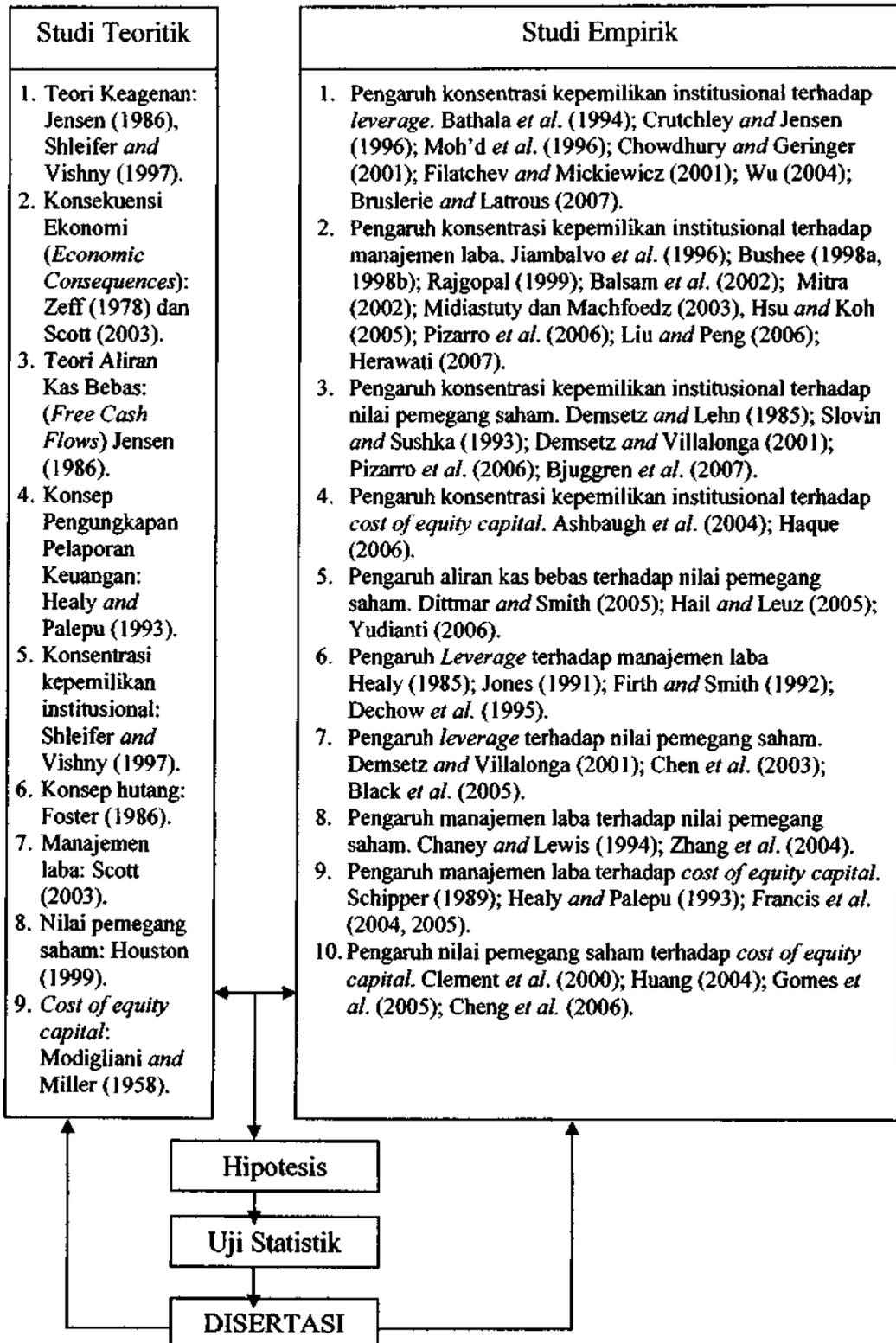
BAB 3

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

3.1 Kerangka Konseptual

Sebelum menyusun kerangka konseptual, maka terlebih dahulu disusun kerangka proses berpikir sebagaimana diilustrasikan pada Gambar 3.1 halaman 113. Kerangka proses berpikir ini diawali dengan melakukan studi teori-teori yang mendasari pengaruh antar variabel. Teori yang akan digunakan untuk analisis membantu dalam menentukan berpikir deduktif, karena teori ini memiliki sifat yang universal yaitu bertolak dari kaidah umum menuju kaidah yang bersifat khusus. Studi empirik memperkaya jalan proses berpikir yang bersifat spesifik menuju generalisasi.

Tuntunan deduktif (studi teoritik) studi ini adalah konsep yang berkaitan dengan topik studi, yaitu teori keagenan (*agency theory*), teori aliran kas bebas (*free cash flows*) dan konsekuensi ekonomi (*economic consequences*) yang merupakan *grand theory* studi ini. Teori keagenan yang dipakai dalam studi ini khususnya yang membahas tentang kepemilikan mayoritas dalam suatu perusahaan. Berpikir secara deduktif dalam bidang ilmu pengetahuan berdasarkan logika berpikir deduktif, yang menuntun berpikir dari yang umum sampai pada kesimpulan yang spesifik (khusus). Sebaliknya, tuntunan induktif (studi empirik) merupakan proses generalisasi dari hal-hal yang bersifat spesifik (khusus) menjadi kesimpulan yang bersifat umum.



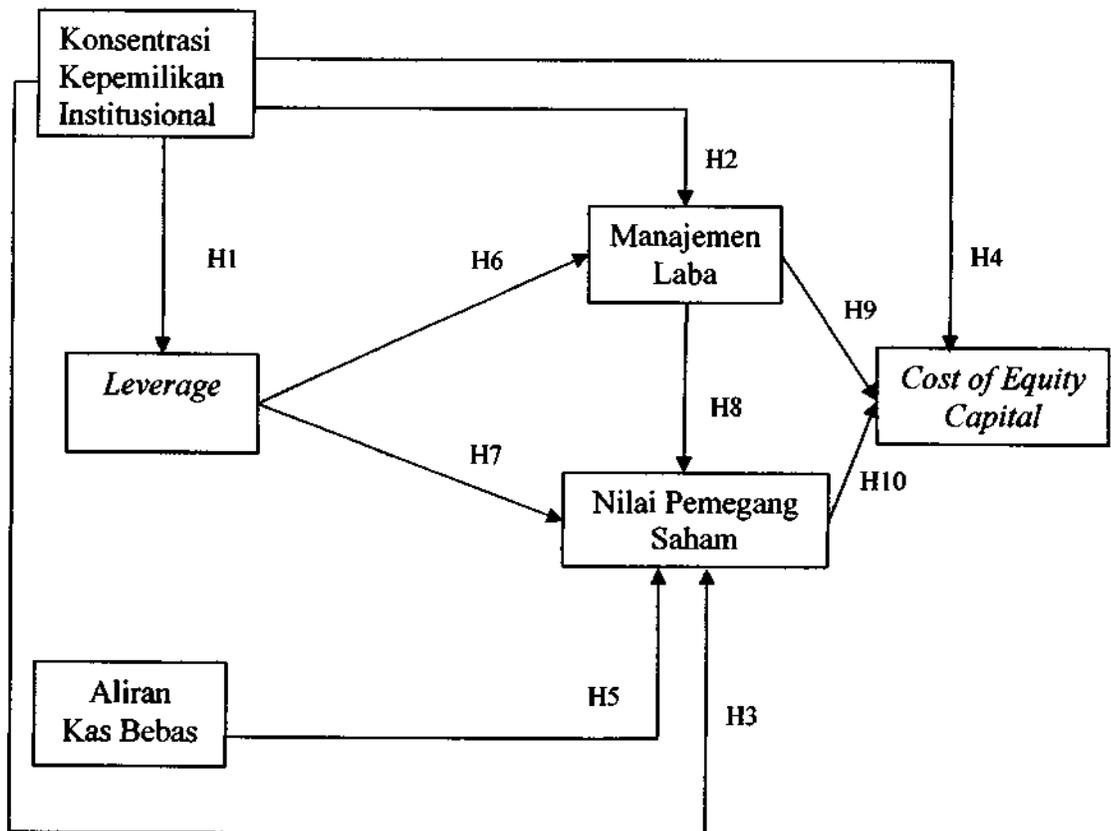
Gambar 3.1: KERANGKA PROSES BERPIKIR

Proses berpikir yang komprehensif melibatkan interaksi antara proses berpikir deduktif dan induktif. Berdasarkan studi teoritik (deduktif) dan studi empirik (induktif) serta sintesis dari kedua studi tersebut, maka selanjutnya disusunlah hipotesis studi. Hipotesis merupakan pernyataan tentang suatu fenomena yang akan diuji kebenarannya dengan fakta yang ada. Fungsi hipotesis adalah sebagai pedoman untuk mengarahkan penelitian.

Dalam pengujian hipotesis dilakukan serangkaian proses desain penelitian meliputi penentuan populasi dan sampel, pencarian data, pengukuran, dan pengolahan data. Data yang berhasil dikumpulkan harus merepresentasikan populasi penelitian dengan akurat untuk kepentingan penarikan kesimpulan dan generalisasi. Selanjutnya data tersebut diolah dan diuji secara statistik.

Hasil analisis secara keseluruhan merupakan konsep disertasi. Konsep disertasi mencakup temuan-temuan baru yang memberikan kontribusi terhadap pengembangan ilmu pengetahuan atau teori, sedangkan temuan-temuan empirik akan memberikan kontribusi pada kebijakan-kebijakan. Dalam hal ini memberikan kontribusi bagi Ikatan Akuntan Indonesia (IAI), Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) maupun Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang sekarang menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk membuat kebijakan tentang perlunya pengungkapan aliran kas bebas, *cost of equity capital*, dan konsentrasi kepemilikan saham juga harus diungkap pada pelaporan keuangan tahunan.

Berdasarkan penalaran deduktif dan induktif di atas, maka kerangka konseptual studi ini dapat ditunjukkan pada Gambar 3.2. Sesuai dengan Gambar 3.2 tersebut dapat dijelaskan bahwa model studi ini tersusun atas dua variabel eksogen (independen) yaitu konsentrasi kepemilikan institusional dan aliran kas bebas; tiga variabel endogen (intervening) yaitu leverage, manajemen laba, dan nilai pemegang saham; serta satu variabel endogen (dependen) yaitu *cost of equity capital*.



Gambar 3.2.: KERANGKA KONSEPTUAL

Kerangka konseptual secara keseluruhan menggambarkan pengaruh antar variabel dalam studi ini. Pengaruh antar variabel tersebut adalah pengaruh konsentrasi kepemilikan institusional terhadap *leverage*, manajemen laba, nilai pemegang saham, dan *cost of equity capital*; pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham, pengaruh manajemen laba terhadap nilai pemegang saham dan *cost of equity capital*; serta pengaruh nilai pemegang saham terhadap *cost of equity capital*.

Konsentrasi kepemilikan institusional menjadi mekanisme yang efektif untuk mengawasi manajer dalam menggunakan hutang (*leverage*) pada tingkat yang rendah dan membatasi manajer untuk melakukan manajemen laba. Di samping itu konsentrasi kepemilikan institusional akan menambah kepercayaan publik terhadap perusahaan yang berupa meningkatnya likuiditas pasar saham dan harga saham, sehingga akan meningkatkan nilai pemegang saham. Untuk menjaga reputasi perusahaan, maka institusional sebagai pemilik mayoritas memiliki kemampuan untuk menekan manajemen untuk mengungkapkan mengenai kondisi perusahaan yang berkonsekuensi terhadap biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*). Aliran kas bebas memiliki kandungan informasi yang dapat dipergunakan untuk memprediksi nilai pemegang saham. *Leverage* yang tinggi akibat meningkatnya hutang memotivasi manajer untuk melakukan manajemen laba yang bertujuan untuk mengelabui kreditor, karena kemungkinan kegagalan perusahaan dalam membayar hutang-hutangnya. Rasio *leverage* yang tinggi akibat semakin besarnya hutang maka akan mengurangi kepercayaan publik

terhadap perusahaan yang berupa turunnya volume perdagangan saham dan harga saham, sehingga berdampak terhadap turunnya nilai pemegang saham. Tindakan manajer melakukan manajemen laba yang bertujuan mengelabui pemegang saham akan menurunkan nilai pemegang saham. Anggapan bahwa manajemen laba merupakan rekayasa negatif, maka mendorong manajemen untuk mengungkapkan informasi mengenai kondisi perusahaan sehingga berdampak terhadap semakin besarnya biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*). Nilai pemegang saham bisa menjadi cerminan reaksi pasar terhadap perusahaan. Nilai pemegang saham yang tinggi menunjukkan pasar saham menilai harga saham perusahaan di atas nilai bukunya. Dalam rangka menjaga reputasi perusahaan dan nilai pemegang saham, maka diperlukan biaya besar yang dipergunakan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

3.2 Hipotesis

Berdasarkan latar belakang, rumusan masalah, tujuan studi, studi teoritik, studi empirik dan kerangka konseptual, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

1. Konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *leverage*.
2. Konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh terhadap manajemen laba (*earnings management*).
3. Konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*).

4. Konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *cost of equity capital*.
5. Aliran kas bebas (*free cash flows*) berpengaruh terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*).
6. *Leverage* berpengaruh terhadap manajemen laba (*earnings management*).
7. *Leverage* berpengaruh terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*).
8. Manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*).
9. Manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh terhadap *cost of equity capital*.
10. Nilai pemegang saham (*shareholders value*) berpengaruh terhadap *cost of equity capital*.

BAB 4

METODE PENELITIAN

BAB 4

METODE PENELITIAN

4.1 Rancangan Penelitian

Rancangan studi merupakan rencana dari struktur penelitian yang mengarahkan proses dan hasil penelitian sedapat mungkin menjadi valid, obyektif, efisien, dan efektif (Hartono, 2004:53). Secara umum rancangan studi terbagi atas rancangan penelitian eksperimen dan penelitian bukan eksperimen. Dalam penelitian eksperimen peneliti memiliki peranan penuh dalam mengendalikan variabel-variabel yang diteliti yang hal ini tidak dapat dilakukan pada penelitian bukan eksperimen. Penelitian eksperimen umumnya di bagi atas penelitian eksperimen betulan dan penelitian eksperimen kuasi (semu). Penelitian bukan eksperimen terbagi atas penelitian eksploratori, penelitian deskriptif, dan penelitian eksplanatori (Indriantoro dan Supomo, 2000:25). Tujuan penelitian eksploratori adalah untuk mencari ide baru atau hubungan antar variabel. Tujuan penelitian deskriptif adalah untuk menguraikan karakteristik suatu kejadian atau suatu fenomena. Sedangkan tujuan penelitian eksplanatori adalah untuk menganalisis hubungan atau pengaruh suatu variabel dengan variabel yang lain.

Penelitian ini termasuk kategori penelitian eksplanatori (*explanatory research*), karena berusaha memberikan penjelasan pengaruh antar variabel melalui pengujian hipotesis (Malhotra, 1999:212-243). Penelitian ini juga termasuk penelitian kausal (Cooper and Emory, 1995:123-131), karena

penelitian ini bermaksud dirancang untuk mengidentifikasi hubungan sebab dan akibat antar variabel yang diteliti. Hubungan kausal yang diteliti dalam penelitian ini adalah pengaruh konsentrasi kepemilikan institusional terhadap *leverage*, manajemen laba, nilai pemegang saham, dan *cost of equity capital* serta pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham.

Berkaitan dengan dimensi waktu penelitian rancangan penelitian bisa melibatkan satu waktu tertentu dengan banyak sampel (*cross sectional*) atau melibatkan urutan waktu (*time series*), dan gabungan keduanya yang juga disebut *pool data*. Penelitian ini melibatkan 100 perusahaan selama periode tahun 2004 sampai tahun 2005.

Kalau dilihat dari metode pengumpulan datanya maka dapat diperoleh dengan kontak langsung (misalnya wawancara) atau tidak langsung (misalnya dokumentasi). Penelitian ini termasuk penelitian dokumentasi dengan pendekatan *field study*. Unit analisis penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT. Bursa Efek Jakarta sekarang menjadi Bursa Efek Indonesia. Unit analisis perusahaan merupakan data sekunder yang berupa laporan keuangan beserta pengungkapan pelaporan keuangan dan harga saham.

4.2 Populasi dan Sampel

Populasi merupakan seluruh kumpulan elemen yang dapat digunakan untuk membuat beberapa kesimpulan (Cooper and Emory, 1995:214). Berdasarkan definisi tersebut populasi penelitian ini adalah perusahaan

manufaktur yang terdaftar pada PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang sekarang menjadi PT. Bursa Efek Indonesia (BEI). Peneliti memilih perusahaan manufaktur, karena untuk mengukur manajemen laba dalam studi ini menggunakan model Jones (1991) yang tepat untuk diterapkan pada perusahaan manufaktur. Kriteria populasi penelitian adalah perusahaan yang terdaftar pada PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang memiliki struktur konsentrasi kepemilikan institusional (minimal 20%). Berdasarkan ketentuan tersebut maka jumlah populasi penelitian yang memenuhi kriteria adalah 100 perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di PT. BEJ. Sampel penelitian didasarkan pada dimensi waktu tahun tertentu, dalam hal ini adalah periode tahun 2004-2005. Tahun 2004 dipergunakan sebagai dasar untuk menghitung manajemen laba tahun 2005.

4.3 Variabel Penelitian

4.3.1 Klasifikasi Variabel

Tujuan studi ini adalah untuk menganalisis hubungan kausal antar variabel eksogen (*exogenous variables*) dan variabel endogen (*endogenous variables*). Dalam studi ini variabel eksogen (*independent*) adalah konsentrasi kepemilikan institusional dan aliran kas bebas. Sedangkan variabel endogen (*intervening*) adalah *leverage*, manajemen laba, dan nilai pemegang saham. Sementara variabel endogen (*dependent*) studi ini adalah biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

4.3.2 Definisi Operasional Variabel

4.3.2.1 Konsentrasi Kepemilikan Institusional

Konsentrasi kepemilikan institusional adalah saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, dana pensiun, atau perusahaan lain). Konsentrasi kepemilikan studi ini mengacu hasil penelitian La Porta *et al.* (1999) dan Faccio *and* Lang (2002) yang menunjukkan bahwa terjadi konsentrasi kepemilikan perusahaan publik di Indonesia.

Variabel konsentrasi kepemilikan institusional diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh institusi minimal 20% terhadap total saham perusahaan. Pengukuran variabel ini mengacu La Porta *et al.* (1999) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham di negara yang tidak terdapat kepemilikan terkonsentrasi (Amerika Serikat, Inggris dan Jepang) maksimal 20%. Dengan demikian konsentrasi kepemilikan institusional minimal 20%. Skala data variabel konsentrasi kepemilikan institusional adalah skala data rasio. Semakin tinggi nilai variabel ini menunjukkan semakin besar saham yang dimiliki oleh pihak institusi dan begitu pula sebaliknya. Persentase ini menunjukkan rasio hak kepemilikan dan derajat kemampuan mempengaruhi keputusan manajemen.

4.3.2.2 Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Aliran kas bebas (*free cash flow*) yang dimaksud dalam studi ini adalah kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi

pada asset tetap. Aliran kas bebas dihitung dengan menggunakan rumus Ross *et al.* (2000: 45-147) seperti berikut ini:

$$AKB_{it} = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it} \quad (4.1)$$

Keterangan:

AKB_{it} = Aliran Kas Bebas perusahaan *i* pada tahun *t*

AKO_{it} = Aliran kas operasi perusahaan *i* pada tahun *t*

PM_{it} = Pengeluaran modal perusahaan *i* pada tahun *t*

NWC_{it} = Modal kerja bersih perusahaan *i* pada tahun *t*.

Dari rumus sebagaimana tersebut di atas selanjutnya dijelaskan seperti berikut. Aliran kas operasi adalah kas yang berasal dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan (*principal revenue-producing activities*) dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Pengeluaran modal adalah pengeluaran pada asset tetap yaitu asset tetap akhir periode dikurangi asset tetap pada awal periode. Sedangkan modal kerja bersih (*net working capital*) adalah selisih antara jumlah asset lancar dengan hutang lancar pada tahun yang sama. Berdasarkan perhitungan rumus di atas maka skala data variabel aliran kas bebas adalah skala data rasio. Makna dari nilai variabel aliran kas bebas adalah semakin tinggi nilai variabel ini menunjukkan semakin tinggi aliran dana yang masuk ke perusahaan, dan begitu pula sebaliknya.

4.3.2.3 Leverage

Leverage yang dimaksud dalam studi ini adalah jumlah asset yang tidak dibiayai oleh ekuitas pemegang saham. Semakin besar rasio ini,

semakin kecil proporsi asset yang tidak dibiayai oleh pemegang saham. Dengan demikian risiko kemungkinan perusahaan gagal dalam membayar hutang-hutangnya juga semakin besar. Rasio *leverage* diukur dengan membagi total hutang dengan jumlah modal perusahaan.

Berikut adalah rumus untuk menghitung *leverage*:

$$L = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Equity}} \times 100\% \quad (4.2)$$

Keterangan:

L = *Leverage*

Total *debt* = Total hutang perusahaan

Equity = Jumlah modal perusahaan

Berdasarkan perhitungan rumus di atas maka skala data variabel *leverage* dalam studi ini adalah skala data rasio. Semakin tinggi nilai variabel ini menunjukkan semakin besar kegiatan perusahaan yang dibiayai dengan hutang, dan begitu pula sebaliknya.

4.3.2.4 Manajemen Laba (*Earnings Management*)

Manajemen laba (*earnings management*) yang dimaksud dalam studi ini adalah rekayasa laba dengan menaikkan (menurunkan) laba pada komponen akrual yang dilaporkan saat kini dari suatu unit yang menjadi tanggung jawab manajer. Manajemen laba diukur dengan *discretionary accruals* model *modified Jones* (1991) sebagaimana digunakan Dechow *et al.* (1995) serta Saputro dan Setiawati (2003). Manajemen laba (*earnings*

management) diukur dengan proksi *discretionary accruals* (DA). Berdasarkan perspektif manajerial, akrual menunjukkan instrumen-instrumen adanya *earnings management*. Perhitungan akrual yang tidak normal diawali dengan perhitungan total akrual. Total akrual sebuah perusahaan *i* dipisahkan menjadi *non discretionary accrual* (tingkat akrual yang normal) dan *discretionary accrual* (tingkat akrual yang tidak normal). Tingkat akrual yang tidak wajar ini merupakan tingkat akrual hasil rekayasa laba oleh manajer. Perhitungan manajemen laba model *modified Jones* (1991) sebagaimana digunakan Dechow *et al.* (1995) serta Saputro dan Setiawati (2003) adalah sebagai berikut:

$$TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it} \quad (4.3)$$

Keterangan:

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

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

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

Seperti penelitian yang dilakukan oleh Jones (1991), penelitian ini memfokuskan pada *discretionary accrual* sebagai ukuran *earnings management*. Total akrual sebuah perusahaan *i* dipisahkan menjadi *non discretionary accrual* (tingkat akrual yang wajar) dan *discretionary accrual* (tingkat akrual yang tidak wajar). Tingkat akrual yang tidak wajar ini merupakan tingkat akrual hasil rekayasa laba oleh manajer.

$$TA_{it} = NDA_{it} + DA_{it} \quad (4.4)$$

Keterangan:

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

NDA_{it} = *Non discretionary accrual* perusahaan i pada tahun t

DA_{it} = *Discretionary accrual* perusahaan i pada tahun t

Dalam penelitian ini, penulis menggunakan proksi tingkat akrual yang tidak wajar atau abnormal (DA_{it}), yang dikembangkan oleh Jones (1991). Model estimasi modifikasi Jones (1991) yang akan digunakan untuk memisahkan *discretionary accrual* dan *non discretionary accrual* adalah:

$$TA_{it}/A_{it-1} = \alpha_1(1/A_{it-1}) + \beta_1(\Delta REV_{it}/A_{it-1} - \Delta REC_{it}/A_{it-1}) + \beta_2(PPE_{it}/A_{it-1}) + \varepsilon_i \quad (4.5)$$

Keterangan:

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

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

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

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

A_{it-1} = Total aktiva perusahaan i pada tahun t-1

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

Perubahan pendapatan $\beta_1(\Delta REV_{it}/A_{it-1})$ dimasukkan ke dalam model estimasi tersebut untuk mengendalikan perubahan dalam *non discretionary accrual* yang disebabkan oleh perubahan kondisi. Pendapatan digunakan sebagai kontrol terhadap lingkungan perusahaan karena pendapatan merupakan ukuran obyektif dari operasi perusahaan sebelum adanya manipulasi manajer (Jones, 1991). Dechow *et. al.* (1995) memasukkan delta piutang ke dalam persamaan tersebut dengan asumsi bahwa semua

penjualan kredit disebabkan oleh manajemen laba, karena lebih mudah bagi manajer untuk merekayasa laba dengan penjualan kredit dibandingkan dengan penjualan tunai. Sedangkan $\beta_2(PPE_{it}/A_{it-1})$ merupakan bagian dari total akrual yang berhubungan dengan biaya depresiasi yang *non discretionary*.

Ordinary least square digunakan untuk mendapatkan nilai a_1 , b_1 , dan b_2 sebagai estimasi parameter α_1 , β_1 , dan β_2 . Sebagaimana disajikan dalam rumus di atas, total akrual pada dasarnya mencakup akrual normal dan akrual tidak normal. Jadi, tingkat akrual yang tidak normal ini (yang merupakan proksi akrual hasil rekayasa laba oleh manajer) dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$DA_{it} = TA_{it} - NDA_{it} \quad (4.6)$$

Jadi, besarnya tingkat *discretionary accruals* (tingkat akrual hasil rekayasa laba) yang dihitung dengan model estimasi Jones (1991) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$D^* = (TA_{it}/A_{it-1}) - [\alpha_1(1/A_{it-1}) + \beta_1(\Delta REV_{it}/A_{it-1} - \Delta REC_{it}/A_{it-1}) + \beta_2(PPE_{it}/A_{it-1})] \quad (4.7)$$

$$D^* = DA_{it} / A_{it-1}$$

Keterangan:

DA_{it} = *discretionary accrual* perusahaan i pada tahun t

Apabila manajer tidak melakukan manajemen laba, $TA_{it} = NDA_{it}$ atau apabila manajer tidak melakukan manajemen laba, maka besarnya DA_{it}

= nol. Jadi nilai *discretionary accrual* DA_{it} , mengindikasikan tingkat akrual hasil manajemen laba. Manajer melakukan rekayasa dengan cara menaikkan laba diindikasikan dengan nilai DA_{it} yang positif. Manajer melakukan rekayasa dengan cara menurunkan laba diindikasikan dengan nilai DA_{it} yang negatif. Berdasarkan perhitungan rumus di atas maka skala data variabel manajemen laba (*earnings management*) adalah skala data rasio. Semakin tinggi nilai variabel ini (baik yang bertanda positif maupun negatif) menunjukkan semakin besar terjadi rekayasa laba yang dilakukan oleh pihak manajer, dan begitu pula sebaliknya.

4.3.2.5 Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)

Nilai pemegang saham yang dimaksud dalam studi ini adalah nilai yang diberikan oleh pelaku pasar saham terhadap kinerja perusahaan (Brigham and Houston, 1999:92). Nilai tersebut merupakan apresiasi pasar saham jika harga saham di atas nilai buku per lembar saham. Sebaliknya nilai tersebut merupakan depresiasi pasar saham jika harga saham di bawah nilai buku per lembar saham. Nilai pemegang saham diukur dengan rasio nilai pasar saham terhadap nilai buku (*price to book value*) dengan menggunakan rumus Brigham and Houston (1999:92) seperti berikut ini:

$$NPS = \frac{HPS}{BV} \quad (4.8)$$

Keterangan:

NPS = Nilai Pemegang Saham

HPS = Harga Pasar per Lembar Saham

BV = Nilai Buku per Lembar Harga Saham

Berdasarkan perhitungan rumus di atas maka skala data variabel nilai pemegang saham dalam penelitian ini adalah skala data rasio. Nilai variabel lebih dari satu menunjukkan bahwa perusahaan memiliki nilai lebih di atas pasar saham sehingga pasar mengapresiasinya, yang berarti nilai pemegang saham di atas nilai buku. Sebaliknya jika nilai variabel kurang dari satu menunjukkan pasar melihat sebagai perusahaan yang kurang berprospek artinya nilai pemegang saham dinilai dibawah harga pasar saham. Semakin tinggi nilai variabel ini menunjukkan semakin besar nilai pemegang saham, dan begitu pula sebaliknya.

4.3.2.6 *Cost of Equity Capital*

Cost of equity capital (COC) yang dimaksud dalam studi ini merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Selanjutnya pengukuran COC pada penelitian ini dengan pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Pengukuran COC dengan CAPM pernah digunakan oleh Komalasari dan Baridwan (2001) dan Mardiyah (2002). Model COC dengan pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{COC} = R_f + \beta_i (R_M - R_f) \quad (4.9)$$

Keterangan:

R_f : *return* bebas risiko yang diprosikan dengan tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) 1 bulan.

R_M : *return* pasar yang diperoleh dari indeks harga saham gabungan (IHSG) pada hari t dikurangi IHSG pada hari $t-1$ dibagi dengan IHSG pada hari $t-1$.

β_i : risiko tidak sistematis untuk setiap saham perusahaan i .

Berdasarkan perhitungan rumus di atas maka skala data variabel *cost of equity capital* adalah skala data rasio. Semakin tinggi nilai variabel ini menunjukkan semakin besar biaya yang dikeluarkan untuk menyediakan informasi bagi publik dan begitu pula sebaliknya.

4.4 Periode yang Diteliti dan Prosedur Pengambilan Data

Periode penelitian adalah tahun 2004-2005. Data sekunder diperoleh dari PT. Bursa Efek Jakarta (sekarang menjadi Bursa Efek Indonesia), di *download* melalui *website* www.jsx.co.id yang sekarang melalui *website* www.idx.co.id berupa:

1. Laporan keuangan perusahaan manufaktur per 31 Desember 2004 sampai dengan 2005 yang meliputi Neraca, Laporan Laba Rugi dan Arus Kas.
2. Harga saham dari masing-masing perusahaan pada awal dan akhir tahun.
3. Nilai buku per lembar saham dan laba per lembar saham, dan rasio keuangan dari masing-masing perusahaan yang dicocokkan dengan data *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD).

Selanjutnya data tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan indeks harga saham gabungan (IHSG) diperoleh dari Pusat Data Pasar Modal Universitas Gadjah Mada (PDPM-UGM).

4.5 Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis jalur (*path analysis*). Alasan penggunaan *path analysis* didasarkan atas pertimbangan bahwa *path analysis* memiliki kemampuan untuk menggabungkan multidimensi secara simultan dan efisien. Analisis jalur digunakan untuk pengujian hipotesis dengan menggunakan teknik *Partial Least Square* (PLS). Analisis ini dilakukan dengan menggunakan program SmartPLS Versi 1.01. Menurut Wold (1982) dalam Ghazali (2006:4), PLS merupakan metode analisis yang kuat (*powerfull*) karena tidak didasarkan banyak asumsi, misalnya data yang digunakan tidak harus berdistribusi normal multivariat. Data yang dianalisis dengan PLS tidak harus berdistribusi normal. PLS tidak mengasumsikan adanya distribusi tertentu. PLS dapat menggunakan data nominal, kategorikal, ordinal, interval, dan rasio. Lebih lanjut Chin *et al.* (1996) menyatakan dan membuktikan secara empiris bahwa pengujian PLS dapat menggunakan satu indikator per konstruk yang identik dalam melakukan regresi berganda. Dari pernyataan dan temuan tersebut membuktikan bahwa pengujian PLS tidak mutlak harus menggunakan lebih dari satu indikator. Lebih lanjut, Fornell *et al.* (1985) menyatakan bahwa estimasi PLS tidak memerlukan asumsi-asumsi mengenai data metrik, multinormalitas. Data metrik berisi nilai kuantitatif dan yang termasuk data metrik adalah tipe data interval dan rasio. Bido (2006) menyatakan bahwa pengujian PLS dengan program SmartPLS yang hanya terdapat satu indikator, maka dilakukan model pengukuran dengan formatif indikator, artinya tanda panah variabel

terukur variabel bentukan. PLS dapat mengolah berbagai jenis data karena PLS tidak mengasumsikan distribusi data tertentu. Hipotesis tentang distribusi normal residual adalah :

Hipotesis Nol (H_0) : Residual berdistribusi normal

Hipotesis Alternatif (H_1) : Residual tidak berdistribusi normal

Untuk menentukan apakah residual data berdistribusi normal atau tidak, maka ditentukan berdasarkan nilai z statistik. Nilai z statistik untuk *skewness* dihitung dengan rumus :

$$Z_{skewness} = \frac{\text{Skewness}}{\sqrt{6/N}} \quad (4.10)$$

Nilai z statistik untuk kurtosis dihitung dengan rumus :

$$Z_{kurtosis} = \frac{\text{Kurtosis}}{\sqrt{24/N}} \quad (4.11)$$

Keterangan :

N = Jumlah sampel

Jika Z hitung > Z tabel, maka distribusi tidak normal, sebaliknya jika Z hitung < Z tabel, maka distribusi normal. Sebagai pedoman, normalitas pada tingkat signifikansi 1%, maka Z tabel = 2,58, sedangkan normalitas pada tingkat signifikansi 5%, maka Z tabel = 1,96.

Penelitian ini menggunakan pendekatan analisis jalur (*path analysis*). Alasannya karena semua variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel yang bisa diukur secara langsung (semua variabel merupakan variabel terukur). Analisis jalur mempersyaratkan

empat langkah yang harus ditempuh yaitu merancang model berbasis teori, menguji asumsi yang melandasi, perhitungan koefisien jalur, dan interpretasi hasil. Berikut penjelasan rinci langkah-langkah dalam melakukan analisis jalur :

4.5.1 Langkah pertama: Pengembangan Model Berbasis Teori

Penelitian ini bertujuan menguji secara empirik pengaruh langsung dan tidak langsung konsentrasi kepemilikan institusional terhadap *leverage*, manajemen laba, nilai pemegang saham serta *cost of equity capital* dan pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham. Model teoritis yang telah dibangun melalui telaah pustaka dan pengembangan model dianalisis dengan menggunakan analisis jalur (*path analysis*) seperti disajikan pada Gambar 4.1.

Variabel-variabel pada Gambar 4.1 meliputi variabel eksogen, variabel endogen (*intervening*) dan variabel endogen (*dependen*). Dalam penelitian ini variabel eksogen (*independen*) adalah konsentrasi kepemilikan institusional dan aliran kas bebas. Variabel endogen (*intervening*) dalam penelitian ini adalah *leverage*, manajemen laba, dan nilai pemegang saham. Sedangkan variabel endogen (*dependen*) adalah *cost of equity capital*.

Model pada Gambar 4.1 selanjutnya dapat dinyatakan dalam persamaan sebagai berikut:

$$\text{LEV} = f(\text{KKI}) + \varepsilon \quad (\text{Model 1})$$

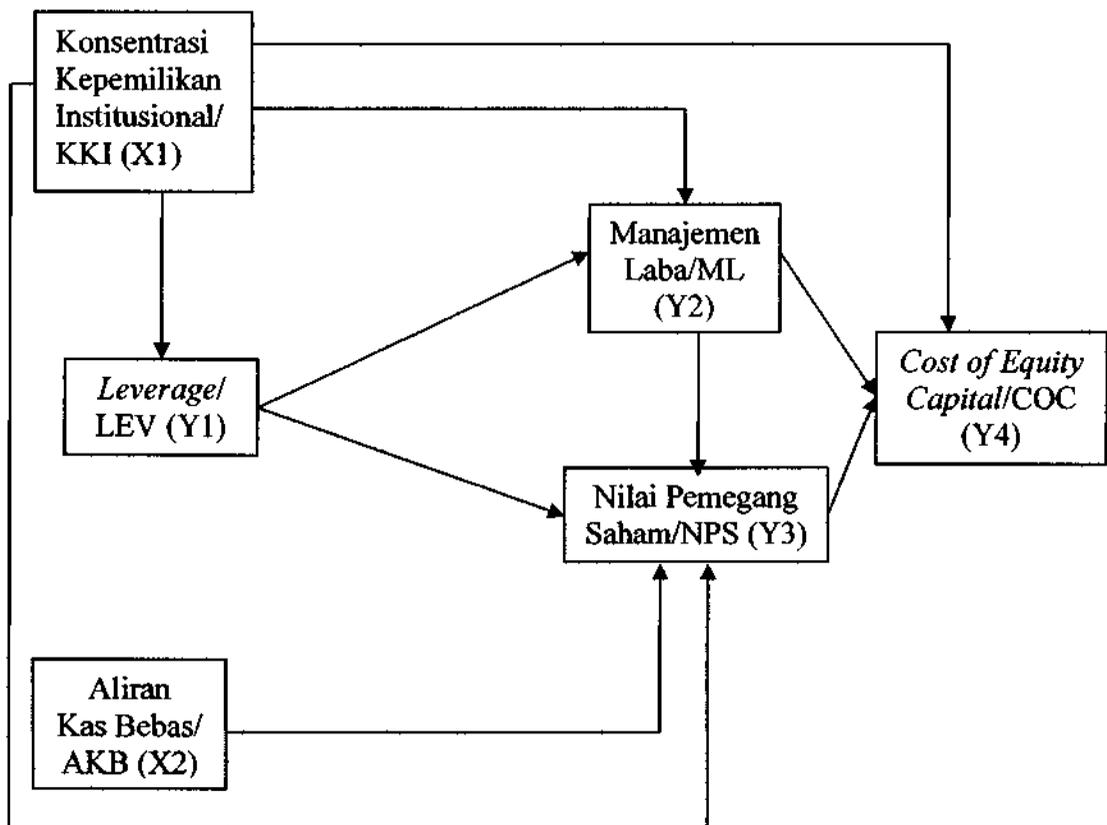
$$\text{ML} = f(\text{KKI}, \text{LEV}) + \varepsilon \quad (\text{Model 2})$$

$$\text{NPS} = f(\text{KKI}, \text{AKB}, \text{LEV}, \text{ML}) + \varepsilon \quad (\text{Model 3})$$

$$\text{COC} = f(\text{KKI}, \text{ML}, \text{NPS}) + \varepsilon \quad (\text{Model 4})$$

Keterangan :

- KKI = Konsentrasi Kepemilikan Institusional
 AKB = Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flows*)
 LEV = *Leverage*
 ML = Manajemen Laba (*Earnings Management*)
 NPS = Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)
 COC = *Cost of Equity Capital*
 ε = *Epsilon*



GAMBAR 4.1: PENGEMBANGAN MODEL DAN PEMBANGUNAN JALUR

Keterangan :

- : Variabel Terukur
 → : Hubungan Kausalitas

Model 1 digunakan untuk menguji hipotesis pertama. Model 2 digunakan untuk menguji hipotesis kedua dan keenam. Model 3 digunakan untuk menguji hipotesis ketiga, kelima, ketujuh, dan kedelapan. Sedangkan model 4 digunakan untuk menguji hipotesis keempat, kesembilan, dan kesepuluh.

4.5.2 Langkah kedua: Menguji Asumsi yang Melandasi

Uji asumsi yang melandasi analisis jalur terdiri atas:

1. Uji Linearitas. Dalam model analisis jalur, hubungan antar variabel adalah linear. Hipotesis Nol (H_0) adalah model dalam bentuk fungsi linear. Sedangkan hipotesis alternatif (H_1) adalah model dalam bentuk fungsi tidak linear. Uji linearitas model 1, model 2, model 3, dan model 4 menggunakan *Ramse Reset Test*. Jika *p-value* lebih besar dari 0,05 (*p-value* > 0,05), maka lolos dari adanya ketidaklinearan (Green, 2000).
2. Hanya model rekursif yang dapat dipertimbangkan. Model rekursif yang dimaksud dalam analisis jalur adalah sistem aliran kausal satu arah. Suatu model dikatakan memenuhi model rekursif apabila antara variabel epsilon (ϵ) saling bebas (independen). Dalam studi ini untuk menguji apakah antar variabel epsilon mempunyai hubungan saling bebas dan apakah hubungan antara variabel epsilon dengan variabel endogen saling bebas, maka digunakan uji *variance inflation factor* (VIF). Suatu hubungan antar variabel epsilon dikatakan saling bebas dan antara variabel epsilon dengan variabel endogen memiliki hubungan yang saling bebas jika nilai VIF tidak lebih dari 10 (Hair *et al.*, 1998:220).

4.5.3 Langkah ketiga: Perhitungan Koefisien Jalur Pengaruh Langsung dan tidak Langsung serta Pengaruh Total antar Variabel Penelitian

Pada tahapan ini dilakukan pendugaan parameter atau perhitungan koefisien jalur. Koefisien jalur ditentukan berdasarkan hasil perhitungan *inner model*. Berdasarkan *inner model* dapat ditentukan pengaruh langsung dan tidak langsung serta pengaruh total. Stabilitas estimasi dapat dilihat dari signifikansi dari pengujian model yang telah dilakukan.

4.5.4 Langkah keempat: Interpretasi (Pengujian) Hasil

Interpretasi hasil analisis dilakukan dengan memperhatikan signifikansi pada masing-masing koefisien jalur. Studi ini menggunakan tingkat signifikansi (α) sebesar 0,05. Jika angka signifikansi (*p-value*) yang dihasilkan kurang dari 0,05 maka hipotesis diterima (terima H_1 / H alternatif). Sebaliknya jika signifikansi (*p-value*) yang dihasilkan lebih besar dari 0,05 maka hipotesis gagal menolak H_0 (H Nol).

BAB 5

ANALISIS HASIL STUDI

BAB 5

ANALISIS HASIL STUDI

5.1 Data Penelitian

Pada bagian ini peneliti menguraikan semua hasil analisis data studi dan pengujian hipotesis. Uraian dikelompokkan dalam tiga bagian, yaitu bagian pertama menjelaskan tentang analisis deskriptif data populasi studi, bagian kedua menjelaskan tentang analisis hasil statistik dan bagian ketiga menjelaskan hasil pengujian analisis jalur (*path analysis*) yang disertai dengan penjelasan hasil pengujian yang telah dilakukan. Analisis deskriptif digunakan untuk mengetahui gambaran data penelitian. Analisis hasil statistik meliputi hasil pengujian asumsi dan pengujian data studi. Analisis jalur digunakan untuk menentukan apakah hipotesis alternatif diterima atau hipotesis gagal menolak H_0 (H_{Nol}) dilakukan dengan cara membandingkan antara *p-value* dengan α (alpha) yang ditentukan oleh peneliti.

Data studi yang diolah berasal dari laporan keuangan auditan perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode 2004-2005 yang dicocokkan dengan data *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) pada periode yang sama. Laporan keuangan auditan periode 2004 digunakan sebagai dasar untuk menentukan kriteria populasi studi. Berdasarkan kriteria populasi yang telah ditentukan maka diperoleh total populasi studi ini sebanyak 100 data observasian perusahaan manufaktur. Berikut analisis deskriptif hasil studi seperti pada Tabel 5.1.

Tabel 5.1
STATISTIK DESKRIPTIF

	KKI	AKB	LEV	ML	NPS	COC
Rata-Rata	0,713	-3.864.555,050	0,601	0,541	1,363	0,847
Deviasi Standar	0,181	45.827.098,373	0,423	0,807	1,292	0,340
Minimum	0,214	-383.866.960,000	0,000	0,008	0,050	0,149
Maksimum	0,980	167.112.898,000	3,400	7,366	8,530	1,806
Zskewness	-2,955	-24,188	14,544	-2,955	11,356	1,403
Zkurtosis	-0,231	106,364	40,970	106,855	21,730	0,146

Sumber: Lampiran 5, halaman 298

Keterangan :

- KKI = Konsentrasi Kepemilikan Institusional
 AKB = Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flows*)
 LEV = *Leverage*
 ML = Manajemen Laba (*Earnings Management*)
 NPS = Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)
 COC = *Cost of Equity Capital*

5.1.1 Deskripsi Variabel

1. Konsentrasi Kepemilikan Institusional

Variabel konsentrasi kepemilikan institusional diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh institusi minimal 20% terhadap total saham perusahaan pada periode tahun 2005. Berdasarkan Tabel 5.1 menunjukkan sebaran kisaran angka data antara 0,214 dan 0,980 dengan angka rata-rata (*mean*) 0,713. Data observasian menunjukkan terjadi konsentrasi kepemilikan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Konsentrasi kepemilikan tersebut memperlihatkan penatakelolaan perusahaan publik di Indonesia didominasi oleh pemilik suatu institusi dengan rata-rata (*mean*) 0,713. Dominasi kepemilikan pada pemilik tertentu

bisa mengakibatkan terjadinya ekspropriasi oleh pemegang mayoritas terhadap pemegang saham minoritas. Tetapi konsentrasi kepemilikan yang tinggi yang dilandasi dengan prinsip-prinsip penatakelolaan yang baik (*good corporate governance*) diharapkan dapat meningkatkan kualitas pengelolaan perusahaan.

Berdasarkan Tabel 5.1 menunjukkan bahwa variabel konsentrasi kepemilikan institusional memiliki *Zskewness* sebesar -2,955. Dengan menggunakan tingkat signifikansi 1%, maka diperoleh nilai *Z* tabel sebesar 2,576. Jadi, nilai *Zskewness* lebih besar dari nilai *Z* tabel. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa variabel konsentrasi kepemilikan institusional tidak berdistribusi normal, karena nilai *Zskewness* ($-2,955 > -2,576$). Jadi, atas dasar data residual tidak berdistribusi normal, maka teknik analisis dengan menggunakan teknik *partial least square* tepat untuk digunakan.

2. Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Variabel aliran kas bebas diperoleh dari aliran kas operasi dikurangi dengan pengeluaran modal dan modal kerja bersih dibagi dengan total aset pada periode tahun 2005. Tabel 5.1 menunjukkan bahwa sebaran data variabel aliran kas bebas pada kisaran antara -383.866.960,000 dan 167.112.898,000. Dari sebaran data tersebut menunjukkan bahwa terdapat rentang yang panjang aliran kas yang masuk ke suatu perusahaan yang diobservasi.

Variabel aliran kas bebas memiliki *Zskewness* sebesar -24,188 dan *Zkurtosis* sebesar 106,364. Dengan menggunakan tingkat signifikansi 1%,

maka diperoleh nilai Z tabel sebesar 2,576. Jadi, baik nilai *Zskewness* maupun nilai *Zkurtosis* lebih besar dari nilai Z tabel. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa variabel aliran kas bebas tidak berdistribusi normal, karena nilai *Zskewness* ($-24,188 > -2,576$) dan *Zkurtosis* ($106,364 > 2,576$). Jadi, atas dasar data residual tidak berdistribusi normal, maka teknik analisis dengan menggunakan teknik *partial least square* tepat untuk digunakan.

3. *Leverage*

Variabel *leverage* diukur dengan membagi total hutang dengan jumlah modal perusahaan. Data diperoleh dari catatan laporan keuangan perusahaan periode tahun 2005 yang dicocokkan dengan data yang dimiliki oleh *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Statistik deskriptif variabel *leverage* pada Tabel 5.1 menunjukkan sebaran data pada kisaran angka 0,000 dan 3,400. Sesuai dengan sebaran data tersebut ternyata terdapat perusahaan yang tidak memiliki hutang yang ditunjukkan dengan nilai minimum variabel *leverage* sebesar 0,000.

Berdasarkan Tabel 5.1 menunjukkan bahwa variabel *leverage* memiliki *Zskewness* sebesar 14,544 dan *Zkurtosis* sebesar 40,970. Dengan menggunakan tingkat signifikansi 1%, maka diperoleh nilai Z tabel sebesar 2,576. Jadi, baik nilai *Zskewness* maupun nilai *Zkurtosis* lebih besar dari nilai Z tabel. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa variabel *leverage* tidak berdistribusi normal, karena nilai *Zskewness* ($14,544 > 2,576$) dan *Zkurtosis* ($40,970 > 2,576$). Jadi, atas dasar data residual tidak berdistribusi

normal, maka teknik analisis dengan menggunakan teknik *partial least square* tepat untuk digunakan.

4. Manajemen Laba (*Earnings Management*)

Variabel manajemen laba diukur dengan menggunakan modifikasi model Jones (1991) sebagaimana digunakan Dechow *et al.* (1995) serta Saputro dan Setiawati (2003). Data manajemen laba diperoleh dari laporan keuangan tahunan auditan pada perusahaan manufaktur periode tahun 2004-2005. Hasil perhitungan manajemen laba seperti disajikan pada Tabel 5.4. Sesuai dengan hasil pengujian yang telah dilakukan studi ini menunjukkan bahwa semua data observasian melakukan manajemen laba. Hal ini ditunjukkan bahwa nilai manajemen laba bukan bernilai 0 (nol). Atas dasar hasil pengujian ini maka variabel manajemen laba akan digunakan lebih lanjut dalam menguji hipotesis yang terkait dengan variabel manajemen laba.

Statistik deskriptif pada Tabel 5.1 menunjukkan bahwa sebaran data pada kisaran angka 0,008 dan 7,366 dengan nilai rata-rata 0,541. Angka tersebut mencerminkan terjadi manajemen laba pada perusahaan manufaktur di Indonesia yang diobservasi dalam studi ini karena nilai manajemen laba bukan bernilai 0 (nol). Perusahaan dikatakan tidak melakukan manajemen laba jika angka manajemen laba menunjukkan angka 0 (Jones, 1991), (Dechow *et al.*, 1995), dan (Saputro dan Setiawati, 2003).

Variabel manajemen laba memiliki *Zskewness* sebesar -2,955 dan *Zkurtosis* sebesar 106,855. Dengan menggunakan tingkat signifikansi 1%,

maka diperoleh nilai Z tabel sebesar 2,576. Jadi, baik nilai *Zskewness* maupun nilai *Zkurtosis* lebih besar dari nilai Z tabel. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa variabel manajemen laba tidak berdistribusi normal, karena nilai *Zskewness* ($-2,955 > -2,576$) dan *Zkurtosis* ($106,855 > 2,576$). Jadi, atas dasar data residual tidak berdistribusi normal, maka teknik analisis dengan menggunakan teknik *partial least square* tepat untuk digunakan.

5. Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)

Variabel nilai pemegang saham diukur dengan rasio *price to book value* (PBV) sebagaimana digunakan oleh Brigham and Houston (1999:92) yaitu harga pasar per lembar saham dibagi nilai buku per lembar saham yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* periode tahun 2005. Statistik deskriptif Tabel 5.1 menunjukkan bahwa sebaran variabel nilai pemegang saham pada kisaran angka 0,050 dan 8,530 dengan nilai rata-rata (*mean*) 1,363. Data observasian studi ini menunjukkan bahwa pasar saham mempersepsi sebagian harga saham perusahaan dibawah nilai buku (terdapat variabel nilai pemegang saham di bawah 1) dan sebagian yang lain menilai harga saham perusahaan melebihi nilai buku (terdapat variabel nilai pemegang saham di atas 1). Jadi, pasar menghargai nilai pemegang saham ada yang dibawah nilai buku harga saham dan ada juga yang menilai di atas nilai buku harga saham. Nilai rata-rata (*mean*) nilai pemegang saham 1,363 menunjukkan bahwa pasar menilai di atas nilai buku harga saham.

Variabel nilai pemegang saham memiliki *Zskewness* sebesar 11,356 dan *Zkurtosis* sebesar 21,730. Dengan menggunakan tingkat signifikansi

1%, maka diperoleh nilai Z tabel sebesar 2,576. Jadi, baik nilai *Zskewness* maupun nilai *Zkurtosis* lebih besar dari nilai Z tabel. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa variabel nilai pemegang saham tidak berdistribusi normal, karena nilai *Zskewness* ($11,356 > 2,576$) dan *Zkurtosis* ($21,730 > 2,576$). Jadi, atas dasar data residual tidak berdistribusi normal, maka teknik analisis dengan menggunakan teknik *partial least square* tepat untuk digunakan.

6. Cost of Equity Capital

Variabel *cost of equity capital* diukur dengan menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) sebagaimana digunakan oleh Komalasari dan Baridwan (2001) dan Mardiyah (2002). Data *cost of equity capital* diperoleh dari data pasar saham selama periode 2005. Statistik deskriptif Tabel 5.1 menunjukkan bahwa sebaran variabel *cost of equity capital* berada pada kisaran angka 0,149 dan 1,806 dengan nilai rata-rata 0,847. Artinya besarnya biaya terendah yang dikeluarkan untuk menyediakan informasi bagi publik sebesar 0,149 dan tertinggi 1,806 serta biaya yang dikeluarkan untuk menyediakan informasi bagi publik memiliki rata-rata 0,847.

Variabel *cost of equity capital* memiliki *Zskewness* sebesar 1,403 dan *Zkurtosis* sebesar 0,146. Dengan menggunakan tingkat signifikansi 1%, maka diperoleh nilai Z tabel sebesar 2,576. Jadi, baik nilai *Zskewness* maupun nilai *Zkurtosis* lebih kecil dari nilai Z tabel. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa variabel *cost of equity capital* berdistribusi normal, karena

nilai *Zskewness* ($1,403 < 2,576$) dan *Zkurtosis* ($1,403 < 2,576$). Walaupun variabel *cost of equity capital* berdistribusi normal, tetapi dikarenakan lima variabel yang lain tidak berdistribusi normal, maka teknik analisis dengan menggunakan teknik *partial least square* tepat untuk digunakan.

5.2 Analisis dan Hasil Studi

5.2.1 Pengujian Linearitas

Uji linearitas studi ini menggunakan *Ramse Reset Test*. Hasil uji linearitas pada Tabel 5.2 menunjukkan bahwa *p-value* sebesar 0,224 untuk variabel endogen *leverage*, 0,646 untuk variabel endogen manajemen laba, 0,634 untuk variabel endogen nilai pemegang saham dan 0,153 untuk variabel endogen *cost of equity capital*.

Tabel 5.2
UJI LINEARITAS DENGAN RAMSE RESET TEST

Variabel Endogen	<i>p-value</i>
<i>Leverage</i>	0,224
Manajemen Laba	0,646
Nilai Pemegang Saham	0,634
<i>Cost of Equity Capital</i>	0,153

Sumber : Lampiran 6a-6d, halaman 299

Berdasarkan uji *Ramse Reset Test* seperti pada Tabel 5.2 menunjukkan bahwa keseluruhan nilai *p-value* $> 0,05$, artinya asumsi linearitas terpenuhi sehingga penggunaan analisis jalur tepat untuk diterapkan dalam studi ini.

5.2.2 Asumsi Rekursif

Uji asumsi apakah model memenuhi model rekursif atau tidak pada studi ini menggunakan *variance inflation factor* (VIF). Hasil uji seperti ditunjukkan pada pada Tabel 5.3 menunjukkan bahwa nilai VIF tidak lebih besar dari 10. Oleh karena itu hasil uji model studi ini bisa disimpulkan bahwa model memenuhi asumsi model rekursif.

Tabel 5.3
UJI ASUMSI REKURSIF

Variabel Endogen	Nilai <i>Variance Inflation Factor</i> (VIF)				
	Konsentrasi Kepemilikan Institusional	Aliran Kas Bebas	<i>Leverage</i>	Manajemen Laba	Nilai Pemegang Saham
Manajemen Laba	1,003		1,003		
Nilai Pemegang Saham	1,048	1,005	1,009	1,045	
<i>Cost of Equity Capital</i>	1,092			1,045	1,051

Sumber : Lampiran 7a-7c, halaman 300

5.2.3 Evaluasi Model

Partial Least Square (PLS) tidak mengasumsikan adanya distribusi tertentu untuk mengestimasi paramater (Ghozali, 2006:24), misalnya tidak mengharuskan data berdistribusi normal. Model dievaluasi berdasarkan konten substantifnya yaitu dengan membandingkan besaran bobot relatif dan melihat signifikansi ukuran bobot tersebut. Keseluruhan variabel diukur dengan nilainya sendiri. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa semua

variabel studi ini sudah diukur dengan ukuran yang identik dengan dirinya atau sudah tepat dalam pengukuran variabel.

Tabel 5.4
HASIL PERHITUNGAN MANAJEMEN LABA

NO.	MANAJEMEN LABA	NO.	MANAJEMEN LABA	NO.	MANAJEMEN LABA
1	1,3167	35	0,9506	69	0,1834
2	0,6647	36	0,5040	70	0,1070
3	0,5600	37	0,5329	71	0,0676
4	0,3134	38	0,0497	72	0,8197
5	0,3852	39	0,6170	73	1,1016
6	0,6561	40	0,8529	74	0,4477
7	0,0408	41	0,0719	75	0,0076
8	0,9254	42	0,2216	76	0,0944
9	0,5902	43	0,3591	77	0,6345
10	0,2008	44	0,4525	78	0,2508
11	0,1200	45	0,7165	79	2,6589
12	0,3203	46	0,0558	80	0,7834
13	0,0375	47	0,7645	81	0,1648
14	0,2055	48	0,0484	82	0,1425
15	0,2648	49	1,6707	83	0,6322
16	0,2785	50	0,5071	84	0,5937
17	0,5498	51	1,2965	85	0,7574
18	0,1825	52	0,5088	86	0,5346
19	1,3148	53	0,0231	87	0,4401
20	0,7082	54	0,4099	88	1,6637
21	0,0953	55	0,7376	89	0,2861
22	0,5803	56	0,0215	90	0,6565
23	0,0959	57	0,3109	91	0,0704
24	0,0579	58	0,1649	92	0,1986
25	0,5926	59	0,0245	93	0,6092
26	0,2941	60	0,0402	94	0,4768
27	0,0289	61	0,1778	95	0,7021
28	0,2480	62	0,3543	96	0,2321
29	0,9512	63	0,5620	97	0,4780
30	0,9429	64	0,8613	98	0,5097
31	0,5898	65	0,3090	99	0,1160
32	0,0269	66	0,6494	100	0,1045
33	0,3597	67	0,5496		
34	1,3167	68	7,3664		

Sumber : Lampiran 3, halaman 286-288

5.2.4 Hasil Pengujian

Pengujian hipotesis pada studi ini dilakukan dengan menggunakan teknik regresi *partial least square* dengan program SmartPLS Versi 1.01. Analisis jalur *partial least square* studi ini dilakukan dengan menspesifikasi hubungan antar variabel dalam *inner model*. Uji signifikansi dilakukan dengan membandingkan antara *p-value* dengan α (alpha) yang ditentukan oleh peneliti.

Berdasarkan hasil pengujian koefisien jalur sebagaimana disajikan pada Tabel 5.5, maka hipotesis satu dapat dinyatakan tidak signifikan pada tingkat 0,05, karena *p-value* > 0,05. Hipotesis dua, tiga, empat, tujuh, delapan, dan sembilan dapat dinyatakan signifikan pada tingkat 0,01, karena *p-value* < 0,01. Hipotesis lima, enam, dan sepuluh dapat dinyatakan signifikan pada tingkat 0,05, karena *p-value* < 0,05.

5.2.4.1 Pengujian Model

Hasil pengujian koefisien jalur model penelitian ini sebagaimana ditunjukkan pada Gambar 5.1 dapat dikemukakan dengan penjelasan sebagai berikut:

1. Koefisien jalur hubungan antara variabel konsentrasi kepemilikan institusional dan variabel *leverage* adalah 0,053 dan tidak signifikan pada tingkat 0,05.
2. Koefisien jalur hubungan antara variabel konsentrasi kepemilikan institusional dan variabel manajemen laba adalah -0,199 dan signifikan pada tingkat 0,01.

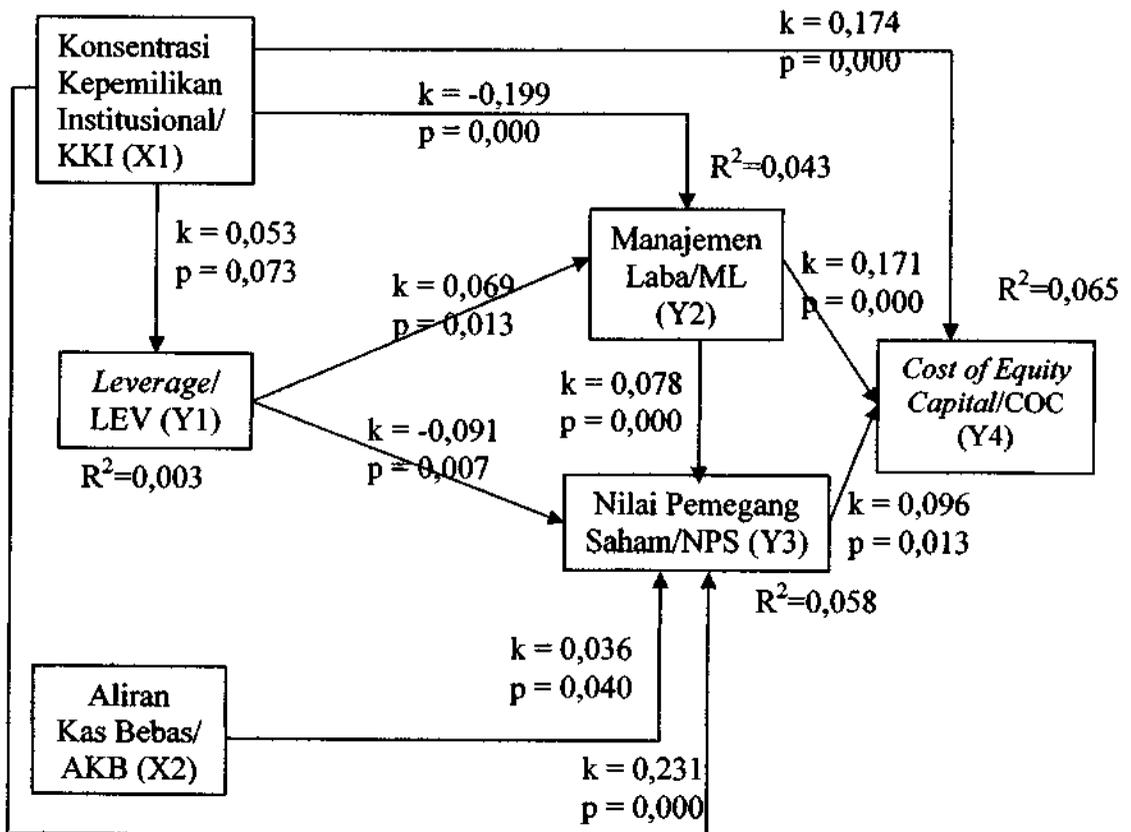
Tabel 5.5
PENGUJIAN KOEFISIEN JALUR

	koefisien estimasi	t-statistik	p-value	Keterangan
Konsentrasi Kepemilikan Institusional/KKI (X1) terhadap <i>Leverage/LEV</i> (Y1)	0,053	1,796	0,073	Tidak Signifikan
Konsentrasi Kepemilikan Institusional/KKI (X1) terhadap Manajemen Laba/ML (Y2)	-0,199	4,837	0,000	Signifikan
Konsentrasi Kepemilikan Institusional/KKI (X1) terhadap Nilai Pemegang Saham/NPS (Y3)	0,231	5,637	0,000	Signifikan
Konsentrasi Kepemilikan Institusional/KKI (X1) terhadap <i>Cost of Equity Capital/COC</i> (Y4)	0,174	4,150	0,000	Signifikan
Aliran Kas Bebas/AKB (X2) terhadap Nilai Pemegang Saham/NPS (Y3)	0,036	2,062	0,040	Signifikan
<i>Leverage/LEV</i> (Y1) terhadap Manajemen Laba/ML (Y2)	0,069	2,486	0,013	Signifikan
<i>Leverage/LEV</i> (Y1) terhadap Nilai Pemegang Saham/NPS (Y3)	-0,091	2,711	0,007	Signifikan
Manajemen Laba/ML (Y2) terhadap Nilai Pemegang Saham/NPS (Y3)	0,078	3,863	0,000	Signifikan
Manajemen Laba/ML (Y2) terhadap <i>Cost of Equity Capital/COC</i> (Y4)	0,171	6,844	0,000	Signifikan
Nilai Pemegang Saham/NPS (Y3) terhadap <i>Cost of Equity Capital/COC</i> (Y4)	0,096	2,494	0,013	Signifikan
<i>R-Square</i> Variabel Endogen <i>Leverage</i>			= 0,003	
<i>R-Square</i> Variabel Endogen Manajemen Laba			= 0,043	
<i>R-Square</i> Variabel Endogen Nilai Pemegang Saham			= 0,058	
<i>R-Square</i> Variabel Endogen <i>Cost of Equity Capital</i>			= 0,065	
<i>R-Square</i> Total			= 0,160	

Sumber : Lampiran 8, halaman 301-302

3. Koefisien jalur hubungan antara variabel konsentrasi kepemilikan institusional dan variabel nilai pemegang saham adalah 0,231 dan signifikan pada tingkat 0,01.
4. Koefisien jalur hubungan antara variabel konsentrasi kepemilikan institusional dan variabel *cost of equity capital* adalah 0,174 dan signifikan pada tingkat 0,01.
5. Koefisien jalur hubungan antara variabel aliran kas bebas dan variabel nilai pemegang saham adalah 0,036 dan signifikan pada tingkat 0,05.
6. Koefisien jalur hubungan antara variabel *leverage* dan variabel manajemen laba adalah 0,069 dan signifikan pada tingkat 0,05.
7. Koefisien jalur hubungan antara variabel *leverage* dan variabel nilai pemegang saham adalah -0,091 dan signifikan pada 0,01.
8. Koefisien jalur hubungan antara variabel manajemen laba dan variabel nilai pemegang saham adalah 0,078 dan signifikan pada tingkat 0,01.
9. Koefisien jalur hubungan antara variabel manajemen laba dan variabel *cost of equity capital* adalah 0,171 dan signifikan pada tingkat 0,01.
10. Koefisien jalur hubungan antara variabel nilai pemegang saham dan variabel *cost of equity capital* adalah 0,096 dan signifikan pada tingkat 0,05.
11. Koefisien determinasi parsial menunjukkan nilai *R-Square* (R^2) masing-masing 0,003 untuk variabel endogen *leverage*, 0,043 untuk variabel endogen manajemen laba, 0,058 untuk variabel endogen nilai pemegang saham dan 0,065 untuk variabel endogen *cost of equity capital*. Sedangkan koefisien determinasi total adalah 0,160 (Lampiran 8,

halaman 310). Hal ini berarti bahwa keragaman data yang dapat dijelaskan oleh model tersebut adalah 16 persen, sedangkan 84 persen dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.



GAMBAR 5.1
KOEFISIEN JALUR MODEL PENELITIAN

Sumber : Lampiran 8, halaman 301-302

Keterangan :

p = *p-value*

k = koefisien jalur

5.3 Hasil Pengujian Hipotesis

Berdasarkan data yang digunakan dan pengujian yang telah dilakukan dengan menggunakan analisis jalur maka diperoleh koefisien jalur sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 5.5 dengan hasil sebagai berikut:

1. Konsentrasi kepemilikan institusional (X_1) tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage* (Y_1) karena $p\text{-value} > 0,05$ ($0,073 > 0,05$) dengan koefisien jalur positif sebesar 0,053. Tingkat tidak signifikan sebesar 0,05 secara statistik memiliki makna bahwa kesalahan yang ditoleransi dalam mengambil data atau memilih data penelitian dan menolak hipotesis satu studi ini adalah sebesar 5 persen. Artinya peneliti memiliki keyakinan sebesar 95 persen bahwa pemilihan data penelitian dan menolak hipotesis satu dalam studi ini secara statistik adalah benar, sehingga kesimpulan hasil penelitian dalam studi ini tidak bias. Temuan studi ini tidak menerima hipotesis yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *leverage*.
2. Konsentrasi kepemilikan institusional (X_1) berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*) (Y_2) pada tingkat signifikansi 0,01 karena $p\text{-value} < 0,01$ ($0,000 < 0,010$) dengan koefisien jalur negatif sebesar -0,199. Tingkat signifikansi sebesar 0,01 secara statistik memiliki makna bahwa kesalahan yang ditoleransi dalam mengambil data atau memilih data penelitian dan menerima hipotesis dua dalam studi ini adalah sebesar 1 persen. Artinya peneliti memiliki keyakinan sebesar 99 persen bahwa pemilihan data penelitian dan menerima hipotesis dua dalam studi ini secara statistik adalah benar,

sehingga kesimpulan hasil penelitian dalam studi ini tidak bias. Koefisien jalur tersebut memiliki makna bahwa setiap terjadi perubahan satu satuan variabel konsentrasi kepemilikan institusional, maka manajemen laba turun sebesar -0,199 dengan asumsi variabel independen yang lain konstan. Semakin besar proporsi kepemilikan institusional maka semakin besar manajer menurunkan manajemen laba. Temuan studi ini menerima hipotesis yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*).

3. Konsentrasi kepemilikan institusional (X1) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) (Y3) pada tingkat signifikansi 0,01 karena $p\text{-value} < 0,01$ ($0,000 < 0,010$) dengan koefisien jalur positif sebesar 0,231. Tingkat signifikansi sebesar 0,01 secara statistik memiliki makna bahwa kesalahan yang ditoleransi dalam mengambil data atau memilih data penelitian dan menerima hipotesis tiga dalam studi ini adalah sebesar 1 persen. Artinya peneliti memiliki keyakinan sebesar 99 persen bahwa pemilihan data penelitian dan menerima hipotesis tiga dalam studi ini secara statistik adalah benar, sehingga kesimpulan hasil penelitian dalam studi ini tidak bias. Koefisien jalur tersebut memiliki makna bahwa setiap terjadi perubahan satu satuan variabel konsentrasi kepemilikan institusional, maka nilai pemegang saham naik sebesar 0,231 dengan asumsi variabel independen yang lain konstan. Semakin besar proporsi kepemilikan institusional maka makin besar nilai pemegang saham. Temuan studi ini menerima

hipotesis yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*).

4. Konsentrasi kepemilikan institusional (X1) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* (Y4) pada tingkat signifikansi 0,01 karena $p\text{-value} < 0,01$ ($0,000 < 0,010$) dengan koefisien jalur positif sebesar 0,174. Tingkat signifikansi sebesar 0,01 secara statistik memiliki makna bahwa kesalahan yang ditoleransi dalam mengambil data atau memilih data penelitian dan menerima hipotesis empat dalam studi ini adalah sebesar 1 persen. Artinya peneliti memiliki keyakinan sebesar 99 persen bahwa pemilihan data penelitian dan menerima hipotesis empat dalam studi ini secara statistik adalah benar, sehingga kesimpulan hasil penelitian dalam studi ini tidak bias. Koefisien jalur tersebut memiliki makna bahwa setiap terjadi perubahan satu satuan variabel konsentrasi kepemilikan institusional maka *cost of equity capital* naik sebesar 0,174 dengan asumsi variabel independen yang lain konstan. Semakin besar proporsi kepemilikan institusional maka makin besar biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Temuan studi ini menerima hipotesis yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital*.
5. Aliran kas bebas (*free cash flows*) (X2) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (Y3) pada tingkat signifikansi 0,05 karena $p\text{-value} < 0,05$ ($0,040 < 0,050$) dengan koefisien jalur negatif sebesar

0,036. Tingkat signifikan sebesar 0,05 secara statistik memiliki makna bahwa kesalahan yang ditoleransi dalam mengambil data atau memilih data penelitian dan menerima hipotesis lima studi ini adalah sebesar 5 persen. Artinya peneliti memiliki keyakinan sebesar 95 persen bahwa pemilihan data penelitian dan menerima hipotesis lima dalam studi ini secara statistik adalah benar, sehingga kesimpulan hasil penelitian dalam studi ini tidak bias. Temuan studi ini menerima hipotesis yang menyatakan bahwa aliran kas bebas (*free cash flows*) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*).

6. *Leverage* (Y1) berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*) (Y2) pada tingkat signifikansi 0,05 karena $p\text{-value} < 0,05$ ($0,013 < 0,050$) dengan koefisien jalur positif sebesar 0,069. Tingkat signifikansi sebesar 0,05 secara statistik memiliki makna bahwa kesalahan yang ditoleransi dalam mengambil data atau memilih data penelitian dan menerima hipotesis enam dalam studi ini adalah sebesar 5 persen. Artinya peneliti memiliki keyakinan sebesar 95 persen bahwa pemilihan data penelitian dan menerima hipotesis enam dalam studi ini secara statistik adalah benar, sehingga kesimpulan hasil penelitian dalam studi ini tidak bias. Koefisien jalur tersebut memiliki makna bahwa setiap terjadi perubahan satu satuan variabel *leverage*, maka manajemen laba naik sebesar 0,069 dengan asumsi variabel independen yang lain konstan. Semakin besar rasio hutang perusahaan maka semakin memotivasi manajer untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*). Temuan studi ini menerima hipotesis yang

menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*).

7. *Leverage* (Y1) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) (Y3) pada tingkat signifikansi 0,01 karena *p-value* $< 0,01$ ($0,007 < 0,010$) dengan koefisien jalur negatif sebesar -0,091. Tingkat signifikansi sebesar 0,01 secara statistik memiliki makna bahwa kesalahan yang ditoleransi dalam mengambil data atau memilih data penelitian dan menerima hipotesis tujuh dalam studi ini adalah sebesar 1 persen. Artinya peneliti memiliki keyakinan sebesar 99 persen bahwa pemilihan data penelitian dan menerima hipotesis tujuh dalam studi ini secara statistik adalah benar, sehingga kesimpulan hasil penelitian dalam studi ini tidak bias. Koefisien jalur tersebut memiliki makna bahwa setiap terjadi perubahan satu satuan variabel *leverage* maka nilai pemegang saham turun sebesar -0,091 dengan asumsi variabel independen yang lain konstan. Semakin besar rasio hutang perusahaan maka semakin menurunkan nilai pemegang saham. Temuan studi ini menerima hipotesis yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*).
8. Manajemen laba (*earnings management*) (Y2) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) (Y3) karena *p-value* $< 0,01$ ($0,000 < 0,010$) dengan koefisien jalur positif sebesar 0,078. Tingkat signifikansi sebesar 0,01 secara statistik memiliki makna bahwa kesalahan yang ditoleransi dalam mengambil data atau memilih data penelitian dan menerima hipotesis delapan dalam studi ini adalah

sebesar 1 persen. Artinya peneliti memiliki keyakinan sebesar 99 persen bahwa pemilihan data penelitian dan menerima hipotesis delapan dalam studi ini secara statistik adalah benar, sehingga kesimpulan hasil penelitian dalam studi ini tidak bias. Koefisien jalur tersebut memiliki makna bahwa setiap terjadi perubahan satu satuan variabel manajemen, maka nilai pemegang saham naik sebesar 0,078 dengan asumsi variabel independen yang lain konstan. Semakin besar manajemen laba maka semakin meningkat nilai pemegang saham. Temuan studi ini menerima hipotesis yang menyatakan bahwa manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*).

9. Manajemen laba (*earnings management*) (Y2) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* (Y4) pada tingkat signifikansi 0,01 karena $p\text{-value} < 0,01$ ($0,000 < 0,010$) dengan koefisien jalur positif sebesar 0,171. Tingkat signifikansi sebesar 0,01 secara statistik memiliki makna bahwa kesalahan yang ditoleransi dalam mengambil data atau memilih data penelitian dan menerima hipotesis sembilan dalam studi ini adalah sebesar 1 persen. Artinya peneliti memiliki keyakinan sebesar 99 persen bahwa pemilihan data penelitian dan menerima hipotesis sembilan dalam studi ini secara statistik adalah benar, sehingga kesimpulan hasil penelitian dalam studi ini tidak bias. Koefisien jalur tersebut memiliki makna bahwa setiap terjadi perubahan satu satuan variabel manajemen laba, maka *cost of equity capital* naik sebesar 0,171 dengan asumsi variabel independen yang lain konstan. Semakin besar

manajemen laba maka semakin besar biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Temuan studi ini menerima hipotesis yang menyatakan bahwa manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital*.

10. Nilai pemegang saham (*shareholders value*) (Y3) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* (Y4) pada tingkat signifikansi 0,05 karena $p\text{-value} < 0,05$ ($0,013 < 0,050$) dengan koefisien jalur positif sebesar 0,096. Tingkat signifikansi sebesar 0,05 secara statistik memiliki makna bahwa kesalahan yang ditoleransi dalam mengambil data atau memilih data penelitian dan menerima hipotesis sepuluh dalam studi ini adalah sebesar 5 persen. Artinya peneliti memiliki keyakinan sebesar 95 persen bahwa pemilihan data penelitian dan menerima hipotesis sepuluh dalam studi ini secara statistik adalah benar, sehingga kesimpulan hasil penelitian dalam studi ini tidak bias. Koefisien jalur tersebut memiliki makna bahwa setiap terjadi perubahan satu satuan variabel nilai pemegang saham, maka *cost of equity capital* naik sebesar 0,096 dengan asumsi variabel independen yang lain konstan. Semakin besar nilai pemegang saham maka semakin besar pula biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Temuan studi ini menerima hipotesis yang menyatakan bahwa nilai pemegang saham berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital*.

5.4 Pengujian Pengaruh Langsung, Pengaruh tidak Langsung, dan Pengaruh Total antar Variabel Penelitian

Tabel 5.6 menunjukkan besarnya pengaruh langsung konsentrasi kepemilikan institusional/KKI (X1) terhadap *leverage/LEV* (Y1) sebesar 5,3%, pengaruh langsung konsentrasi kepemilikan institusional/KKI (X1) terhadap manajemen laba (*earnings management*)/ML (Y2) sebesar -19,9%, pengaruh langsung konsentrasi kepemilikan institusional/KKI (X1) terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*)/NPS (Y3) sebesar 23,1%, pengaruh langsung konsentrasi kepemilikan institusional/KKI (X1) terhadap *cost of equity capital/COC* (Y4) sebesar 17,4%. Pengaruh langsung aliran kas bebas (*free cash flows*)/AKB (X2) terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) sebesar 3,6%. Pengaruh langsung *leverage/LEV* (Y1) terhadap manajemen laba (*earnings management*) sebesar 6,9% dan pengaruh langsung *leverage/LEV* (Y1) terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*)/NPS (Y3) sebesar -9,1%. Pengaruh langsung manajemen laba (*earnings management*)/ML (Y2) terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*)/NPS (Y3) sebesar 7,8%, pengaruh langsung manajemen laba (*earnings management*)/ML (Y2) terhadap *cost of equity capital/COC* (Y4) sebesar 17,1%, dan pengaruh langsung nilai pemegang saham/NPS (Y3) terhadap *cost of equity capital/COC* (Y4) sebesar 9,6%. Hasil pengujian pengaruh langsung kelima variabel, yaitu konsentrasi kepemilikan institusional, aliran kas bebas (*free cash flows*), *leverage*, manajemen laba (*earnings management*), dan nilai pemegang saham (*shareholders value*) terhadap *cost of equity capital*, ternyata variabel yang

mempunyai pengaruh langsung terbesar adalah variabel konsentrasi kepemilikan institusional sebesar 17,4%.

Tabel 5.6
PENGUJIAN PENGARUH LANGSUNG

VARIABEL	KKI	AKB	LEV	ML	NPS
LEV	0,053	0,000	0,000	0,000	0,000
ML	-0,199	0,000	0,069	0,000	0,000
NPS	0,231	0,036	-0,091	0,078	0,000
COC	0,174	0,000	0,000	0,171	0,096

Sumber : Lampiran 9, halaman 319

Berdasarkan Tabel 5.7, pengaruh tidak langsung konsentrasi kepemilikan institusional/KKI (X1) terhadap manajemen laba (*earnings management*)/ML (Y2) sebesar 1,6%, pengaruh tidak langsung konsentrasi kepemilikan institusional/KKI (X1) terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*)/NPS (Y3) sebesar -14,4%, dan pengaruh tidak langsung konsentrasi kepemilikan institusional/KKI (X1) terhadap *cost of equity capital*/COC (Y4) sebesar -2,5%. Pengaruh tidak langsung *leverage*/LEV (Y1) terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*)/NPS (Y3) sebesar 1,6%, pengaruh tidak langsung *leverage*/LEV (Y1) terhadap *cost of equity capital*/COC (Y4) sebesar 0,3%, dan pengaruh tidak langsung manajemen laba/ML (Y2) terhadap *cost of equity capital*/COC (Y4) sebesar 0,3%. Hasil pengujian pengaruh tidak langsung keempat variabel, yaitu konsentrasi kepemilikan institusional, aliran kas bebas, *leverage*, dan manajemen laba (*earnings management*) terhadap *cost of equity capital*, ternyata variabel yang mempunyai pengaruh tidak langsung

terbesar adalah variabel konsentrasi kepemilikan institusional sebesar - 2,5%.

Tabel 5.7
PENGUJIAN PENGARUH TIDAK LANGSUNG

VARIABEL	KKI	AKB	LEV	ML	NPS
LEV	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ML	0,016	0,000	0,000	0,000	0,000
NPS	-0,144	0,000	0,016	0,000	0,000
COC	-0,025	0,000	0,003	0,003	0,000

Sumber : Lampiran 9, halaman 319

Tabel 5.8 menunjukkan pengaruh total yang merupakan pengaruh yang disebabkan oleh adanya berbagai hubungan antar variabel. Pengaruh total konsentrasi kepemilikan institusional/KKI (X1) terhadap *leverage/LEV* (Y1) sebesar 5,3%, pengaruh total konsentrasi kepemilikan institusional/KKI (X1) terhadap manajemen laba (*earnings management*)/ML (Y2) sebesar -18,3%, pengaruh total konsentrasi kepemilikan institusional/KKI (X1) terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*)/NPS (Y3) sebesar 8,7%, pengaruh total konsentrasi kepemilikan institusional/KKI (X1) terhadap *cost of equity capital/COC* (Y4) sebesar 14,9%. Pengaruh total aliran kas bebas (*free cash flows*)/AKB (X2) terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*)/NPS (Y3) sebesar 3,6%. Pengaruh total *leverage/LEV* (Y1) terhadap manajemen laba (*earnings management*)/ML (Y2) sebesar 6,9% dan pengaruh total *leverage/LEV* (Y1) terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*)/NPS (Y3) sebesar -7,5%. Pengaruh total manajemen laba/ML (Y2) terhadap nilai pemegang saham/NPS (Y3) sebesar 7,8%, pengaruh total

manajemen laba (*earnings management*)/ML (Y2) terhadap *cost of equity capital*/COC (Y4) sebesar 17,4%, dan pengaruh total nilai pemegang saham (*shareholders value*)/NPS (Y3) terhadap *cost of equity capital*/COC (Y4) sebesar 9,6%.

Tabel 5.8
PENGUJIAN PENGARUH TOTAL

VARIABEL	KKI	AKB	LEV	ML	NPS
LEV	0,053	0,000	0,000	0,000	0,000
ML	-0,183	0,000	0,069	0,000	0,000
NPS	0,087	0,036	-0,075	0,078	0,000
COC	0,149	0,000	0,003	0,174	0,096

Sumber : Lampiran 9, halaman 319

Keterangan Tabel 5.6, 5.7, dan 5.8:

- KKI = Konsentrasi Kepemilikan Institusional
- AKB = Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flows*)
- LEV = *Leverage*
- ML = Manajemen Laba (*Earnings Management*)
- NPS = Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)
- COC = *Cost of Equity Capital*

Hasil pengujian pengaruh total kelima variabel, yaitu konsentrasi kepemilikan institusional, aliran kas bebas (*free cash flows*), *leverage*, manajemen laba (*earnings management*), dan nilai pemegang saham (*shareholders value*) terhadap *cost of equity capital*, ternyata variabel yang mempunyai pengaruh total terbesar adalah variabel manajemen laba sebesar 17,4%.

BAB 6

PEMBAHASAN

BAB 6

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil studi pada bab 5, studi ini mengkonfirmasi bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba, nilai pemegang saham serta *cost of equity capital*, tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba dan nilai pemegang saham. Manajemen laba berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham dan *cost of equity capital*. Begitu juga nilai pemegang saham berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital*. Untuk menguraikan hasil studi ini, maka selanjutnya dilakukan perbandingan dan pengkonfirmasi dengan studi teoritik dan studi empirik terdahulu sehingga dapat dipergunakan untuk penyusunan suatu teori baru atau pengembangan teori yang sudah ada. Pembahasan pada bab ini diakhiri dengan keterbatasan studi yang dapat dijadikan sebagai rujukan bagi penelitian berikutnya pada masa yang akan datang.

6.1 Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional terhadap *Leverage*

Hasil studi ini menunjukkan bahwa terjadi konsentrasi kepemilikan institusional pada perusahaan manufaktur di Indonesia, yaitu rata-rata 71,3% perusahaan yang diobservasi dimiliki oleh pemilik institusional. Hal ini sejalan dengan temuan penelitian La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.*

(2000a), dan Facio *and* Lang (2002) yang menunjukkan bahwa kepemilikan perusahaan publik di hampir semua negara adalah terkonsentrasi, kecuali di Amerika Serikat, Inggris dan Jepang. Namun hasil pengujian studi ini sebagaimana pada bab 5 menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Dengan demikian hipotesis satu yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *leverage* tidak diterima.

Temuan studi ini bertentangan dengan temuan Bathala *et al.* (1994), Crutchley *and* Jensen (1996), dan Chowdhury *and* Geringer (2001) yang menemukan hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan hutang. Temuan tersebut menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan institusional, maka semakin kecil pendanaan perusahaan yang diperoleh melalui hutang.

Penelitian Bathala *et al.* (1994) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berdampak negatif terhadap kebijakan hutang. Mereka menyatakan bahwa investor institusional merepresentasikan suatu kelompok pemilik yang mengawasi manajer (agen), sehingga dapat mengurangi biaya keagenan. Pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas memiliki kelebihan dibanding investor individual. Dari sisi pendanaan pemilik institusional lebih kuat dibanding pemilik individual. Pada umumnya pemegang saham mayoritas (konsentrasi kepemilikan institusional) menyerahkan pengelolaan investasinya pada divisi khusus dengan menunjuk profesional yang memiliki keahlian dibidang analisis dan keuangan, sehingga pemilik mayoritas dapat memantau perkembangan

investasinya dengan baik. Jadi jika persentase kepemilikan cukup besar (mayoritas), maka mereka memiliki insentif untuk melakukan pengawasan secara efektif terhadap manajemen (agen), dan memiliki kemampuan untuk mempengaruhi maupun mengubah tindakan serta keputusan manajemen. Kalau analis sebagai profesional dapat menganalisis dengan baik, tentunya hasil analisis tersebut dapat digunakan untuk menilai apakah manajer tersebut dapat memajukan perusahaan atau tidak. Jika manajer tidak bisa memajukan perusahaan yang hal ini tidak disukai oleh pemilik, maka bisa berakibat manajer tersebut diganti dan inilah salah satu bentuk pengawasan yang efektif. Secara tidak langsung emiten atau manajer yang tidak bisa memajukan perusahaan seperti itu maka menjadikan sahamnya tidak laku di pasar saham dan kesulitan mencari pendanaan.

Studi Crutchley *and* Jensen (1996) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan kebijakan hutang. Mereka menyatakan bahwa investor institusional menjadi mekanisme alternatif dalam mengendalikan permasalahan aliran kas bebas yang digunakan untuk membayar hutang. Kepemilikan institusional dan *leverage* menjadi substitusi dalam mengendalikan manajer mengelola perusahaan. Ada kesan bahwa pemilik institusional setuju terhadap adanya kebijakan hutang dalam batasan yang rendah yang digunakan untuk mengelola kemungkinan adanya penggunaan aliran kas bebas yang berlebihan yang dilakukan oleh manajer. Jadi atas dasar untuk pengendalian aliran kas bebas, pemilik institusional identik dengan penggunaan hutang yang rendah.

Moh'd *et al.* (1998) melakukan penelitian dengan ukuran sampel sebanyak 311 perusahaan yang terdaftar pada pasar modal Amerika Serikat periode tahun 1972-1989. Temuannya menunjukkan bahwa kepemilikan institusional efektif dalam melakukan fungsi pengawasan keagenan sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya. Pemilik institusional identik dengan pemegang saham besar yang memiliki pendanaan besar. Di samping itu pemilik institusional merasa telah memiliki kemampuan dalam mengawasi manajer dengan melibatkan analis keuangan yang dibayar sebagai profesional. Dengan demikian ada kesan kepemilikan institusional yang identik dengan pemilik yang memiliki kecukupan pendanaan ada kecenderungan tidak terlalu mementingkan kehadiran pemberi pinjaman untuk menambah pendanaan perusahaan.

Hasil penelitian Chowdhury *and* Geringer (2001) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *leverage* dengan hubungan negatif pada perusahaan yang terdaftar di pasar modal Jepang. Penelitian tersebut menggunakan ukuran sampel sebanyak 118 dari lima kelompok industri. Keberadaan investor institusional walaupun bukan sebagai pemilik mayoritas ternyata mampu meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan. Artinya masuknya investor institusional direaksi positif oleh pasar saham yang berupa naiknya likuiditas pasar saham dan harga saham. Hal tersebut mencerminkan perusahaan dapat dengan mudah mencari pendanaan dengan menjual sahamnya di pasar modal. Sehingga ada kesan bahwa tidak terlalu dibutuhkan mencari tambahan pendanaan dari pihak pemberi pinjaman. Sehingga dapat

disimpulkan bahwa kepemilikan institusional memiliki peran penting dalam melakukan pengawasan terhadap manajer dengan fokus penggunaan hutang pada tingkat yang rendah.

Kalau para peneliti sebelumnya menemukan hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan *leverage*, maka Wu (2004) dan Bruslerie and Latrous (2007) menemukan hubungan positif antara kepemilikan institusional dengan *leverage*. Hubungan positif tersebut ternyata kepemilikan institusional tidak mayoritas sehingga investor institusional memerlukan pengawasan lagi dari pihak eksternal melalui hutang sekaligus untuk menambah posisi pendanaan perusahaan. Di samping itu, kepemilikan institusional yang memiliki orientasi jangka panjang cenderung memotivasi manajer untuk mencari tambahan pendanaan perusahaan dari hutang. Karena keberadaan kepemilikan institusional yang memiliki orientasi jangka panjang, maka mereka kesulitan untuk menjual sahamnya, sehingga mereka memegang saham tersebut dalam jangka panjang. Dalam situasi tersebut pemilik institusional setuju memberikan insentif kepada manajer untuk menambah pendanaan dari eksternal melalui hutang.

Hasil studi ini konsisten dengan Filatotchev and Mickiewicz (2001) yang melakukan kajian literatur dari berbagai penelitian menyimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan berhubungan dengan kurangnya efisien dalam menggunakan sumberdaya keuangan yang diukur dengan rasio hutang terhadap investasi. Konsentrasi kepemilikan pada penelitian tersebut tidak tergantung pada identitas siapa sesungguhnya pemegang saham yang paling besar. Akibatnya konsentrasi kepemilikan tidak mempunyai dampak

terhadap kebijakan hutang. Dalam mengambil keputusan untuk mencari pendanaan dari luar melalui kebijakan hutang manajer tidak terpengaruh adanya pemegang saham pengendali (konsentrasi kepemilikan).

Penjelasan yang dapat dikemukakan dari temuan studi ini adalah pertama, mekanisme pengawasan eksternal melalui kebijakan hutang tidak disukai. Jadi kenyataannya manajer tidak bisa dengan leluasa mencari pendanaan dengan hutang pada perusahaan yang terdapat konsentrasi kepemilikan institusional, karena para pemilik menilai bahwa hutang bisa berpotensi menimbulkan kebangkrutan perusahaan apabila manajer tidak mampu memanfaatkan penggunaan hutang secara baik.

Kedua, ada kesan bahwa pada perusahaan yang terdapat kepemilikan saham yang terkonsentrasi tidak butuh pengawasan dari pihak kreditor. Para pemilik akan mengawasi kinerja manajer tanpa harus ada kehadiran kreditor karena memang investor institusional memiliki perangkat dan kecanggihan dibanding investor lainnya. Mereka umumnya memiliki ahli yang profesional dibidangnya dalam menganalisis informasi keuangan perusahaan yang dibutuhkan pemilik. Akibatnya manajer tidak bisa dengan leluasa mencari pendanaan dari hutang.

Ketiga, hasil studi ini memperlihatkan bahwa pemilik lebih menyukai pendanaan melalui penjualan saham pada pasar modal. Dengan demikian akan meningkatkan kredibilitas dan nilai pemegang saham. Di samping itu ada anggapan bahwa perusahaan yang memiliki banyak hutang berarti perusahaan tersebut tidak diminati oleh investor, sehingga pemilik

mayoritas berusaha keras menekan manajer untuk tidak mencari pinjaman dari luar yang nantinya membebani perusahaan.

Berdasarkan analisis hasil studi seperti yang telah dikemukakan di atas, maka temuan empirik hasil studi ini adalah konsentrasi kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Temuan studi ini menunjukkan bahwa pemilik mayoritas tidak ingin adanya pengawasan eksternal melalui kebijakan hutang. Pemilik mayoritas tampaknya sudah merasa memiliki kemampuan dalam mengawasi kinerja manajer tanpa harus ada kehadiran pihak kreditor dan ada anggapan bahwa semakin besar hutang, maka berpotensi menimbulkan kebangkrutan perusahaan.

6.2 Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional terhadap Manajemen Laba (*Earnings Management*)

Berdasarkan data yang digunakan dan pengujian yang telah dilakukan sebagaimana disajikan pada bab 5 menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba dengan hubungan negatif. Hasil ini memperlihatkan bahwa semakin besar kepemilikan institusional maka semakin kecil terjadi manajemen laba. Dengan demikian hipotesis dua yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*) diterima.

Hasil studi ini menunjukkan bahwa semakin besar saham yang dimiliki oleh investor institusi (konsentrasi kepemilikan institusional), maka membatasi manajer untuk melakukan manajemen laba. Studi ini juga

menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional merupakan mekanisme yang mampu menekan perilaku oportunistik manajer dalam melakukan manajemen laba. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional merupakan mekanisme yang dapat menghambat manajer dalam melakukan manajemen laba.

Temuan studi ini bertentangan dengan hasil penelitian Demsetz *and* Lehn (1985), Darmawati (2003), serta Ujiyantho dan Pramuka (2007). Para peneliti tersebut tidak menemukan hubungan antara kedua variabel. Demsetz *and* Lehn (1985) menemukan bahwa konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh terhadap tingkat laba akuntansi. Penelitian tersebut dilakukan dengan menggunakan sampel 511 perusahaan terbesar di Amerika Serikat. Kepemilikan saham pada perusahaan publik di Amerika Serikat termasuk negara yang kepemilikan sahamnya kecenderungan menyebar, sehingga tidak ada pihak yang secara langsung dapat mengendalikan manajemen. Dengan demikian kepemilikan institusional walaupun dikatakan pada posisi pemilik mayoritas tetapi kepemilikannya tidak lebih dari 20% ternyata tidak memiliki kemampuan untuk mempengaruhi manajer dalam melakukan manajemen laba. Di sisi lain, temuan Boediono (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap manajemen laba. Artinya kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang lemah, sehingga manajer dengan leluasa melakukan manajemen laba.

Penelitian Darmawati (2003) serta Ujiyantho dan Pramuka (2007) tidak menemukan adanya hubungan antara pengelolaan laba dengan

kepemilikan institusional. Hasil penelitian tersebut sesuai dengan konsep yang menyatakan bahwa institusional adalah pemilik yang lebih memfokuskan pada laba sekarang. Pemilik institusional yang memiliki orientasi jangka pendek lebih mementingkan laba periode tahun berjalan (sekarang). Atas dasar pandangan tersebut, maka manajer lebih memilih kebijakan akuntansi yang cenderung sesuai realitas di lapangan dengan tidak melakukan rekayasa laba.

Chung *et al.* (2005) melakukan penelitian dengan menggunakan data sebanyak 22.576 tahun observasi selama periode 1984-1996, menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional tidak mempengaruhi manajemen laba secara langsung. Tetapi kenyataannya konsentrasi kepemilikan institusional menjadi pemoderasi terhadap hubungan antara aliran kas bebas dengan manajemen laba. Dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengawasan oleh pihak eksternal dalam hal ini adalah konsentrasi kepemilikan institusional secara efektif sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya memperkuat hubungan antara aliran kas bebas dengan manajemen laba.

Hasil studi ini konsisten dengan temuan Jiambalvo *et al.* (1996), Xu *and* Wang (1997), Bushee (1998a, 1998b), Rajgopal *et al.* (1999), Mitra (2002), Mdiastuty dan Machfoedz (2003), Hsu *and* Koh (2005), dan Herawati (2007) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba dengan hubungan negatif. Studi ini menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional menjadi mekanisme yang efektif dalam mengawasi manajer. Para peneliti

sebelumnya menyatakan bahwa pemilik institusional memiliki cara yang canggih dan umumnya mereka membayar orang yang ahli untuk mengelola investasinya.

Jiambalvo *et al.* (1996) mengkaji beberapa hasil penelitian menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap manajemen laba dengan hubungan negatif. Mereka berpendapat bahwa kepemilikan institusional menjadi mekanisme efektif penatakelolaan perusahaan dalam mengawasi kinerja manajer. Di samping itu walaupun standar akuntansi keuangan memberikan kesempatan untuk memilih metode akuntansi yang memungkinkan untuk mengelola laba perusahaan, tetapi regulasi pasar modal yang ketat di Amerika Serikat tampaknya membatasi peluang bagi manajer untuk merekayasa laba perusahaan.

Hasil studi Xu *and* Wang (1997) menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan dapat memonitor manajemen secara efektif melalui pengendalian dewan direktur pada perusahaan yang terdaftar di pasar modal China. Kepemilikan institusional menempatkan wakilnya kedalam jajaran dewan direktur, dengan demikian kepentingan pemilik institusional bisa langsung terakomodasi. Manajer mendapat pengawasan langsung dari pemilik yang sekaligus sebagai dewan direktur. Kondisi ini memaksa manajer untuk berusaha mengambil keputusan yang sejalan dengan kepentingan pemilik. Dari hasil studi tersebut bisa disimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan membatasi insentif bagi manajer untuk melakukan rekayasa laba.

Temuan Bushee (1998a, 1998b) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap manajemen laba dengan hubungan negatif. Mereka berpendapat bahwa investor institusional umumnya memiliki cara yang canggih dalam melakukan pengawasan terhadap manajer. Investor institusional memiliki kemudahan untuk mengakses informasi yang diperlukan. Umumnya mereka membayar seseorang profesional untuk mengelola investasinya. Profesional tersebut memiliki keahlian untuk menganalisis informasi keuangan yang diperlukan investor institusional. Atas kecanggihannya yang dimiliki investor institusional tersebut maka manajer tidak bisa leluasa untuk melakukan rekayasa laba melalui manajemen laba untuk kepentingan manajer itu sendiri.

Hasil penelitian Rajgopal *et al.* (1999), Mitra (2002), dan Liu and Peng (2006) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap manajemen laba dengan hubungan negatif. Peneliti tersebut berpendapat bahwa investor institusional lebih memfokuskan diri pada profitabilitas jangka pendek sehingga membatasi manajer untuk melakukan rekayasa laba. Kepemilikan institusional temporer (kepemilikan institusional yang bersifat sementara) cenderung menginginkan laba yang sesungguhnya sesuai realitas yaitu laba yang dihasilkan secara alamiah tanpa adanya rekayasa laba. Investor semacam ini beralasan bahwa jika laba merupakan hasil rekayasa, maka dalam jangka pendek tidak akan memperoleh *capital gain*. Hal ini ditangkap oleh manajer dengan cara meminimalisasi rekayasa laba perusahaan. Temuan tersebut juga konsisten dengan pendapat umum bahwa pemilik institusional lebih mengenali

manajer daripada investor individu sehingga manajer cenderung untuk menurunkan pengelolaan angka akrual. Dengan demikian kepemilikan institusional mampu menurunkan fleksibilitas bagi manajer untuk melakukan manajemen laba.

Penelitian Midiastuty dan Machfoedz (2003) yang menggunakan data perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT. Bursa Efek Jakarta menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *discretionary accrual* yang merupakan proksi manajemen laba dengan hubungan negatif. Mereka menyatakan bahwa investor institusional lebih mementingkan kinerja perusahaan jangka panjang. Karenanya manajer tidak akan mempunyai insentif untuk merekayasa laba sekarang, misalnya dengan meningkatkan laba atau meratakan laba. Selanjutnya konsentrasi kepemilikan institusional dapat menjadi kendali bagi perilaku oportunistik manajemen untuk kepentingan manajer sendiri tetapi kemungkinan bisa mengakibatkan kerugian bagi pemegang saham.

Hsu *and* Koh (2005) meneliti hubungan antara kepemilikan institusional dengan manajemen laba pada pasar modal Australia yang dibagi ke dalam dua kelompok pengujian. Kelompok pertama, kepemilikan institusional rendah hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara kepemilikan institusional yang rendah dengan manajemen laba. Temuan tersebut menunjukkan bahwa investor institusional dengan kepemilikan yang rendah mempunyai tujuan jangka pendek yang lebih mementingkan laba jangka pendek. Kelompok kedua, konsentrasi kepemilikan institusional (kepemilikan institusional yang tinggi) hasilnya

ternyata berbeda yaitu konsentrasi kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan manajemen laba. Temuan tersebut memberi kesan bahwa investor institusional dengan kepemilikan yang tinggi (terkonsentrasi) mempunyai orientasi jangka panjang, sehingga membatasi peluang bagi manajer untuk melakukan manajemen laba.

Studi Herawati (2007) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap manajemen laba dengan hubungan negatif. Herawati menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional jika ditinjau dari segi teori keagenan mampu mengurangi konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Kepemilikan institusional juga dikatakan sebagai elemen *good corporate governance* yang efektif melakukan fungsi pengawasan sehingga mampu mengurangi perilaku oportunistik manajer untuk kepentingan dirinya sendiri.

Penjelasan yang dapat dikemukakan dari temuan studi ini adalah pertama, pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas meminta orang-orangnya yang ditempatkan pada jajaran manajemen atau bahkan yang menjadi manajer untuk meminimalisasi rekayasa laba, karena jika pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas meminta manajer melakukan rekayasa laba yang menguntungkan dirinya, maka pemegang saham minoritas dan pasar saham akan mendiskon harga saham perusahaan yang justru akan merugikan pemegang saham mayoritas itu sendiri. Jadi konsentrasi kepemilikan institusional identik dengan rendahnya manajemen laba (*earnings management*).

Kedua, dominasi pemilik institusional menyebabkan manajer tidak bisa bertindak oportunistik yang cenderung menguntungkan dirinya sendiri tetapi kemungkinan merugikan pemilik. Sehingga manajer tidak bisa dengan leluasa memanipulasi angka laba yang dihasilkan perusahaan.

Ketiga, investor institusional berpandangan yang jauh lebih kedepan dibandingkan investor individu yang hanya fokus untuk laba sekarang. Sehingga investor institusional melakukan tekanan kepada manajer untuk tidak melakukan manipulasi laba. Investor institusional lebih suka bagaimana harga saham di pasar saham meningkat daripada memanipulasi laba yang menyesatkan bagi pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan jika rekayasa laba itu dianggap sebagai suatu hal yang merugikan.

Berdasarkan analisis hasil studi seperti yang telah dikemukakan di atas, maka temuan empirik hasil studi ini adalah konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba. Institusional sebagai pemilik mayoritas meminta kepada manajer perusahaan untuk meminimalisasi rekayasa laba yang cenderung menguntungkan pemegang saham mayoritas dan manajemen tetapi kemungkinan merugikan pemegang saham minoritas karena jika informasi manajemen laba tersebut bisa dideteksi oleh pemegang saham minoritas, maka pemegang saham minoritas dan pasar saham akan mendiskon harga saham yang justru akan merugikan pemegang saham mayoritas itu sendiri. Konsentrasi kepemilikan institusional bisa menjadi mekanisme efektif dalam mengawasi kinerja manajer. Sehingga manajer tidak bisa dengan leluasa untuk bertindak

oportunistik dengan cara menguntungkan dirinya sendiri tetapi kemungkinan merugikan pemegang saham jika rekayasa laba dianggap suatu tindakan yang bersifat negatif.

6.3 Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)

Hasil studi ini sebagaimana pada bab 5 menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) dengan hubungan positif. Dengan demikian hipotesis tiga yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) diterima.

Temuan studi ini bertentangan dengan hasil penelitian Demsetz *and* Lehn (1985) dan Demsetz *and* Villalonga (2001) yang tidak menemukan hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai pemegang saham (*shareholders value*). Penelitian tersebut dilakukan di Amerika Serikat yang pasar modalnya terdapat kepemilikan menyebar. Kalau kepemilikan sahamnya menyebar pada banyak pemegang saham maka tidak ada pihak yang memiliki kendali khusus, sehingga manajer dapat melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya sendiri dan kemungkinan merugikan pemegang saham.

Hasil penelitian Brush *et al.* (2000) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Dari hasil penelitian tersebut mencerminkan bahwa pemilik institusional tidak

berhasil menekan manajer untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Kegagalan tersebut ternyata manajemen tidak berhasil meningkatkan likuiditas pasar saham, yaitu naiknya volume perdagangan saham dan naiknya harga saham.

Penelitian Jennings (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berhasil meningkatkan nilai perusahaan, yaitu kepemilikan institusional menurunkan nilai pemegang saham. Hal ini disebabkan investor institusional tidak mampu memonitor kinerja manajer. Ketidakmampuan investor institusional tersebut ternyata mereka bukan pemegang saham pengendali. Akibatnya manajer dengan leluasa dapat bertindak sesuai dengan keinginannya dan menguntungkan dirinya sendiri tetapi merugikan para pemegang saham.

Hasil studi ini konsisten dengan pernyataan Slovin *and* Sushka (1993), temuan empiris Smith (1996), Xu *and* Wang (1997), Pizarro *et al.* (2006) dan Bjuggren *et al.* (2007). Para peneliti tersebut menunjukkan hubungan positif antara konsentrasi kepemilikan dengan nilai pemegang saham. Slovin *and* Sushka (1993) menyatakan bahwa nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat pengawasan yang efektif sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya. Pengawasan yang efektif tersebut mendorong manajer untuk bekerja keras sehingga mampu meningkatkan produktifitas perusahaan dan penjualan yang menguntungkan pemegang saham. Dengan demikian kemakmuran pemegang saham meningkat.

Penelitian Smith (1996) menunjukkan secara empiris bahwa peningkatan kontrol oleh pemilik berhubungan positif dengan *return* saham. Ada kesan bahwa kontrol yang dilakukan oleh pemilik direaksi positif oleh pasar saham yang berupa naiknya harga saham. Harga saham yang memiliki kecenderungan naik maka investor akan memperoleh *return* positif, karena *return* diperoleh dari harga saham tanggal tertentu (sekarang) dikurangi harga saham tanggal sebelumnya dibagi dengan harga saham tanggal sebelumnya. *Return* meningkat menjadikan cerminan bahwa nilai pemegang saham juga meningkat. Jadi dapat disimpulkan bahwa peningkatan kontrol dalam hal ini konsentrasi kepemilikan insitusional berdampak positif terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*).

Hasil studi Xu *and* Wang (1997) menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang terdaftar di pasar modal China. Lebih lanjut peneliti tersebut merinci bahwa konsentrasi kepemilikan berhubungan positif dengan profitabilitas. Berdasarkan kajian yang telah dilakukan peneliti menjelaskan bahwa hubungan positif tersebut karena keberadaan kepemilikan terkonsentrasi mampu meningkatkan produktifitas sebagai salah satu proksi kinerja perusahaan. Kalau kinerja perusahaan meningkat berarti nilai pemegang saham juga meningkat. Hasil penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa kepemilikan terkonsentrasi lebih kuat untuk perusahaan yang sahamnya didominasi oleh perseorangan daripada perusahaan yang sahamnya didominasi oleh institusi.

Pizarro *et al.* (2006) dan Bjuggren *et al.* (2007) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan kinerja

perusahaan dengan hubungan positif. Keberadaan kepemilikan institusional mampu memotivasi manajer meningkatkan kinerjanya. Manajer juga termotivasi untuk meningkatkan produktivitas dan penjualan yang mampu meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, karena manajer berharap mendapat tambahan bonus dari pemilik. Meningkatnya kinerja keuangan perusahaan akan menarik perhatian bagi investor untuk menanamkan dananya ke perusahaan, karena perusahaan memiliki prospek yang menguntungkan. Inilah yang mampu mendorong meningkatnya volume perdagangan saham dan harga saham perusahaan yang selanjutnya menguntungkan pemegang saham. Jadi dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional menjadi mekanisme yang handal sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya sehingga mampu memotivasi manajer dalam meningkatkan kinerjanya.

Penjelasan yang dapat dikemukakan dari temuan studi ini adalah pertama, sejalan dengan teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen (1986) bahwa pemegang saham mayoritas akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan yang berarti juga meningkatkan nilai pemegang saham. Dalam hal ini pemegang saham mayoritas (terkonsentrasi) sangat berkepentingan untuk membangun reputasi perusahaan tanpa melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Ekspropriasi merupakan cara memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000b). Komitmen pemegang saham mayoritas ini sangat kuat karena apabila pemegang saham mayoritas melakukan ekspropriasi pada saat dia memegang saham dalam jumlah besar, maka para

pemegang saham minoritas dan pasar saham akan mendiskon harga pasar saham perusahaan tersebut, sehingga akan merugikan pemegang saham mayoritas itu sendiri.

Kedua, umumnya investor institusional merupakan pemegang saham yang cukup besar. Sehingga keberadaannya akan meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan. Kepercayaan inilah yang mendorong meningkatkan volume perdagangan saham dan harga saham, dengan demikian akan meningkatkan nilai perusahaan dan nilai pemegang saham (*shareholders value*).

Ketiga, investor institusional pada umumnya mendelegasikan pengelolaan investasinya pada divisi khusus yang memiliki keahlian dibidangnya. Sehingga mereka memiliki kemampuan melakukan pengawasan yang lebih baik dibanding investor lainnya. Pengawasan yang lebih baik berarti hak para pemegang saham termonitor, dengan demikian akan mendorong meningkatkan nilai pemegang saham (*shareholders value*).

Keempat, konsentrasi kepemilikan institusional mencerminkan terdapat pemilik mayoritas yang mendominasi kepemilikan suatu perusahaan. Ada anggapan bahwa pemilik mayoritas memiliki pendanaan yang kuat sehingga aman bila membeli saham perusahaan tersebut. Sehingga hal ini akan meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan yang berupa meningkatnya likuiditas pasar saham perusahaan. Artinya terjadi peningkatan volume perdagangan saham dan kenaikan harga saham. Dengan demikian harga pasar saham dinilai di atas nilai buku. Reaksi positif tersebut mencerminkan adanya apresiasi pasar saham atas

konsentrasi kepemilikan institusional. Ada kesan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional menjadikan pengelolaan perusahaan di kelola secara transparan, yaitu informasi bisa diakses oleh para pemegang saham tanpa memihak kepada pemilik tertentu.

Berdasarkan analisis hasil studi seperti yang telah dikemukakan di atas, maka temuan empirik hasil studi ini adalah konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) dengan hubungan positif. Temuan studi ini menunjukkan bahwa tidak terjadi ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas. Konsentrasi kepemilikan institusional justru meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan yang berupa meningkatkan likuiditas pasar saham, yaitu terjadi kenaikan volume perdagangan saham dan harga saham perusahaan (harga pasar saham dihargai di atas nilai buku oleh investor). Sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin besar konsentrasi kepemilikan institusional, maka semakin besar nilai pemegang saham (*shareholders value*).

6.4 Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional terhadap *Cost of Equity Capital*

Hasil studi ini sebagaimana pada bab 5 menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* dengan hubungan positif. Dengan demikian hipotesis empat yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional

berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* diterima. Dari temuan studi ini dapat dinyatakan bahwa semakin besar saham yang dimiliki oleh investor institusional maka semakin besar biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

Temuan studi ini berlawanan dengan hasil penelitian Ashbaugh *et al.* (2004) dan Haque (2006). Hasil penelitian mereka menemukan hubungan negatif antara konsentrasi kepemilikan institusional dengan *cost of equity capital*. Ashbaugh *et al.* (2004) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *cost of equity capital* melalui beta (proksi risiko investasi saham) dengan hubungan negatif. Konsentrasi kepemilikan institusional mampu meningkatkan kinerja pasar saham dan mampu menekan risiko jika investor membeli saham perusahaan. Risiko turun menyebabkan perusahaan memiliki kelonggaran untuk tidak harus mengungkapkan semua informasi mengenai kondisi perusahaan, sehingga hal ini dapat menurunkan biaya yang dikeluarkan untuk mengungkapkan informasi kepada publik (*cost of equity capital*).

Haque (2006) memberi dukungan terhadap teori keagenan, yang menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berhubungan negatif signifikan dengan *cost of equity capital* yang diukur dengan *dividend yield*. Struktur kepemilikan pada penelitian Haque merupakan indikator pelaksanaan *good corporate governance*. Penelitian Haque dilakukan pada pasar modal Bangladesh. Dari temuan tersebut menunjukkan bahwa keberadaan struktur kepemilikan mampu meningkatkan kinerja pasar saham dan harga saham.

Ada anggapan bahwa peningkatan kinerja pasar saham justru akan mengurangi informasi yang harus diungkap oleh perusahaan, sehingga berdampak terhadap turunnya biaya yang dikeluarkan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*). Jadi dapat disimpulkan bahwa keberadaan struktur kepemilikan mampu meningkatkan kinerja pasar saham dan harga saham sehingga berdampak terhadap *cost of equity capital*.

Temuan studi ini konsisten dengan hasil penelitian Brush *et al.* (2000) dalam hal arah hubungannya yaitu kepemilikan institusional berdampak terhadap meningkatnya *cost of equity capital*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berhasil meningkatkan kinerja keuangan perusahaan yang berarti juga tidak berhasil meningkatkan nilai pemegang saham. Kegagalan ini ternyata disebabkan bahwa manajer perusahaan tidak berhasil meningkatkan pertumbuhan penjualan. Akibatnya perusahaan harus membuat strategi yang dapat menarik investor dengan cara mengungkap kondisi perusahaan, sehingga memiliki dampak terhadap semakin besarnya biaya yang dikeluarkan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

Penjelasan yang dapat dikemukakan dari temuan studi ini adalah pertama, investor institusional sebagai pemilik mayoritas tidak ingin harga pasar saham turun yang disebabkan asimetri informasi. Oleh karena itu pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas bisa menekan manajer untuk memberi informasi yang akurat tentang kondisi perusahaan walaupun perlu biaya besar. Di samping itu investor institusional tidak ingin reputasinya turun, karena asimetri informasi bisa berakibat fatal terhadap

pasar saham perusahaan yaitu ruginya para pemegang saham yang disebabkan pemegang saham minoritas dan pasar saham mendiskon harga pasar saham perusahaan. Jadi semakin besar saham yang dimiliki oleh investor institusional maka semakin besar biaya yang dikeluarkan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

Kedua, konsentrasi kepemilikan masih dianggap sebagai bentuk belum baiknya penatakelolaan suatu perusahaan yang baik. Karena terdapat pemilik mayoritas yang dapat secara langsung mengendalikan perusahaan. Dalam praktik pemilik mayoritas bahkan menjadi manajer perusahaan atau paling tidak pemilik mayoritas memiliki kewenangan penuh dalam mengatur manajer. Atas dasar anggapan tersebut pemilik mayoritas merasa tertantang untuk menjaga reputasinya dengan meminta manajer untuk mengelola perusahaan secara transparan walaupun itu perlu biaya yang cukup besar. Jadi atas dasar untuk menjaga reputasi perusahaan dan pemilik mayoritas serta menjaga kredibilitas perusahaan maka konsentrasi kepemilikan institusional identik dengan semakin besarnya biaya yang dikeluarkan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

Berdasarkan analisis hasil studi seperti yang telah dikemukakan di atas, maka temuan empirik hasil studi ini adalah konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital*. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa semakin besar konsentrasi kepemilikan institusional, maka semakin besar biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

6.5 Pengaruh Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flows*) terhadap Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)

Hasil studi ini sebagaimana pada bab 5 menunjukkan bahwa aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham dengan hubungan positif. Dengan demikian hipotesis lima yang menyatakan bahwa aliran kas bebas (*free cash flows*) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) diterima.

Temuan studi ini bertentangan dengan penelitian Board *and* Day (1989), Ali (1994), Triyono (1999), dan Gunawan dan Bandi (2000) yang menemukan bahwa total aliran kas tidak berpengaruh terhadap harga saham. Artinya aliran kas bagi investor tidak dilihat sebagai suatu prospek perusahaan pada masa depan. Board *and* Day (1989) menemukan bahwa total aliran kas tidak mempunyai kandungan informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi harga saham. Investor cenderung melihat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba untuk melihat prospek perusahaan pada masa depan.

Penelitian Ali (1994) menguji kandungan informasi aliran kas dengan menggunakan model regresi linier dan non-linier. Pada pengujian dengan menggunakan regresi linier hasilnya menunjukkan bahwa aliran kas tidak berhubungan dengan *return* saham. Karena investor masih lebih percaya terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Sebaliknya pada pengujian dengan menggunakan regresi *non-linear* hasilnya menunjukkan bahwa aliran kas berhubungan dengan *return* saham. Hubungan *non-linear* tersebut mencerminkan terdapat pandangan yang

berbeda-beda dalam menyikapi aliran kas perusahaan. Investor ternyata beragam dalam mereaksi aliran kas yang masuk ke perusahaan, ada yang mereaksi membeli maupun menjual saham yang dimilikinya.

Hasil penelitian Triyono (1999) menunjukkan bahwa total aliran kas tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dengan harga saham (nilai pemegang saham). Tetapi komponen aliran kas (aliran kas dari pendanaan, aliran kas dari investasi, dan aliran kas dari operasi) berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Penelitian tersebut dilakukan menggunakan data laporan keuangan pada perusahaan yang terdaftar pada PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode tahun 1995-1996. Ada kesan bahwa investor ingin melihat lebih rinci dari mana saja aliran kas yang masuk ke perusahaan diperoleh dan ketiga komponen aliran kas ternyata bermakna di hadapan investor.

Gunawan dan Bandi (2000) menemukan bahwa total aliran kas tidak berpengaruh terhadap harga saham pada awal krisis moneter. Penelitian tersebut menggunakan data penelitian periode tahun 1997-1998. Data penelitian yang digunakan tersebut merupakan awal dan sedang merebaknya krisis moneter di Indonesia. Krisis moneter tersebut bisa menyebabkan investor enggan untuk berinvestasi melalui pasar saham. Karena dianggap sangat berisiko investasi melalui pasar saham pada saat krisis moneter. Dengan demikian aliran kas tidak memiliki makna terhadap harga saham perusahaan. Peneliti tersebut menggunakan data penelitian selama periode tahun 1995-1998 pada 70 (tujuh puluh) perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT. Bursa Efek Jakarta.

Studi Brush *et al.* (2000) menemukan bahwa aliran kas bebas tidak berpengaruh langsung terhadap kinerja keuangan perusahaan. Tetapi kenyataannya hubungan antara aliran kas bebas dengan kinerja keuangan perusahaan melemah karena dimoderasi oleh kepemilikan manajerial. Melemahnya hubungan tersebut ternyata disebabkan ketidakmampuan manajer dalam mengelola keuangan perusahaan.

Hasil studi ini konsisten dengan teori sinyal yang menyatakan bahwa aliran kas memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi nilai pemegang saham. Temuan studi ini juga konsisten dengan teori *economic consequences* yang menyatakan bahwa atas pilihan kebijakan akuntansi yang bisa dipilih oleh manajer akan mempengaruhi nilai perusahaan (Scott, 2003:259) yang berarti juga mempengaruhi nilai pemegang saham. Aliran kas bebas dalam hal ini merupakan hasil dari kebijakan akuntansi yang dipilih oleh manajer yang selanjutnya mempengaruhi nilai pemegang saham.

Temuan studi konsisten dengan temuan empiris Wilson (1986), Bowen *et al.* (1986, 1987), Rayburn (1986), Baridwan (1997), Ditmar and smith (2005), dan Yudianti (2006). Hasil temuannya menunjukkan bahwa terdapat kandungan informasi data aliran kas. Temuan tersebut menunjukkan bahwa data aliran kas dapat digunakan untuk memprediksi harga saham pada masa depan. Wilson (1986) dan Rayburn (1986) menemukan bahwa aliran kas yang diperoleh dari aktifitas operasi memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi harga saham. Studi Wilson dilakukan dengan menggunakan perusahaan

manufaktur di Amerika Serikat pada periode tahun 1981-1982. Sedangkan penelitian Rayburn dilakukan dengan mengambil sampel 175 perusahaan di Amerika Serikat pada periode tahun 1962-1982. Aliran kas dari aktifitas operasi mencerminkan aliran kas yang diperoleh dari kegiatan utama perusahaan. Semakin besar aliran kas dari aktifitas operasi menandakan terjadi kenaikan produktifitas dan pertumbuhan penjualan, sehingga informasi ini menambah kepercayaan investor untuk menanamkan dananya dengan membeli saham perusahaan. Jadi dapat dikatakan bahwa aliran kas dapat digunakan oleh investor untuk mengambil keputusan investasi saham. Artinya investor menilai bahwa aliran kas dari operasi menunjukkan prospek perusahaan di masa depan.

Bowen *et al.* (1986, 1987) menemukan bahwa aliran kas memiliki kandungan informasi yang digunakan untuk meramalkan harga saham di masa depan. Penelitian tersebut dilakukan di Amerika Serikat dengan menggunakan ukuran sampel 324 perusahaan pada periode tahun 1972-1981. Mereka menguji dengan menggunakan *pooled data* dan data tahunan untuk memprediksi harga saham tahun berikutnya. Pada pengujian data tahunan, mereka berpendapat bahwa aliran kas menjadi cerminan keuntungan di masa depan yang ditunjukkan dengan aliran kas dapat digunakan untuk meramalkan harga saham. Ada perbedaan dengan penelitian sebelumnya yang menguji aliran kas dari aktifitas operasi, penelitian Bowen *et al.* (1986, 1987) menguji total aliran kas terhadap harga saham. Nampaknya investor tidak mempermasalahkan rincian aliran kas diperoleh dari mana, apakah aliran kas diperoleh dari aktifitas operasi,

pendanaan atau investasi. Bagi investor aliran kas yang masuk ke perusahaan merupakan bukti kepercayaan pihak eksternal terhadap perusahaan. Dengan maksud untuk merinci sebagai penjelasan, semakin besar aliran kas dari aktifitas pendanaan merupakan bukti bahwa para pemilik modal mempercayakan dana ditanamkan ke perusahaan. Sementara, semakin besar aliran kas yang diperoleh dari aktifitas investasi menunjukkan manajer memiliki kemampuan dan kecanggihan dalam melihat prospek investasi lain yang menguntungkan di luar aktifitas bisnis utamanya. Sedangkan, semakin besar aliran kas dari aktifitas operasi jelas memperlihatkan kegiatan utama perusahaan kinerjanya baik. Jadi total aliran kas memiliki makna bagi investor dalam meramalkan harga saham perusahaan.

Penelitian di Indonesia tentang aliran kas yang dilakukan oleh Baridwan (1997) menunjukkan bahwa aliran kas berpengaruh terhadap harga saham. Peneliti menyimpulkan bahwa pengungkapan informasi aliran kas ternyata memberikan nilai tambah bagi pemakai laporan keuangan. Aliran kas memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi harga saham. Karena aliran kas mencerminkan prospek perusahaan pada masa depan. Sedangkan Ditmar *and* Smith (2005) menemukan bahwa kebijakan kas berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang menerapkan penatakelolaan perusahaan yang baik. Artinya penatakelolaan perusahaan menjadi kunci keberhasilan pengelolaan kas perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham.

Yudianti (2006) menemukan bahwa aliran kas bebas positif berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Sebaliknya aliran kas bebas negatif tidak berpengaruh terhadap nilai pemegang saham. Yudianti (2006) menyimpulkan bahwa aliran kas bebas memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan sebagai faktor untuk menentukan nilai pemegang saham. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa semakin tinggi aliran kas bebas maka semakin tinggi pula nilai perusahaan yang sekaligus nilai pemegang saham.

Penjelasan yang dapat dikemukakan dari temuan studi ini adalah pertama, walaupun aliran kas bebas belum mendapat perhatian di Indonesia dan memang belum ada kewajiban bagi manajemen untuk menyajikan aliran kas bebas, ternyata aliran kas bebas memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi nilai pemegang saham. Berbeda dengan praktik di Amerika Serikat, aliran kas bebas sudah cukup mendapat perhatian, kenyataannya telah ada badan independen seperti *Value Line Investment Survey* yang mengumumkan aliran kas bebas yang dimiliki oleh suatu perusahaan secara berkala (Vogt and Vu, 2000). Berdasarkan temuan ini tampaknya penting bagi perusahaan untuk mengungkap secara sukarela posisi aliran kas bebas yang dimiliki, karena standar akuntansi keuangan juga belum mengatur tentang penyajian aliran kas bebas.

Kedua, aliran kas bebas dikatakan memiliki kandungan informasi jika menyebabkan para investor melakukan penjualan atau pembelian saham. Kandungan informasi aliran kas bebas dapat diukur dengan menggunakan kekuatan hubungan antara variabel akuntansi (aliran kas

bebas) dengan harga saham. Informasi aliran kas bebas dikatakan memiliki makna apabila digunakan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan oleh investor. Apabila aliran kas bebas menyebabkan investor pasar modal bereaksi melakukan penjualan atau pembelian saham yang selanjutnya tercermin dalam harga saham, berarti variabel-variabel akuntansi tersebut mempunyai kandungan informasi. Atas dasar argumen tersebut dapat disimpulkan bahwa aliran kas bebas dianggap memiliki kandungan informasi oleh para investor. Hasil temuan ini mengesankan bahwa investor memiliki kecanggihan dalam memprediksi keuntungan yang kemungkinan diperoleh pada masa depan.

Ketiga, hubungan positif signifikan antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham mencerminkan bahwa manajemen memiliki kemampuan dalam mengelola aliran kas bebas secara baik. Ada kesan juga bahwa manajer memiliki kemampuan mengelola manajemen kas atau bisa memilih peluang bisnis yang memiliki prospek menguntungkan di masa yang akan datang. Sehingga hal tersebut direaksi positif oleh pasar saham yang berupa naiknya volume perdagangan saham dan harga saham.

Berdasarkan analisis hasil studi seperti yang telah dikemukakan di atas, maka temuan empirik hasil studi ini adalah aliran kas bebas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT. Bursa Efek Jakarta. Temuan studi ini menunjukkan bahwa aliran kas bebas (*free cash flows*) memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi nilai pemegang saham (*shareholders value*).

6.6 Pengaruh *Leverage* terhadap Manajemen Laba (*Earnings Management*)

Hasil studi ini sebagaimana pada bab 5 menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*) dengan hubungan positif. Dengan demikian hipotesis enam yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*) diterima.

Temuan studi ini tidak konsisten dengan temuan Lee (1999), Bao and Bao (2004), dan Wasilah (2005). Para peneliti tersebut menunjukkan adanya hubungan negatif antara kedua variabel. Lee (1999) menemukan bahwa kebijakan hutang berhubungan dengan permintaan kredibilitas penyajian laporan keuangan perusahaan. Dengan hutang yang semakin tinggi maka perusahaan berpotensi mengalami kebangkrutan juga semakin tinggi, maka kreditor minta laporan keuangan perusahaan yang lebih dapat dipercaya, oleh karenanya para kreditor melakukan pengawasan secara ketat terhadap kinerja manajer. Wasilah (2005) menyatakan bahwa rata-rata perusahaan di Indonesia memiliki hutang yang cukup tinggi. Akibatnya para manajer mendapat banyak tekanan dari pihak luar perusahaan sehingga kesempatan manajer untuk melakukan manajemen laba terbatas.

Bao and Bao (2004) menyatakan bahwa semakin tinggi rasio *leverage*, maka semakin tinggi pengawasan yang dilakukan oleh pihak kreditor, akibatnya manajer akan lebih tertarik untuk menggunakan manajemen risiko selain manajemen laba. Peneliti tersebut menemukan bahwa kebijakan hutang berhubungan negatif dengan manajemen laba.

Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa ketika rasio hutang tinggi, maka manajer berusaha untuk menurunkan risiko persepsian dari para kreditor dengan menurunkan rekayasa laba perusahaan.

Temuan studi ini konsisten dengan hipotesis perjanjian hutang (*debt covenant hypothesis*) yang menyatakan bahwa manajer termotivasi melakukan manajemen laba untuk menghindari pelanggaran perjanjian hutang. Hasil studi ini juga mendukung studi empiris Defond and Jiambalvo (1994), Sweeney (1994), Dechow *et al.* (1995), Jones and Sharma (2001), Widyaningdyah (2001), dan Achmad *et al.* (2007). Para peneliti tersebut menemukan hubungan positif antara hutang dengan manajemen laba. Defond and Jiambalvo (1994) dan Sweeney (1994) menunjukkan bahwa perusahaan pelanggar perjanjian hutang menggunakan akrual untuk meningkatkan laba tahun sebelumnya. Temuan tersebut menunjukkan bahwa manajer berusaha untuk memperlihatkan bahwa kinerja tahun sebelumnya adalah lebih baik.

Widyaningdyah (2001) menemukan hubungan positif antara leverage dengan manajemen laba. Total hutang perusahaan (*leverage*) diukur melalui *debt to equity ratio* yaitu total hutang dibagi jumlah modal perusahaan. Atas dasar untuk meyakinkan kreditor, maka manajer melakukan manajemen laba dengan merekayasa laba yang seolah-olah kinerjanya bagus karena berharap mendapatkan tambahan pinjaman hutang dari kreditor. Ada kecenderungan para pemberi pinjaman hanya melihat dari sisi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Pandangan tersebut mendorong manajer untuk melakukan manajemen laba. Jika manajemen

laba tersebut benar-benar merupakan rekayasa negatif, maka dalam jangka panjang ada kemungkinan perusahaan tidak mampu membayar hutangnya dan berisiko menimbulkan kebangkrutan dan hal ini jelas akan merugikan para pemegang saham dan kreditor.

Hasil investigasi Achmad *et al.* (2007) dengan menggunakan ukuran sampel sebanyak 83 perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT. Bursa Efek Jakarta pada periode tahun 2005, hasilnya menunjukkan bahwa peningkatan motivasi perjanjian hutang (*debt covenant*) meningkatkan praktik manajemen laba. Alasannya bahwa motivasi *debt covenant* merupakan praktik manajemen laba berlaku umum. Ada pandangan bahwa manajemen laba dianggap sebagai sesuatu yang pantas dilakukan oleh manajer, karena dimotivasi untuk mencari pendanaan perusahaan dan terkesan bahwa perusahaan kesulitan menjual sahamnya di pasar modal.

Penelitian Dechow *et al.* (1995) dan Jones and Sharma (2001) menemukan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba. Temuan tersebut sesuai dengan *debt covenant hypothesis* yang menyatakan bahwa jika semua hal yang lain tetap sama dan semakin dekat perusahaan dengan pelanggaran perjanjian hutang yang berbasis akuntansi, maka lebih mungkin manajer perusahaan untuk memilih prosedur akuntansi yang memindahkan laba yang dilaporkan dari periode mendatang ke periode sekarang. Hal tersebut dilakukan karena laba bersih yang dilaporkan naik akan mengurangi kemungkinan kegagalan dalam membayar hutang-hutangnya pada masa mendatang (Scott, 2003:277). Alasannya dengan melaporkan laba lebih tinggi harapannya akan direaksi positif oleh pasar

saham yang berupa meningkatnya volume perdagangan saham dan harga saham. Sehingga akan meningkatkan kepercayaan kreditor untuk memberi pinjaman.

Perusahaan yang mempunyai *rasio leverage* tinggi akibat besarnya hutang dibandingkan dengan aktiva yang dimiliki perusahaan cenderung melakukan *earnings management* karena perusahaan terancam *default* yaitu tidak dapat memenuhi kewajiban membayar hutang pada waktunya. Rasio *leverage* yang besar akan mendorong manajer untuk melakukan manajemen laba. Scott (2003:384) menyatakan bahwa praktik perataan laba yang merupakan salah satu bentuk manajemen laba sering dilakukan oleh perusahaan ketika mereka menghadapi paksaan dari kreditor dengan cara mengubah metode akuntansinya. Dengan semakin besarnya rasio *leverage* mengakibatkan risiko yang ditanggung oleh pemilik modal juga akan semakin meningkat.

Penjelasan yang dapat dikemukakan dari temuan studi ini adalah pertama, ada kesan bahwa manajemen laba lebih dimotivasi oleh kreditor dibandingkan dengan pihak lainnya. Perusahaan yang membutuhkan tambahan dana dari hutang lebih termotivasi untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*).

Kedua, semakin besar hutang maka manajer berusaha keras untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Jika kinerja keuangan perusahaan tidak berhasil sesuai target yang direncanakan, maka bisa mengurangi kepercayaan kreditor terhadap perusahaan. Di samping itu apabila target yang ditentukan tidak terpenuhi bisa mendorong manajer

untuk bertindak oportunistik, misalnya manajer melaporkan penjualan lebih besar dari yang sesungguhnya, akibatnya laba perusahaan yang dilaporkan terlalu tinggi dari seharusnya. Tindakan ini dilakukan untuk meyakinkan kreditor supaya mau memberi kucuran dana lagi ke perusahaan. Padahal sesungguhnya tindakan tersebut hanyalah upaya untuk mengelabui kreditor. Kalau tindakan manajer tersebut tidak dideteksi oleh kreditor dan berlangsung terus-menerus, maka bisa mengakibatkan kebangkrutan perusahaan. Jadi atas dasar untuk meyakinkan kreditor manajer melakukan rekayasa laba perusahaan.

Berdasarkan analisis hasil studi seperti yang telah dikemukakan di atas, maka temuan empirik hasil studi ini adalah *leverage* berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*) dengan hubungan positif. Jadi semakin besar rasio *leverage* (hutang), maka semakin besar manajer perusahaan melakukan manajemen laba. Temuan studi ini mencerminkan bahwa untuk kepentingan meyakinkan kreditor maka manajer melakukan manajemen laba (*earnings management*) dengan maksud untuk memperoleh tambahan pinjaman.

6.7 Pengaruh *Leverage* terhadap Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)

Temuan studi ini sebagaimana pada bab 5 menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) dengan hubungan negatif. Temuan studi ini menunjukkan bahwa semakin besar hutang, maka semakin kecil nilai

pemegang saham (*shareholders value*). Berdasarkan hasil studi ini maka hipotesis tujuh yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) diterima.

Hasil studi ini berlawanan dengan teori Modigliani *and* Miller (1963) dan Jensen (1986), temuan empiris Soliha dan Taswan (2002), Herry dan Hamin (2005), dan Black *et al.* (2005). Beberapa teori dan studi empiris sebelumnya menyatakan bahwa hutang berhubungan positif dengan nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal (Modigliani *and* Miller, 1963). Salah satu struktur modal perusahaan adalah diperoleh melalui hutang. Selanjutnya Modigliani *and* Miller (1963) berpendapat bahwa bila ada pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*). Jadi seharusnya keberadaan hutang jika dikelola secara efektif maka akan meningkatkan nilai pemegang saham.

Miller *and* Rock (1985) menyatakan bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap pengumuman pendanaan dari luar (hutang) karena akan berpengaruh terhadap aliran kas dari operasi yang lebih rendah untuk masa mendatang. Karena aliran dana yang masuk nantinya akan digunakan untuk membayar hutang termasuk bunga hutang. Sehingga investor beranggapan bahwa walaupun perusahaan nantinya mengalami peningkatan laba mereka tidak akan menikmati laba tersebut karena sebagian besar aliran dana yang

masuk ke perusahaan akan digunakan untuk mengembalikan pinjaman ke kreditor.

Pandangan yang lain dikatakan Jensen (1986) yang menyatakan bahwa hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan aliran kas bebas secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia, sehingga berdampak akan meningkatkan nilai perusahaan. Jadi penggunaan hutang seharusnya memperkuat posisi pendanaan perusahaan, sehingga akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Studi empiris Soliha dan Taswan (2002) menunjukkan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian tersebut dilakukan dengan menggunakan ukuran sampel sebanyak 95 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun 1993-1997. Selanjutnya mereka menyimpulkan bahwa sesungguhnya manajer terpengaruh oleh adanya hutang, namun masih perlu dukungan pengendalian manajer misalnya struktur kepemilikan agar terhindar dari penggunaan aliran kas bebas yang sia-sia. Kesan yang diperoleh dari temuan penelitian tersebut adalah bahwa hutang bukan menjadi faktor yang menentukan nilai perusahaan. Karena nilai perusahaan lebih dipengaruhi oleh sumberdaya yang dimiliki perusahaan tanpa harus ada kehadiran kreditor yang memberi pinjaman hutang. Tampaknya kebijakan hutang juga tidak disukai oleh pemilik perusahaan, karena ada

kemungkinan bahwa hutang hanya akan membebani perusahaan, sehingga inilah yang menyebabkan hutang tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Hasil penelitian Herry dan Hamin (2005) menunjukkan bahwa *leverage* berhasil meningkatkan nilai perusahaan. Keberhasilan *leverage* dalam meningkatkan nilai perusahaan tersebut ternyata atas efektifitas dari penggunaan aktiva yang sebagian besar dibiayai dari hutang. Penggunaan hutang secara efektif ini akan menghasilkan *profit* (sebagai proksi kinerja keuangan perusahaan) yang akhirnya berdampak terhadap meningkatnya nilai perusahaan yang sekaligus nilai pemegang saham.

Black *et al.* (2005) menunjukkan bahwa *leverage* berhubungan kuat dengan nilai pasar saham. Penelitian tersebut menggunakan data sampel pada perusahaan yang telah menerapkan *good corporate governance*. Penggunaan hutang yang efektif yang dilandasi penerapan *good corporate governance* berdampak positif terhadap nilai pasar saham perusahaan yang berupa meningkatnya volume perdagangan saham dan harga saham.

Hasil studi ini konsisten dengan hasil kajian Kinsman *and* Newman (1998) yang menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat hutang ternyata berkorelasi negatif dengan kinerja perusahaan. Jika hutang memang diinginkan, maka total nilai perusahaan seharusnya menjadi meningkat. Namun kenyataannya hasil *review* Kinsman *and* Newman menemukan bahwa nilai perusahaan berhubungan terbalik dengan hutang. Nilai perusahaan berhubungan negatif dan secara statistik signifikan dengan hutang. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai tingkat hutang yang semakin tinggi juga mempunyai likuiditas

pasar saham yang semakin rendah. Likuiditas pasar saham yang rendah artinya saham perusahaan kurang diminati investor yang berdampak pada volume perdagangan dan harga saham rendah. Dengan demikian akan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan yang sekaligus juga nilai pemegang saham.

Temuan studi ini dapat dijelaskan sebagai berikut. Pertama, keberadaan hutang direaksi oleh pasar saham secara negatif, akibatnya likuiditas pasar saham turun yaitu terjadi penurunan volume perdagangan saham dan harga saham. Penurunan likuiditas tersebut menyebabkan turunnya nilai pemegang saham.

Kedua, pendanaan melalui hutang tidak digunakan secara efektif, akibatnya bukannya menaikkan nilai perusahaan maupun nilai pemegang saham tetapi yang terjadi adalah sebaliknya. Artinya manajemen tidak mampu mengelola hutang-hutang perusahaan. Akhirnya hutang lebih banyak membebani perusahaan yang sekaligus juga membebani pemegang saham.

Ketiga, ada kesan bahwa perusahaan publik yang memiliki hutang yang terlalu besar berarti saham perusahaan tersebut kurang diminati oleh para investor. Karenanya investor kurang menaruh kepercayaan kepada perusahaan yang memiliki hutang terlalu besar. Akibatnya menyebabkan volume perdagangan saham dan harga saham turun, sehingga berdampak terhadap menurunnya nilai pemegang saham.

Keempat, keberadaan hutang menyebabkan pada saat yang ditentukan perusahaan harus mengembalikan pinjaman dan harus membayar

bunga hutang. Akibatnya aliran dana yang masuk ke perusahaan tidak bisa dinikmati semuanya oleh pemegang saham.

Berdasarkan analisis hasil studi yang telah dikemukakan di atas, maka temuan empirik studi ini adalah *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) dengan hubungan negatif. Ada kesan bahwa pasar mereaksi secara negatif atas kebijakan hutang perusahaan yang berupa harga saham dinilai di bawah nilai buku perusahaan. Pasar saham menilai bahwa perusahaan yang memiliki hutang semakin besar akan berpotensi menimbulkan kebangkrutan perusahaan. Dengan demikian sangat berisiko membeli saham perusahaan yang memiliki hutang besar. Akibatnya saham perusahaan tersebut kurang diminati oleh investor.

6.8 Pengaruh Manajemen Laba (*Earnings Management*) terhadap Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)

Hasil studi ini sebagaimana pada bab 5 menunjukkan bahwa manajemen laba berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) dengan hubungan positif. Dengan demikian hipotesis delapan yang menyatakan bahwa manajemen laba berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) diterima.

Temuan studi ini bertentangan dengan hasil penelitian Bitner *and* Dolan (1996), Zhang *et al.* (2004), Mursalim (2005) dan Subekti (2005). Para peneliti tersebut menemukan hubungan negatif antara manajemen laba dengan nilai pemegang saham. Hasil penelitian Bitner *and* Dolan (1996)

menunjukkan bahwa pasar ekuitas mengabaikan manajemen laba melalui transaksi riil dan manajemen laba melalui perubahan prosedur atau metode akuntansi. Penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa walaupun manajemen laba bisa dideteksi oleh pasar saham namun pasar saham atau investor mengabaikan informasi adanya rekayasa laba tersebut.

Hasil penelitian Zhang *et al.* (2004) menemukan bahwa nilai perusahaan berhubungan terbalik dengan perataan laba yang merupakan proksi manajemen laba. Temuan tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi manajemen laba maka semakin rendah nilai perusahaan. Manajemen laba tersebut menunjukkan manajer dengan sengaja mengelabui pemilik dengan tujuan untuk kepentingannya sendiri. Manajer melaporkan kinerjanya seolah-olah bagus padahal kinerja sesungguhnya adalah sebaliknya. Akibat tindakan manajer mengelabui pasar, dampak yang jelas pasar saham akan mereaksi dengan turunnya likuiditas pasar dan harga saham sehingga akan berdampak terhadap nilai perusahaan dan nilai pemegang saham. Kalau demikian yang terjadi artinya tindakan manajer melakukan manajemen laba dianggap sebagai perilaku yang oportunistik yang hanya cenderung menguntungkan dirinya sendiri.

Studi Mursalim (2005) menunjukkan secara empiris bahwa perataan laba melalui transaksi akrual sebagai salah satu proksi manajemen laba tidak berpengaruh terhadap minat investor untuk berinvestasi pada pasar saham. Temuan empiris tersebut mengindikasikan bahwa pasar saham tidak mempertimbangkan informasi adanya manajemen laba yang digunakan untuk mengambil keputusan untuk berinvestasi pada pasar saham.

Hasil penelitian Subekti (2005) menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan reaksi pasar modal yang diukur dengan *abnormal return* dan volume perdagangan saham antara perusahaan perata laba dengan bukan perata laba yang merupakan salah satu proksi manajemen laba ketika perusahaan mengumumkan laporan keuangan. Peneliti menyimpulkan bahwa kondisi pasar modal Indonesia belum efisien bentuk setengah kuat secara keputusan. Artinya informasi adanya manajemen laba tidak cepat direaksi oleh investor, sehingga pasar saham memberikan reaksi yang sama baik itu pada perusahaan yang melakukan manajemen laba maupun perusahaan yang tidak melakukan manajemen laba. Sehingga seolah-olah tidak ada masalah dengan laporan keuangan perusahaan yang disampaikan ke publik.

Temuan hasil studi ini mendukung teori *economic consequences* yang menyatakan bahwa atas pilihan kebijakan akuntansi yang bisa dipilih oleh manajer maka akan mempengaruhi nilai perusahaan (Scott, 2003:259) yang berarti juga mempengaruhi nilai pemegang saham. Hasil studi ini sesuai dengan pendapat bahwa motivasi manajemen laba adalah memaksimalkan nilai pemegang saham.

Hasil studi ini konsisten dengan temuan Chaney *and* Lewis (1994) dan Bao *and* Bao (2004). Beberapa hasil penelitian tersebut ternyata manajemen laba menguntungkan pemegang saham. Chaney *and* Lewis (1994) menyimpulkan bahwa manajemen laba berpengaruh terhadap nilai perusahaan ketika manajer berusaha memaksimumkan nilai perusahaan.

Temuan tersebut menunjukkan bahwa manajemen laba yang dilakukan manajer ternyata menguntungkan para pemegang saham.

Bao *and* Bao (2004) menunjukkan bahwa perataan laba yang merupakan salah satu proksi manajemen laba berhubungan positif dengan laba per lembar saham sebagai proksi nilai pemegang saham. Selanjutnya peneliti juga menambahkan bahwa hubungan antara manajemen laba dengan laba per lembar lebih kuat pada perusahaan yang melakukan perataan laba dibandingkan perusahaan yang tidak melakukan perataan laba. Atas dasar hasil penelitian tersebut bisa disimpulkan bahwa semakin besar manajemen laba, maka semakin besar pula nilai pemegang saham. Hal tersebut mencerminkan bahwa manajemen laba untuk kepentingan kemakmuran para pemegang saham.

Penjelasan yang dapat dikemukakan dari temuan studi ini adalah pertama, manajemen laba justru dianggap sebagai suatu strategi manajer yang bertujuan untuk meningkatkan nilai pemegang saham dan nampaknya investor atau calon investor tahu atas kebijakan manajemen tersebut. Sehingga dampaknya pasar saham mereaksi secara positif yang berupa meningkatnya volume perdagangan saham dan harga saham.

Kedua, investor tidak bisa mendeteksi terjadinya manajemen laba (*earnings management*) karena laba yang dihasilkan perusahaan dianggap sebagai suatu proses alamiah yang memang tidak diragukan. Hal tersebut bisa jadi merupakan kecanggihan manajer dalam mengelola laba perusahaan, sehingga tidak terdeteksi padahal laba yang dihasilkan sesungguhnya merupakan hasil rekayasa laba yang dilakukan oleh manajer

jika manajemen laba (*earnings management*) tersebut dianggap sebagai suatu hal yang bersifat negatif.

Ketiga, manajemen laba yang dilakukan manajer terkesan untuk menguntungkan pemilik karena manajer berharap memperoleh tambahan insentif dari pemilik. Jadi yang terjadi adalah bukan perilaku oportunistik manajer yang hanya cenderung menguntungkan dirinya sendiri, tetapi di samping itu justru ingin meningkatkan nilai pemegang saham. Keberadaan institusional sebagai pemilik mayoritas dapat mendorong manajer untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*) yang menguntungkan pemegang saham.

Keempat, tampaknya para investor tidak peduli adanya manajemen laba, tetapi motivasi investor untuk berinvestasi justru dikaitkan dengan isu-isu terkini yang berkembang yang sebenarnya tidak terkait langsung dengan pasar modal, sehingga yang tampak adalah seolah-olah manajemen laba berdampak positif terhadap nilai pemegang saham. Hasil penelitian Mursalim (2005) menyatakan bahwa motivasi investor berinvestasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta bukan saja dijelaskan oleh manajemen laba, akan tetapi dijelaskan oleh beberapa faktor lain. Sebagai contoh, rumor yang sengaja diciptakan oleh pemodal besar untuk mempengaruhi investor melakukan transaksi besar-besaran pada perusahaan tertentu, kebijakan pemerintah yang mengundang kontroversial, memanasnya suhu politik baik domestik maupun internasional.

Kelima, perbedaan tujuan para investor berinvestasi di pasar modal tampaknya yang menjadi salah satu jawaban mengapa terdapat hubungan

positif antara manajemen laba dengan nilai pemegang saham. Investor dalam melakukan investasi di pasar modal umumnya memiliki beberapa tujuan, yakni memperoleh dividen, berdagang, spekulasi dan mengendalikan perusahaan lain. Dari berbagai tujuan tersebut mencerminkan bahwa investor tidak menghiraukan adanya manajemen laba, justru yang terjadi adalah naiknya volume perdagangan saham dan harga saham yang berdampak terhadap meningkatnya nilai pemegang saham. Jadi ada kesan bahwa manajemen laba direaksi secara positif oleh pasar saham, dengan demikian akan menguntungkan para pemegang saham. Di samping itu hal ini juga mencerminkan bahwa manajemen laba untuk memaksimalkan nilai pemegang saham (*shareholders value*).

Sesuai dengan analisis hasil studi yang telah dikemukakan, maka temuan empirik studi ini adalah manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) dalam hubungan positif. Manajemen laba (*earnings management*) justru direaksi pasar secara positif dengan memberi harga pasar saham di atas nilai buku. Pasar mengidentifikasi manajemen laba (*earnings management*) bukan suatu hal yang merugikan tetapi malah sebaliknya, yaitu manajer melakukan manajemen laba (*earnings management*) bertujuan untuk menguntungkan para pemegang saham (meningkatkan kemakmuran pemegang saham). Manajemen laba (*earnings management*) bisa dikatakan sebagai suatu strategi manajer untuk menarik perhatian investor maupun calon investor.

6.9 Pengaruh Manajemen Laba (*Earnings Management*) terhadap *Cost of Equity Capital*

Hasil studi ini sebagaimana pada bab 5 menunjukkan bahwa manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* dengan hubungan positif. Dengan demikian hipotesis sembilan yang menyatakan bahwa manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* diterima.

Temuan studi ini tidak konsisten dengan anggapan bahwa manajemen laba berdampak negatif terhadap *cost of equity capital*. Pihak yang berpendapat bahwa hubungan negatif antar dua variabel tersebut berasumsi bahwa manajer berusaha meningkatkan laba dengan cara menurunkan biaya-biaya yang dikeluarkan.

Healy and Palepu (1993) menyatakan bahwa manajemen laba digunakan untuk mengurangi biaya politik. Akibatnya menurunkan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Jadi dapat dikatakan bahwa manajemen laba berhubungan negatif dengan *cost of equity capital*.

Hasil penelitian Dechow *et al.* (1996) menunjukkan bahwa pada perusahaan di pasar modal Amerika Serikat yang mendapat sanksi dari *Securities Exchange Commission* (SEC) yang diduga melakukan manajemen laba ternyata memiliki *cost of capital* yang lebih tinggi dibandingkan dengan yang tidak mendapat sanksi dari SEC. Dari temuan tersebut bisa dikatakan bahwa tindakan manajer melakukan manajemen laba merupakan sinyal yang buruk di masa depan. Karena ternyata pasar

mereaksi secara negatif, artinya manajemen laba ditanggapi buruk oleh para pelaku pasar saham sehingga menurunkan likuiditas dan harga saham yang selanjutnya berdampak terhadap meningkatnya *cost of equity capital*.

Temuan studi ini konsisten dengan penelitian Francis *et al.* (2004, 2005), Utami (2005), dan Halim dkk. (2005) yang menemukan hubungan positif dua variabel tersebut. Kesan yang disimpulkan dari penelitian tersebut adalah manajemen laba digunakan untuk menurunkan laba perusahaan sehingga biaya-biaya yang dikeluarkan nampak lebih besar. Francis *et al.* (2004, 2005) menemukan bahwa kualitas akrual yang merupakan proksi manajemen laba berpengaruh terhadap *cost of equity capital* dengan hubungan positif. Mereka menemukan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki kualitas akrual yang baik mempunyai pengungkapan sukarela yang lebih luas dalam laporan tahunannya dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang kualitas akrualnya jelek. Manajemen laba dilakukan dengan cara menurunkan laba melalui rekayasa laba akrual dan jika hal tersebut dianggap sebagai rekayasa negatif, maka untuk menutupi kecurangan tersebut perusahaan mengeluarkan biaya-biaya yang seolah-olah memang ada biaya yang dikeluarkan. Jadi manajemen laba identik dengan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik karena untuk menutupi atau menyembunyikan kecurangan yang telah dilakukan oleh manajer.

Hasil penelitian Utami (2005) menunjukkan bahwa manajemen laba berpengaruh terhadap *cost of equity capital* dengan hubungan positif. Artinya bahwa semakin besar tingkat akrual, maka semakin besar *cost of*

equity capital. Kesimpulan bahwa tingkat manajemen laba di Indonesia relatif tinggi seperti diungkap Leuz *et al.* (2003) telah diantisipasi dengan cermat oleh investor di Bursa Efek Jakarta dan tampaknya investor sudah memperhitungkan dampak manajemen laba tersebut terhadap biaya yang dipergunakan untuk menyediakan informasi bagi publik. Hal tersebut mencerminkan bahwa investor sudah mengantisipasi dampak yang diakibatkan oleh adanya manajemen laba.

Halim dkk. (2005) menunjukkan bahwa semakin banyak manajer melakukan manajemen laba maka kemungkinan manajer mengungkapkan lebih banyak informasi dalam laporan keuangan juga semakin tinggi. Jika manajer melakukan manajemen laba untuk tujuan mengkomunikasikan informasi dan meningkatkan nilai perusahaan maka manajer akan mengkomunikasikan informasi lebih banyak kepada publik melalui pengungkapan dalam laporan keuangan perusahaan. Pengungkapan informasi yang lebih banyak berarti juga diperlukan biaya yang besar untuk menyediakan informasi bagi publik. Jadi dapat disimpulkan bahwa manajemen laba berdampak terhadap besarnya biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik.

Penjelasan yang dapat dikemukakan dari temuan studi ini adalah pertama, ada kesan bahwa rekayasa laba digunakan untuk menurunkan laba perusahaan, dampaknya akan meningkatkan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Di samping itu untuk menutupi rekayasa laba yang dilakukan, maka manajer mengeluarkan biaya-biaya supaya tindakan yang telah dilakukan seminimal mungkin tidak

diketahui oleh publik jika manajemen laba tersebut dianggap sebagai suatu hal yang bersifat negatif atau merugikan bagi para pemegang saham.

Kedua, nampaknya manajemen laba dianggap sebagai suatu rekayasa yang negatif, akibatnya manajer berusaha untuk menutupi manipulasinya dengan cara mengungkapkan biaya-biaya yang dikeluarkan perusahaan. Semakin banyak yang diungkap, maka konsekuensinya biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik menjadi semakin besar. Jadi semakin besar terjadi manajemen laba, maka semakin besar biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*). Berdasarkan analisis hasil studi yang telah dikemukakan di atas, maka temuan empirik studi ini adalah manajemen laba berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital*. Pengaruh tersebut memiliki koefisien positif. Artinya semakin besar manajemen laba (*earnings management*), maka semakin besar pula biaya yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

6.10 Pengaruh Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*) terhadap *Cost of Equity Capital*

Hasil studi ini sebagaimana pada bab 5 menunjukkan bahwa nilai pemegang saham (*shareholders value*) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* dengan hubungan positif. Sehingga hipotesis sepuluh yang menyatakan bahwa nilai pemegang saham (*shareholders value*) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* diterima.

Temuan studi ini berlawanan dengan hasil penelitian empiris Clement *et al.* (2000) dan Cheng *et al.* (2006). Hasil penelitian mereka menunjukkan adanya hubungan negatif antara nilai pemegang saham dan *cost of equity capital*. Clement *et al.* (2000) menunjukkan bahwa pengungkapan sukarela yang diproksikan dengan peramalan estimasi nilai pasar saham yang dilakukan manajemen dapat menurunkan *cost of equity capital*. Temuan tersebut menunjukkan bahwa semakin banyak yang diungkap maka akan meningkatkan likuiditas dan harga saham yang berarti ada harapan bahwa risiko perusahaan bisa turun sehingga dapat menurunkan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

Hasil penelitian Cheng *et al.* (2006) menunjukkan bahwa hak yang diberikan kepada pemegang saham berpengaruh terhadap *cost of equity capital* dalam hubungan negatif. Artinya semakin kuat hak yang diberikan kepada para pemegang saham semakin rendah *cost of equity capital*. Namun penelitian Cheng *et al.* belum mengungkap lebih jauh tentang nilai pemegang saham dan belum banyak peneliti yang mengkaji keterkaitan langsung antara nilai pemegang saham dengan *cost of equity capital*. Semakin tinggi nilai pemegang saham berarti ada jaminan bahwa hak para pemegang saham tidak terabaikan. Karena di dalam nilai pemegang saham terdapat hak para pemegang saham. Hak yang diberikan kepada para pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan yang secara otomatis nilai pemegang saham juga meningkat. Nilai pemegang saham yang meningkat artinya menurunkan risiko yang ditanggung para investor di

pasar saham. Sehingga ada kesan bahwa nilai pemegang saham mempengaruhi biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik.

Temuan studi ini konsisten dengan penelitian empiris Ashbaugh *et al.* (2004), Huang (2004), dan Gomes *et al.* (2005). Para peneliti tersebut menunjukkan adanya hubungan positif antara nilai pemegang saham dan *cost of equity capital*. Huang (2004) menemukan bahwa nilai pemegang saham merupakan faktor yang dapat digunakan untuk memprediksi *cost of equity capital* pada perusahaan yang terdaftar di pasar modal Amerika Serikat. Dari temuan tersebut dapat disimpulkan bahwa nilai pemegang saham mempengaruhi besarnya biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Manajemen mempunyai kewajiban untuk mengungkap informasi mengenai perusahaan yang mencerminkan realita yang ada.

Hasil studi Ashbaugh *et al.* (2004) menunjukkan bahwa hak pemegang saham mayoritas berhubungan positif dengan *cost of equity capital* pada perusahaan yang terdapat dominasi kepemilikan. Kendali yang dominan oleh pemegang saham mayoritas bisa merugikan pemegang saham minoritas. Kalau demikian yang terjadi maka akan mengurangi kepercayaan publik, sehingga bisa mengurangi likuiditas pasar saham perusahaan yaitu turunnya volume perdagangan saham dan harga saham yang berdampak terhadap turunnya nilai pemegang saham. Jadi bisa disimpulkan bahwa hak pemegang saham mayoritas yang terlalu dominan yang merupakan bagian

dari nilai pemegang saham berdampak positif terhadap *cost of equity capital*.

Gomes *et al.* (2005) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang tingkat kesejahteraannya rendah menghadapi *cost of equity capital* yang semakin tinggi. Dari temuan tersebut ada suatu hal yang bertolak belakang, kesejahteraan yang rendah mencerminkan nilai perusahaan juga rendah. Tetapi disisi lain perusahaan justru harus mengeluarkan biaya yang besar untuk menyediakan informasi bagi publik. Jadi ada kesan bahwa perusahaan yang kesejahteraannya rendah sengaja mengeluarkan biaya yang besar untuk menyediakan informasi bagi publik dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Penjelasan yang dapat dikemukakan dari temuan studi ini adalah pertama, ada kesan bahwa nilai pemegang saham mencerminkan biaya pengungkapan informasi kepada publik pada masa depan. Jadi semakin besar nilai pemegang saham, maka semakin besar biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik.

Kedua, nilai pemegang saham dapat dilihat sebagai pengukur reaksi pasar saham. Semakin besar nilai pemegang saham mengindikasikan publik menilai harga pasar saham dihargai di atas nilai bukunya, sehingga untuk menjaga reputasinya diperlukan biaya-biaya untuk mempertahankan atau untuk meningkatkan kredibilitas perusahaan di mata publik. Jadi sesuai dengan hasil studi ini anggapan umum bahwa untuk memperoleh keuntungan besar diperlukan biaya besar ternyata berhasil ditunjukkan secara empiris.

Berdasarkan analisis hasil studi yang telah dikemukakan di atas, maka temuan empirik studi ini adalah nilai pemegang saham (*shareholders value*) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital*. Pengaruh tersebut memiliki koefisien positif. Artinya semakin besar nilai pemegang saham (*shareholders value*), maka semakin besar pula biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Nilai pemegang saham (*shareholders value*) yang besar identik dengan biaya-biaya besar yang ditanggung oleh suatu perusahaan.

6.11 Pengaruh Langsung, Pengaruh tidak Langsung dan Pengaruh Total antar Variabel Penelitian

Berdasarkan hasil pengujian sebagaimana ditunjukkan pada bab 5, pengaruh langsung konsentrasi kepemilikan institusional terhadap manajemen laba adalah sebesar -19,9%. Temuan ini menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional mempengaruhi manajemen laba. Pengaruh negatif tersebut mencerminkan bahwa semakin tinggi konsentrasi kepemilikan institusional, maka semakin rendah besaran manajemen laba. Besarnya pengaruh langsung yang bertanda negatif menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional pengaruhnya kuat. Pengaruh tidak langsung konsentrasi kepemilikan institusional terhadap manajemen laba adalah sebesar 1,6%. Berbeda dengan pengaruh langsung, ternyata pengaruh tidak langsung konsentrasi kepemilikan institusional terhadap manajemen laba justru memiliki pengaruh positif. Artinya konsentrasi kepemilikan institusional secara tidak langsung meningkatkan manajemen laba,

walaupun pengaruhnya bisa dikatakan lemah karena hanya sebesar 1,6%. Sedangkan pengaruh total konsentrasi kepemilikan institusional terhadap manajemen laba sebesar -18,3%. Jadi, dari ketiganya ternyata yang mendominasi adalah pengaruh langsung konsentrasi kepemilikan institusional terhadap manajemen laba sebesar -19,9%.

Pengaruh langsung konsentrasi kepemilikan institusional terhadap nilai pemegang saham sebesar 23,1%. Temuan ini menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan yang berupa meningkatnya harga saham. Artinya, ada apresiasi pasar terhadap perusahaan, yaitu harga pasar saham dihargai di atas nilai buku. Namun demikian pengaruh tidak langsung konsentrasi kepemilikan institusional terhadap nilai pemegang saham sebesar -14,4%. Pengaruh tidak langsung ini ternyata disebabkan oleh turunnya manajemen laba. Sedangkan pengaruh total konsentrasi kepemilikan institusional terhadap nilai pemegang saham sebesar 8,7%. Jadi, dari ketiganya ternyata yang mendominasi adalah pengaruh langsung konsentrasi kepemilikan institusional terhadap nilai pemegang saham sebesar 23,1%.

Pengaruh langsung konsentrasi kepemilikan institusional terhadap *cost of equity capital* adalah sebesar 17,4%. Artinya konsentrasi kepemilikan institusional meningkatkan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Pengaruh tidak langsung konsentrasi kepemilikan institusional terhadap *cost of equity capital* adalah sebesar 2,5%. Artinya dengan melalui variabel-variabel yang lain, ternyata pengaruh tidak langsung ini justru memiliki pengaruh lebih

kecil dibandingkan pengaruh langsung. Sedangkan pengaruh total konsentrasi kepemilikan institusional terhadap *cost of equity capital* adalah sebesar 14,9%. Jadi, dari ketiganya ternyata yang mendominasi adalah pengaruh langsung konsentrasi kepemilikan institusional terhadap *cost of equity capital* adalah sebesar 17,4%.

Pengaruh langsung *leverage* terhadap nilai pemegang saham adalah sebesar -9,1%. Artinya, semakin besar hutang justru menurunkan nilai pemegang saham. Jadi, ada kesan bahwa hutang menurunkan kepercayaan publik terhadap perusahaan yang berupa turunnya harga pasar saham, dalam hal ini terjadi depresiasi pasar saham perusahaan, yaitu harga saham di bawah nilai buku per lembar saham. Berbeda halnya dengan pengaruh langsung, ternyata pengaruh tidak langsung *leverage* terhadap nilai pemegang saham adalah sebesar 1,6,%. Walaupun besarnya pengaruh tidak langsung lebih kecil dibanding pengaruh langsung, tetapi perbedaan tanda tersebut mencerminkan adanya pengaruh lain terhadap hubungan kedua variabel tersebut, yaitu manajemen laba. Sedangkan pengaruh total *leverage* terhadap nilai pemegang saham adalah sebesar -7,5%. Jadi, dari ketiganya ternyata yang mendominasi adalah pengaruh langsung *leverage* terhadap nilai pemegang saham adalah sebesar -9,1%.

Pengaruh langsung manajemen laba terhadap *cost of equity capital* adalah sebesar 17,1%. Artinya, semakin besar manajemen laba, maka semakin besar biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Pengaruh tidak langsung manajemen laba terhadap *cost of equity capital* adalah sebesar 0,3%. Sedangkan pengaruh total

langsung manajemen laba terhadap *cost of equity capital* adalah sebesar 17,4%. Jadi, dari ketiganya ternyata yang mendominasi adalah pengaruh total manajemen laba terhadap *cost of equity capital* sebesar 17,4%. Hal ini disebabkan oleh adanya pengaruh variabel lain, yaitu nilai pemegang saham.

6.12 Temuan Disertasi

Berdasarkan analisis hasil studi dan pembahasan sebagaimana telah diuraikan sebelumnya, maka beberapa temuan penting yang dapat dikemukakan dalam studi ini adalah sebagai berikut:

1. Konsentrasi kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Temuan studi ini menunjukkan bahwa pemilik mayoritas tidak ingin adanya pengawasan eksternal melalui kebijakan hutang. Pemilik mayoritas tampaknya sudah merasa memiliki kemampuan dalam mengawasi kinerja manajer tanpa harus ada kehadiran pihak kreditor dan ada anggapan bahwa semakin besar hutang, maka berpotensi menimbulkan kebangkrutan perusahaan.

Temuan studi ini mendukung teori Filatotchev *and* Mickiewicz (2001) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan berhubungan dengan kurangnya efisien dalam menggunakan sumberdaya keuangan yang diukur dengan rasio hutang terhadap investasi. Konsentrasi kepemilikan sesuai dengan hasil studi ini tidak tergantung pada identitas siapa sesungguhnya pemegang saham yang paling besar. Akibatnya konsentrasi kepemilikan tidak mempunyai dampak terhadap kebijakan hutang. Dalam mengambil keputusan untuk mencari pendanaan dari luar

melalui kebijakan hutang manajer tidak terpengaruh adanya pemegang saham pengendali (konsentrasi kepemilikan). Hasil studi ini tidak menerima teori yang menyatakan kepemilikan institusional efektif dalam melakukan fungsi pengawasan terhadap manajer dalam menentukan kebijakan hutang (Moh'd *et al.*, 1998).

2. Konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*). Studi ini konsisten dengan pendapat bahwa konsentrasi kepemilikan institusional mampu membatasi manajer untuk melakukan manajemen laba. Keberadaan konsentrasi kepemilikan institusional menjadi mekanisme yang mampu mengawasi manajer terhadap praktik manajemen laba. Pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas meminta jajaran manajer untuk meminimalisasi manajemen laba karena jika pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas meminta manajer untuk melakukan rekayasa laba yang menguntungkan pemegang saham mayoritas dan manajemen, maka pemegang saham minoritas dan pasar saham akan mendiskon harga saham perusahaan yang justru akan merugikan pemegang saham mayoritas itu sendiri. Hasil ini mengkonfirmasi bahwa konsentrasi kepemilikan institusional menjadi bagian mekanisme tatakelola perusahaan jika manajemen laba (*earnings management*) dianggap suatu rekayasa yang bersifat negatif.

Temuan studi ini mendukung teori yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional membatasi manajer untuk melakukan manajemen laba (Hsu *and* Koh, 2005). Konsentrasi

kepemilikan institusional berdampak terhadap turunnya asimetri informasi karena investor institusional berusaha untuk memperoleh informasi sebanyak-banyaknya mengenai perusahaan dan pemilik institusional bisa melakukan tekanan kepada manajemen jika tidak sejalan dengan kepentingan pemilik. Dengan demikian manajer tidak memiliki keleluasaan untuk melakukan manajemen laba. Hasil studi ini tidak menerima teori yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional tidak mempengaruhi manajemen laba secara langsung, tetapi konsentrasi kepemilikan institusional menjadi pemoderasi terhadap hubungan antara aliran kas bebas dengan manajemen laba (Chung *et al.*, 2005).

3. Konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*). Keberadaan konsentrasi kepemilikan institusional menjadi mekanisme pengawasan terhadap kinerja manajemen yang menguntungkan para pemegang saham. Artinya keberadaan konsentrasi kepemilikan institusional direaksi positif oleh pasar saham yaitu terjadinya peningkatan volume perdagangan saham dan harga saham. Dengan demikian konsentrasi kepemilikan institusional mampu meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan. Komitmen pemilik institusional sangat kuat karena apabila pemegang saham mayoritas melakukan ekspropriasi pada saat dia memegang saham dalam jumlah besar, maka para pemegang saham minoritas dan pasar saham akan mendiskon harga pasar saham

perusahaan tersebut, sehingga akan merugikan pemegang mayoritas itu sendiri.

Temuan studi ini konsisten dengan teori yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional mampu mendorong manajemen untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan baik jangka pendek maupun jangka panjang sehingga dapat meningkatkan nilai pemegang saham (Porter, 1992). Konsentrasi kepemilikan institusional mampu menekan terjadinya asimetri informasi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas termasuk publik secara keseluruhan. Artinya pemilik institusional selalu menjaga reputasinya sebagai pemegang saham mayoritas untuk terus meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan. Dampaknya tidak hanya pemegang saham mayoritas yang diuntungkan tetapi juga pemegang saham minoritas. Hal ini memberikan kesan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional dilandasi *good corporate governance*.

Hasil studi ini berlawanan dengan teori yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional tidak mampu meningkatkan nilai pemegang saham (Brush *et al.*, 2000). Argumentasi teori tersebut adalah bila terjadi konsentrasi kepemilikan maka pada umumnya pemegang saham mayoritas melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Ekspropriasi merupakan cara memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000b).

4. Konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital*. Konsentrasi kepemilikan institusional berarti terdapat pemegang saham mayoritas yang mendominasi kepemilikan suatu perusahaan. Keberadaannya bisa menyebabkan perusahaan harus memikul beban berat menyediakan informasi yang dibutuhkan pemilik mayoritas. Akibatnya manajer harus tunduk atas desakan pemilik mayoritas karena memang manajer bekerja dibayar pemilik. Di samping itu investor institusional sebagai pemilik mayoritas tidak ingin harga pasar saham turun yang disebabkan asimetri informasi. Oleh karena itu pemilik institusional bisa menekan manajer untuk memberi informasi yang akurat tentang kondisi perusahaan walaupun perlu biaya besar. Karena asimetri informasi bisa berakibat fatal terhadap pasar saham perusahaan yaitu ruginya para pemegang saham yang disebabkan pemegang saham minoritas dan pasar saham mendiskon harga pasar saham perusahaan. Jadi dapat dikatakan bahwa semakin besar saham dimiliki oleh kelompok tertentu (terkonsentrasi pada pemilik institusional) maka semakin besar biaya yang dikeluarkan untuk menyediakan informasi bagi publik.

Temuan studi ini mendukung teori Brush *et al.* (2000) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional mempengaruhi biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Artinya pemilik mayoritas sangat ingin meyakinkan kepada publik bahwa pengelolaan perusahaan telah dilaksanakan sesuai dengan prinsip-prinsip *good corporate governance*. Oleh karenanya pemilik

mayoritas bisa menekan manajer perusahaan untuk menyampaikan informasi tentang perusahaan yang memadai walaupun itu butuh biaya yang cukup besar.

Hasil studi ini menolak teori Ashbaugh *et al.* (2004) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional mampu menekan *cost of equity capital*. Argumentasinya didasari atas pendapat bahwa konsentrasi kepemilikan institusional mampu meningkatkan kinerja saham perusahaan, yaitu terjadinya peningkatan volume perdagangan saham dan kenaikan harga saham perusahaan. Dengan demikian akan berdampak terhadap turunnya *cost of equity capital*.

5. Aliran kas bebas (*free cash flows*) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*). Temuan studi ini mencerminkan bahwa aliran kas bebas (*free cash flows*) memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi nilai perusahaan maupun nilai pemegang saham (*shareholders value*). Ada kesan bahwa investor mempertimbangkan aliran kas bebas (*free cash flows*) dalam melihat prospek yang menguntungkan pada masa depan atas investasinya pada suatu perusahaan.

Temuan studi ini mendukung teori Yudianti (2006) yang menyatakan bahwa aliran kas bebas memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan sebagai faktor untuk menentukan nilai pemegang saham. Kesimpulan teori tersebut adalah semakin tinggi aliran kas bebas, maka semakin tinggi pula nilai pemegang saham.

6. *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*). Temuan studi ini menunjukkan bahwa manajemen laba lebih (*earnings management*) dimotivasi oleh kreditor dibanding dengan pihak lainnya. Hasil studi ini juga bisa dijelaskan bahwa perusahaan yang membutuhkan pendanaan dari hutang lebih termotivasi untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*). Semakin besar hutang maka manajer termotivasi untuk melakukan rekayasa laba perusahaan.

Temuan studi ini mendukung hipotesis perjanjian hutang (*debt covenant hypothesis*) yang menyatakan bahwa jika semua hal yang lain dianggap tetap sama dan semakin dekat perusahaan dengan pelanggaran hutang, maka manajer lebih memilih prosedur akuntansi yang memindahkan laba yang dilaporkan dari periode mendatang ke periode sekarang. Hasil studi ini juga konsisten dengan teori Dechow *et al.* (1995) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan hutang yang tinggi termotivasi untuk melakukan manajemen laba.

Hasil studi ini bertentangan dengan teori Bao *and* Bao (2004) yang menyatakan bahwa semakin tinggi rasio *leverage*, maka semakin tinggi tingkat pengawasan yang dilakukan oleh pihak kreditor. Selanjutnya dikatakan bahwa ketika rasio hutang tinggi, maka manajer berusaha untuk menurunkan risiko persepsian tentang perusahaan dari pihak kreditor dengan menurunkan laba perusahaan.

7. *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*). Dalam hal ini kebijakan hutang menurunkan nilai

pemegang saham (*shareholders value*). Temuan studi ini menunjukkan bahwa investor tidak suka hutang, akibatnya pasar saham mereaksi secara negatif. Anggapan bahwa investor tidak tertarik menanamkan sahamnya pada perusahaan yang memiliki terlalu banyak hutang berhasil ditunjukkan studi ini. Di samping itu hasil studi ini juga mencerminkan bahwa manajer tidak mampu menggunakan hutang secara efektif yang ditunjukkan dengan ketidakmampuan pendanaan hutang meningkatkan nilai pemegang saham. Temuan studi ini mendukung teori Kinsman *and* Newman (1998) yang menyatakan bahwa keberadaan hutang tidak mampu meningkatkan kredibilitas perusahaan, tetapi sebaliknya justru membebani perusahaan karena harus membayar bunga pinjaman.

Temuan studi ini tidak mendukung teori Modigliani *and* Miller (1963) yang menyatakan bahwa bila ada pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Jadi jika keberadaan hutang dikelola secara efektif maka akan meningkatkan nilai pemegang saham (*shareholders value*).

8. Manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*). Hasil studi ini memperlihatkan bahwa tindakan manajer melakukan manajemen laba (*earnings management*) untuk meningkatkan nilai pemegang saham (*shareholders value*). Temuan studi ini konsisten dengan teori Chaney *and* Lewis (1994) yang menyatakan bahwa manajemen laba (*earnings*

management) mempengaruhi nilai perusahaan ketika manajer berusaha memaksimalkan nilai pemegang saham (*shareholders value*).

Temuan studi ini menentang teori Zhang *et al.* (2004) yang menyatakan bahwa manajemen laba (*earnings management*) akan menurunkan kepercayaan investor terhadap perusahaan dengan cara mendiskon harga pasar saham perusahaan. Temuan studi ini jelas menunjukkan bahwa tindakan manajer melakukan manajemen laba (*earnings management*) bukan sebagai perilaku oportunistik. Kenyataannya manajemen laba (*earnings management*) bukan saja menguntungkan manajer, tetapi justru meningkatkan nilai pemegang saham (*shareholders value*) secara keseluruhan.

9. Manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital*. Temuan studi ini menunjukkan bahwa manajemen laba (*earnings management*) meningkatkan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Jika manajemen laba dianggap sebagai rekayasa laba yang bersifat negatif, artinya melanggar etika dan moral sebagai seorang manajer dengan melaporkan kinerjanya tidak sesuai dengan realita yang ada, maka sangat masuk akal bahwa manajemen berusaha keras untuk menutupi kecurangannya dengan mengeluarkan biaya-biaya yang cukup besar. Hasil studi ini bisa menjadi cerminan bahwa rekayasa laba akan menambah pengeluaran yang membebani perusahaan.

Temuan studi ini mendukung teori Francis *et al.* (2004, 2005) yang menyatakan bahwa motivasi manajer melakukan manajemen laba akan

meningkatkan pengungkapan kepada publik yang lebih banyak. Artinya manajemen laba (*earnings management*) akan mengakibatkan biaya-biaya yang ditanggung perusahaan juga lebih besar. Hasil studi ini menolak teori yang menyatakan bahwa manajemen laba digunakan untuk mengurangi biaya politik (Healy and Palepu, 1993). Jadi manajemen laba (*earnings management*) akan menurunkan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*).

10. Nilai pemegang saham (*shareholders value*) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital*. Temuan studi ini menggambarkan bahwa nilai pemegang saham (*shareholders value*) identik dengan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik yang semakin besar. Nilai pemegang saham (*shareholders value*) dapat dilihat sebagai pengukur reaksi pasar saham terhadap perusahaan. Selanjutnya untuk menjaga reputasi perusahaan diperlukan biaya-biaya yang digunakan untuk menjaga maupun untuk meningkatkan kredibilitas perusahaan di hadapan publik.

Temuan hasil studi ini mendukung teori Ashbaugh *et al.* (2004) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan identik dengan biaya-biaya yang ditanggung perusahaan karena untuk menjaga reputasi perusahaan. Jadi nilai perusahaan yang juga sekaligus nilai pemegang saham mencerminkan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Hasil studi ini menolak teori Cheng *et al.* (2006) yang menyatakan bahwa perusahaan dikatakan bernilai

tinggi jika efisien dalam mengeluarkan biaya-biayanya. Perusahaan bernilai tinggi mencerminkan nilai pemegang saham juga tinggi. Jadi menurut teori tersebut bisa disimpulkan bahwa semakin tinggi nilai pemegang saham (*shareholders value*) identik dengan rendahnya biaya-biaya yang dikeluarkan karena manajemen berhasil mengelola keuangan perusahaan secara efektif dan efisien.

11. Temuan studi ini menunjukkan bahwa pengaruh langsung mendominasi semua hubungan antar variabel yang diteliti dibandingkan dengan pengaruh tidak langsung. Pengaruh langsung yang lebih besar dibandingkan dengan pengaruh total yaitu, pengaruh langsung konsentrasi kepemilikan institusional terhadap manajemen laba (*earnings management*), pengaruh langsung konsentrasi kepemilikan institusional terhadap nilai pemegang saham, pengaruh langsung konsentrasi kepemilikan institusional terhadap *cost of equity capital*, dan pengaruh langsung *leverage* terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*). Sedangkan pengaruh total yang lebih besar dibandingkan dengan pengaruh langsung adalah pengaruh total manajemen laba (*earnings management*) terhadap *cost of equity capital*.
12. Temuan studi ini memberikan kontribusi empirik dalam perspektif teori keagenan bahwa konsentrasi kepemilikan mampu menekan terjadinya manajemen laba dan memberikan sinyal yang menguntungkan pemegang saham walaupun berdampak terhadap biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Aliran kas bebas memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan untuk

memprediksi nilai pemegang saham (*shareholders value*). Perilaku manajemen laba (*earnings management*) di Indonesia ternyata bukan hanya dimotivasi keinginan oportunistik manajemen tetapi kenyataannya juga untuk tujuan pensinyalan yang ditunjukkan bahwa manajemen laba (*earnings management*) menguntungkan pemegang saham, tetapi berkonsekuensi terhadap biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik.

13. Temuan studi ini memberikan pengkayaan temuan empirik terhadap variabel yang mempengaruhi *leverage* (hutang), manajemen laba (*earnings management*), nilai pemegang saham (*shareholders value*), dan *cost of equity capital*. Berdasarkan temuan empirik ini maka referensi teori keagenan di Indonesia dapat ditelaah lebih komprehensif dan mendalam yang tentunya perlu disesuaikan dengan situasi dan kondisi di lapangan. Karena kenyataannya mayoritas perusahaan publik khususnya kelompok industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang sekarang menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI) kepemilikannya terkonsentrasi pada pemilik tertentu, dalam hal ini adalah pemilik institusional.

6.13 Keterbatasan Studi

Studi ini tidak terlepas dari beberapa keterbatasan yang merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari studi secara keseluruhan. Namun keterbatasan studi ini diharapkan dapat dijadikan sebagai bahan rujukan bagi para peneliti dan berimplikasi untuk melakukan perbaikan bagi

penelitian berikutnya. Beberapa keterbatasan studi ini dapat dikemukakan seperti berikut ini:

1. Studi ini menggunakan populasi dengan beberapa kriteria yang ditentukan oleh peneliti yaitu hanya fokus pada kelompok industri manufaktur, akibatnya hasil penelitian kesulitan untuk digeneralisasi pada kelompok industri yang lain. Untuk penelitian selanjutnya perlu memperluas populasi pada keseluruhan perusahaan publik di Indonesia.
2. Studi ini tidak mengklasifikasi konsentrasi kepemilikan institusional, diharapkan pada penelitian masa mendatang perlu membedakan konsentrasi kepemilikan institusional misalnya institusi asing dan institusi domestik.
3. Studi ini tidak mengklasifikasi konsentrasi kepemilikan yang dimiliki oleh institusi dan dimiliki oleh perseorangan. Karena hasil penelitian Xu and Wang (1997) menunjukkan bahwa pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap nilai pemegang saham berbeda antara kepemilikan perusahaan yang sahamnya mayoritas dimiliki oleh institusi dan kepemilikan perusahaan yang sahamnya mayoritas dimiliki oleh perseorangan maupun konsentrasi kepemilikan yang dimiliki oleh manajerial.
4. Studi ini mengukur manajemen laba (*earnings management*) dengan model Dechow *et al.* (1995) yang juga disebut sebagai model modifikasian Jones (1991) yang hanya tepat diterapkan pada perusahaan manufaktur. Penelitian masa mendatang diharapkan menggunakan model pengukuran yang lain sehingga bisa diterapkan pada semua

kelompok industri. Di samping itu model pengukuran manajemen laba dengan model Jones (1991) bisa dikatakan rumit, sehingga penelitian mendatang perlu mencoba untuk menggunakan model yang mudah dipahami oleh pihak-pihak yang berkepentingan.

5. Studi ini tidak mengklasifikasi kelompok aliran kas bebas. Penelitian mendatang perlu membedakan aliran kas bebas (*free cash flows*) positif dan aliran kas bebas (*free cash flows*) negatif. Yudianti (2006) menunjukkan bahwa aliran kas bebas positif dan negatif berbeda dalam mempengaruhi nilai pemegang saham (*shareholders value*).
6. Variabel aliran kas bebas (*free cash flows*) dan manajemen laba tidak didukung sebaran data yang baik. Nilai deviasi standar variabel aliran kas bebas dan manajemen di atas nilai rata-rata (*mean*). Penelitian mendatang perlu mempertimbangkan sebaran data ini karena bisa menjadikan bias hasil penelitian.
7. Variabel *cost of equity capital* diukur dengan menggunakan *capital asset pricing model* (CAPM). Ada yang menyatakan bahwa pengukuran tersebut cukup rumit. Penelitian mendatang perlu memperhatikan hal ini dengan mencoba menggunakan alternatif pengukuran model lain yang sederhana.

BAB 7

PENUTUP

BAB 7

PENUTUP

7.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis hasil studi sebagaimana pada bab 5 dan pembahasan yang telah diuraikan secara komprehensif pada bab 6, maka kesimpulan studi ini dapat dikemukakan sebagai berikut.

1. Konsentrasi kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Hipotesis satu yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *leverage* **tidak diterima**. Kesimpulan studi ini tercermin bahwa pemilik mayoritas tidak menyukai pendanaan yang diperoleh dari hutang. Karena hutang berisiko menimbulkan kebangkrutan perusahaan.

Temuan empirik studi ini adalah konsentrasi kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Pemilik mayoritas bukan menjadi penentu bagi manajer dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan. Temuan empirik studi ini adalah sejalan dengan Filatotchev *and* Mickiewicz (2001).

2. Konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*) dengan hubungan negatif. Artinya semakin besar proporsi kepemilikan institusional maka semakin besar manajer untuk menghindari manajemen laba. Hipotesis dua yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*) **diterima**.

Konsentrasi kepemilikan institusional merupakan mekanisme pengawasan terhadap praktik manajemen laba. Pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas meminta jajaran manajer untuk meminimalisasi manajemen laba karena jika pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas meminta manajer untuk melakukan rekayasa laba yang menguntungkan pemegang saham mayoritas dan manajemen, maka pemegang saham minoritas dan pasar saham akan mendiskon harga saham perusahaan yang justru akan merugikan pemegang saham mayoritas itu sendiri. Konsentrasi kepemilikan institusional mampu membatasi manajer melakukan manajemen laba. Hasil studi ini menginformasikan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional menjadi bagian dari mekanisme dalam penatalaksanaan suatu perusahaan yang baik jika manajemen laba (*earnings management*) dianggap sebagai rekayasa yang bersifat negatif.

Temuan empirik yang diperoleh studi ini adalah konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*). Temuan studi ini memperkaya teori keagenan. Jika terjadi konsentrasi kepemilikan institusional maka konflik agensi antara pemilik mayoritas dan minoritas akan terjadi karena adanya asimetri informasi. Tetapi kenyataannya pemilik mayoritas mampu membatasi manajer untuk melakukan manajemen laba jika manajemen laba (*earnings management*) tersebut dianggap rekayasa negatif, hal ini suatu cerminan bahwa konflik antara pemilik mayoritas dan minoritas berusaha untuk dihindari. Dengan adanya

konsentrasi kepemilikan institusional, maka asimetri informasi akan menurun karena pemilik mayoritas berusaha untuk mendapat informasi sebanyak-banyaknya tentang kondisi perusahaan dan pemilik mayoritas bisa melakukan tekanan kepada manajer jika tindakan manajer tidak sesuai dengan kepentingannya. Hasil studi ini mencerminkan bahwa manajer berusaha untuk menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingan pemilik yang ditunjukkan dengan menurunnya manajemen laba jika tindakan manajemen laba (*earnings management*) tersebut dianggap rekayasa negatif. Temuan empirik studi ini adalah mendukung Jiambalvo *et al.* (1996), Xu and Wang (1997), Bushee (1998a, 1998b), Rajgopal *et al.* (1999), Mitra (2002), Midiastuty dan Machfoedz (2003), Hsu and Koh (2005), dan Herawati (2007).

3. Konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) dengan hubungan positif. Semakin besar proporsi kepemilikan institusional maka semakin besar nilai pemegang saham (*shareholders value*). Dengan demikian hipotesis tiga yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) **diterima**. Konsentrasi kepemilikan institusional meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan dan pemilik mayoritas sangat berkepentingan untuk membangun reputasi perusahaan tanpa melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Reaksi positif oleh pasar saham yang berupa meningkatnya volume perdagangan saham dan kenaikan harga saham (harga pasar saham di atas nilai buku) merupakan

salah satu cerminan meningkatnya kepercayaan publik terhadap perusahaan.

Temuan empirik studi ini adalah konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. Temuan ini memperkaya teori keagenan yang menyatakan bahwa pemegang saham mayoritas akan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan yang juga berarti meningkatkan nilai pemegang saham. Temuan empirik studi ini adalah mendukung Smith (1996), Xu *and* Wang (1997), Pizarro *et al.* (2006) dan Bjuggren *et al.* (2007).

4. Konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* dengan hubungan positif. Semakin besar proporsi kepemilikan institusional maka semakin besar biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Dengan demikian hipotesis empat yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* diterima.

Temuan empirik studi ini adalah konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital*. Temuan ini memperkaya teori keagenan yang menyatakan bahwa jika terdapat pemegang saham mayoritas dan beberapa pemegang saham yang lain kepemilikannya minoritas, maka pemegang saham mayoritas (terkonsentrasi) memiliki kendali mutlak sehingga dapat melakukan tindakan yang menguntungkan pemegang saham mayoritas tetapi merugikan pemegang saham minoritas. Namun hal tersebut dapat

diminimalisasi apabila ada jaminan bahwa perusahaan telah menerapkan prinsip-prinsip penatakelolaan perusahaan yang baik (Shleifer and Vishny, 1997) dan sebagai konsekuensinya diperlukan biaya yang cukup besar. Studi ini juga memperlihatkan bahwa pemilik mayoritas tidak melakukan ekspropriasi karena takut pasar saham dan pemegang saham minoritas mendiskon harga pasar saham. Sehingga pemilik mayoritas menekan manajer untuk menginformasikan mengenai perusahaan kepada publik sesuai dengan realita yang ada walaupun itu perlu biaya besar. Akibatnya biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik juga besar. Temuan empirik studi ini adalah mendukung Brush *et al.* (2000).

5. Aliran kas bebas (*free cash flows*) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) dengan hubungan positif. Hipotesis lima yang menyatakan bahwa aliran kas bebas (*free cash flows*) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) **diterima**. Kesimpulan studi ini adalah investor menganggap bahwa aliran kas bebas (*free cash flows*) memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham (*shareholders value*).

Temuan empirik studi ini adalah aliran kas bebas (*free cash flows*) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. Aliran kas bebas sebagai faktor yang dapat digunakan untuk memprediksi nilai pemegang saham (*shareholders value*). Temuan empirik studi ini adalah sejalan dengan Wilson (1986), Bowen *et al.* (1986, 1987),

Rayburn (1986), Baridwan (1997), Ditmar *and* smith (2005), dan Yudianti (2006).

6. *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*) dengan hubungan positif. Semakin besar hutang maka semakin besar kesempatan manajer untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*). Dengan demikian hipotesis enam yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*) **diterima**. Semakin besar rasio hutang perusahaan maka manajer termotivasi untuk melakukan rekayasa laba. Rekayasa laba lebih termotivasi untuk meyakinkan kreditor. Kecenderungan bahwa tindakan manajer melakukan manajemen laba dilakukan untuk mengelabui kreditor dan kalau hal ini berjalan terus-menerus maka kreditor dan pemegang saham yang dirugikan karena kemungkinan perusahaan tidak mampu membayar hutangnya.

Temuan empirik studi ini adalah *leverage* berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba (*earnings management*). Temuan studi ini memperkaya hipotesis perjanjian hutang (*debt covenant hypothesis*) yang menyatakan bahwa manajer termotivasi melakukan manajemen laba untuk menghindari perjanjian hutang (Watts *and* Zimmerman, 1986:257-262). Temuan empirik studi ini mendukung Defond *and* Jiambalvo (1994), Sweeney (1994), dan Widyaningdyah (2001).

7. *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) dengan hubungan negatif. Semakin besar hutang maka semakin kecil nilai pemegang saham (*shareholders value*).

Sehingga hipotesis tujuh yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) **diterima**. Hasil studi ini memperlihatkan bahwa hutang perusahaan direaksi negatif oleh pasar saham. Keberadaan hutang dianggap sebagai berita buruk bagi investor yang direspon dengan mendiskon harga saham yang berupa turunnya harga pasar saham. Akhirnya harga pasar saham dinilai di bawah nilai buku. Keberadaan hutang tidak dapat dikelola oleh manajer dengan baik, sehingga tidak berhasil menaikkan nilai pemegang saham. Anggapan bahwa manajer tidak mampu mengelola hutang karena cenderung untuk mementingkan kepentingannya sendiri benar adanya.

Temuan empirik studi ini adalah *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*). Temuan studi ini memperkaya teori struktur modal Modigliani *and* Miller (1963) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal (hutang), semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun ketika manajer tidak mampu mengelola hutang dengan baik maka akan menurunkan nilai perusahaan. Temuan empirik studi ini mendukung Kinsman *and* Newman (1998).

8. Manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) dengan hubungan positif. Semakin besar terjadi manajemen laba maka semakin besar nilai pemegang saham (*shareholders value*). Jadi hipotesis delapan yang menyatakan bahwa manajemen laba (*earnings management*)

berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*) **diterima**. Manajemen laba (*earnings management*) dilakukan manajer untuk meningkatkan nilai pemegang saham. Tindakan manajer ini lebih dimotivasi oleh keinginan manajer untuk mendapatkan tambahan insentif dari pemilik. Tindakan manajer melakukan manajemen laba bukan semata-mata atas perilaku oportunistik manajer yang cenderung menguntungkan dirinya sendiri, tetapi ternyata terdapat agenda besar yang justru meningkatkan kemakmuran para pemegang saham.

Temuan empirik studi ini adalah manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham (*shareholders value*). Temuan studi ini memperkaya teori *economic consequences* yang menyatakan bahwa atas pilihan kebijakan akuntansi yang dipilih oleh manajer akan mempengaruhi nilai perusahaan yang berarti juga meningkatkan nilai pemegang saham (Scott, 2003:259). Temuan empirik studi ini mendukung Chaney *and* Lewis (1994) dan Bao *and* Bao (2004).

9. Manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* dengan hubungan positif. Semakin besar manajemen laba (*earnings management*) maka semakin besar biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Jadi hipotesis sembilan yang menyatakan bahwa manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* **diterima**. Kesimpulan studi ini dapat dikatakan bahwa

manajemen laba bisa dianggap sebagai rekayasa laba negatif. Hal ini tercermin dengan meningkatkan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Ada kesan bahwa manajer sengaja mengeluarkan biaya tersebut untuk menutupi rekayasa laba yang telah dilakukan untuk mengelabui publik. Manajemen laba yang bertujuan mengkomunikasikan informasi dan meningkatkan nilai perusahaan, maka manajer akan mengkomunikasikan informasi lebih banyak kepada publik melalui pengungkapan dalam laporan keuangan perusahaan.

Temuan empirik studi ini adalah manajemen laba (*earnings management*) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital*. Temuan ini memperkaya teori *economic consequences* yang menyatakan bahwa atas pilihan kebijakan akuntansi yang dipilih oleh manajer akan mempengaruhi estimasi risiko dalam hal ini besarnya biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Temuan empirik studi ini mendukung Francis *et al.* (2004, 2005), Utami (2005), dan Halim dkk. (2005).

10. Nilai pemegang saham (*shareholders value*) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* dengan hubungan positif. Semakin besar nilai pemegang saham maka semakin besar biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik. Sehingga hipotesis sepuluh yang menyatakan bahwa nilai pemegang saham (*shareholders value*) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital* diterima. Harga saham mencerminkan apresiasi pasar terhadap

perusahaan. Harga pasar saham tinggi di atas nilai buku merupakan respon positif dan cerminan kepercayaan investor terhadap perusahaan. Sehingga dengan maksud untuk menjaga reputasi dan kredibilitas perusahaan maka diperlukan biaya yang cukup besar untuk menyediakan informasi bagi publik.

Temuan empirik studi ini adalah nilai pemegang saham (*shareholders value*) berpengaruh signifikan terhadap *cost of equity capital*. Temuan ini memperkaya teori sinyal yang diderivasi dari teori keagenan. Atas dasar tekanan pemilik, maka manajemen perusahaan manufaktur bersedia mengeluarkan biaya-biaya yang diperlukan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*) untuk menjaga reputasi perusahaan. Temuan empirik studi ini mendukung Ashbaugh *et al.* (2004), Huang (2004), dan Gomes *et al.* (2005).

11. Hasil studi ini memberikan kontribusi empirik terhadap implementasi teori keagenan di Indonesia khususnya perusahaan manufaktur dalam menjelaskan kebijakan *leverage* (hutang), manajemen laba, nilai pemegang saham, dan *cost of equity capital*. Keberadaan konsentrasi kepemilikan institusional ternyata mampu memberikan sinyal positif bagi pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan yang ditunjukkan bahwa manajemen laba ternyata menguntungkan pemegang saham.
12. Temuan studi ini juga memberikan kontribusi terhadap perumus kebijakan terutama peningkatan penatakelolaan perusahaan yang baik (*good corporate governance*) melalui regulasi batasan kepemilikan

mayoritas pada perusahaan publik di Indonesia. Konsentrasi kepemilikan institusional tidak benar-benar bisa menghentikan manajer untuk melakukan manajemen laba, tetapi hanya sebatas mengurangi kesempatan manajer untuk melakukan manajemen laba. Tetapi konsentrasi kepemilikan institusional dianggap sebagai sinyal yang baik bagi investor yang ternyata mampu meningkatkan nilai pemegang saham.

13. Kesimpulan secara keseluruhan studi ini menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional merupakan variabel yang mempengaruhi manajemen laba (*earnings management*), nilai pemegang saham (*shareholders value*), dan *cost of equity capital*, tetapi konsentrasi kepemilikan institusional bukan merupakan variabel yang mempengaruhi *leverage*. Aliran kas bebas (*free cash flows*) merupakan variabel yang mempengaruhi nilai pemegang saham (*shareholders value*). *Leverage* merupakan variabel yang mempengaruhi manajemen laba (*earnings management*) dan nilai pemegang saham (*shareholders value*). Sementara manajemen laba (*earnings management*) dan nilai pemegang saham (*shareholders value*) merupakan variabel yang mempengaruhi biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*). Temuan studi ini menunjukkan bahwa pengaruh langsung mendominasi semua hubungan antar variabel yang diteliti dibandingkan dengan pengaruh tidak langsung.

7.2 Saran

7.2.1. Bagi Perusahaan

1. Aliran kas bebas (*free cash flows*) perlu dipertimbangkan untuk disampaikan kepada publik. Walaupun belum ada aturan yang mewajibkan untuk mengungkapkan tetapi jika perusahaan dengan sukarela melaporkan aliran kas bebas maka akan menambah kepercayaan investor dan diharapkan dapat meningkatkan nilai pemegang saham.
2. Motivasi manajemen laba bukan hanya sekadar desakan kepemilikan institusional sebagai pemilik mayoritas. Kenyataannya manajemen laba (*earnings management*) cenderung termotivasi untuk meyakinkan kreditor, informasi ini bisa menyesatkan bagi pengguna laporan keuangan, dampaknya publik dan pemegang saham minoritas akan mendiskon pasar saham perusahaan yang justru sangat merugikan bagi pemegang saham mayoritas.
3. Pengelolaan hutang belum berjalan dengan baik. Seharusnya kebijakan hutang mampu meningkatkan nilai pemegang saham (*shareholders value*), tetapi kenyataannya justru menurunkan nilai pemegang saham (*shareholders value*), hal ini bisa semakin menurunkan kepercayaan calon investor terhadap perusahaan.

7.2.2 Bagi Regulator

1. Perlu dibuat peraturan tegas yang mengatur tentang kepemilikan mayoritas pada perusahaan publik. Karena hal ini bisa mengurangi kualitas informasi pelaporan keuangan yang disajikan perusahaan dan

kepemilikan mayoritas bisa menjadi penyebab belum efisiennya pasar modal di Indonesia.

7.2.3 Bagi Investor

1. Investor seharusnya tidak hanya menggunakan informasi laporan keuangan sebagai pertimbangan utama dalam mengambil keputusan investasi. Informasi kemungkinan adanya rekayasa laba perlu diperhatikan investor maupun calon investor.
2. Investor seharusnya tidak hanya menggunakan laporan keuangan yang disajikan perusahaan, sudah saatnya mempertimbangkan aliran kas bebas (*free cash flows*) yang dapat digunakan untuk memprediksi nilai pemegang saham (*shareholders value*).
3. Investor perlu mewaspadaai penggunaan hutang karena kenyataannya justru menurunkan nilai pemegang saham. Hal ini menunjukkan bahwa manajer tidak mampu mengelola hutang secara maksimal.
4. Sudah saatnya investor pada pasar modal mempertimbangkan *cost of equity capital* sebagai salah satu pertimbangan dalam mengambil keputusan investasi karena kenyataannya dipengaruhi oleh konsentrasi kepemilikan institusional, manajemen laba (*earnings management*), dan nilai pemegang saham (*shareholders value*). Di samping itu perlu juga mempertimbangkan aliran kas bebas (*free cash flows*), karena kenyataannya aliran kas bebas (*free cash flows*) dapat digunakan untuk memprediksi nilai pemegang saham (*shareholders value*).

7.2.4 Bagi Publik

1. Peran pengawasan publik menjadi penting ketika mekanisme pengawasan oleh investor, konsentrasi kepemilikan insititusional, dan kreditor tidak berjalan dengan baik. Publik bisa memberikan pinalti dan tekanan kepada perusahaan yang melanggar aturan.
2. Publik berperan penting dalam mengawasi biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik, misalnya mengawasi apakah biaya tersebut didalamnya sudah termasuk tanggung jawab sosial perusahaan atau belum. Karena tanggung jawab sosial perusahaan merupakan salah satu bentuk kepedulian perusahaan terhadap masyarakat atau lingkungan sekitar perusahaan.
3. Sudah saatnya publik untuk lebih berperan langsung dalam pengembangan pasar modal Indonesia untuk menjadi lebih maju dengan cara berperan aktif menjadi investor, sehingga tidak hanya sebagai pihak luar yang secara tidak langsung mengawasi suatu perusahaan publik tetapi diharapkan justru menjadi pemegang saham itu sendiri.

DAFTAR PUSTAKA

DAFTAR PUSTAKA

- Achmad, K., I. Subekti, dan S. Atmini, 2007. *Investigasi Motivasi dan Strategi Manajemen Laba pada Perusahaan Publik di Indonesia. Kumpulan Makalah, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) X, Makassar, 26-27 Juli, h 1-26.*
- Agrawal, A., and N. Jayaraman, 1994. The Dividend Policies of All-equity Firms: A Direct Test of the Free Cash Flows Theory. *Managerial and Decision Economic*, Vol. 15, pp 139-148.
- Akerlof, G.A., 1970. The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, August, pp 488-500.
- Ali, Ashig, 1994. The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operation and Cash Flows. *The Journal of Accounting Research*, Vol. 32, No. 1 (Spring), pp 61-73.
- Ashbaugh, H., D.W. Collins, and R. LaFond, 2004. Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=639681, December, pp 1-52.
- Bao, B. H., and D.H. Bao, 2004. Income Smoothing, Earnings Quality and Firm Valuation. *Journal of Business Finance & Accounting* 31, No. 9-10, November, pp 1525-1557.
- BAPEPAM, 1996, *Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor Kep-38/PM/1996, Tanggal : 17 Januari, Tentang Laporan Tahunan*, Jakarta, Badan Pengawas Pasar Modal.
- , 2002, *Surat Edaran Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor : SE- 02/PM/2002, Tanggal 27 Desember, Tentang Pedoman Penyajian dan Pengungkapan Laporan Keuangan Emiten atau Perusahaan Publik Industri Manufaktur*, Jakarta, Badan Pengawas Pasar Modal.
- , 2005, *Press Release Kasus PT Great River International Tbk., 23 Nopember*, Jakarta, Badan Pengawas Pasar Modal.
- Baridwan, Zaki, 1997. Analisis Nilai Tambah Informasi Arus Kas. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 12, No. 2, h 1-14.
- Bathala, C.T., K.P. Moon, and R.P. Rao, 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency

- Perspective. *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, Autumn, pp 38-50.
- Berle, Adolph dan Means, Gardiner, 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, N.Y., MacMillan.
- Bido, Diogenes, 2006. Path model with manifest variables PLS? *Smartpls. de Forum Index*, <http://www.smartpls.de/forum/viewtopic.php?t=340>
- Bitner, Larry N., and Robert C. Dolan, 1996. Assessing the Relationship Between Income Smoothing and the Value of the Firm. *Quarterly Journal of Business and Economics*, Winter, Vol. 35, pp 16-35.
- Bjuggren, Per-Olof, Johan E. Eklund, and Daniel Wiberg, 2007. Institutional Owners and Firm Performance: The Impact of Ownership Categories on Investments. *Working Paper*, Jonkoping International Business School (JIBS), and Centre of Excellence for Science and Innovation Studies (CESIS), Royal Institute of Technology, Stockholm, Sweden, February, pp 1-26.
- Black, B. S., I. Love, and A. Rachinsky, 2005. Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia. *Working Paper*, <http://ssrn.com/abstract=866988>, November, pp 1-38.
- Board, J.L.G., and J.F.S. Day, 1989. The Information Content of Cash Flows Figure. *Accounting and Business Research*, Winter, pp 3-11.
- Boediono, Gideon S.B., 2005. Kualitas Laba: Studi Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* dan Dampak Manajemen Laba Dengan Menggunakan Analisis Jalur. *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VIII, Solo, 15 – 16 September, h 172-194.
- Botosan, C.A., 1997. Disclosure Level and the Cost of Capital. *Accounting Review* 72, July, pp 323-349.
- , and M.A. Plumlee, 2000. Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysis' Ranking of Corporate Disclosure and Alternative Methods of Estimating Expected Cost of Equity Capital. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=224385, April, pp 1-51.
- , and M.A. Plumlee, 2002. A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 1, March, pp 21-40.

- , and M.A. Plumlee, 2005. Assessing Alternative Proxies for the Expected Risk Premium. *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 1, January, pp 21-53.
- Bowen, R. M., D. Burgstahler, and L. A. Daley, 1986. Evidence on the Relationships Between Earnings and Various Measures of Cash flows. *The Accounting Review*, Vol. LXI, No. 4, October, pp 713-725.
- Bowman, R.G., 1980. The Importance of A Market-Value Measurement of Debt in Assessing Leverage. *Journal of Accounting Research*, Vol. 18, No. 1, Spring, pp 242-254.
- , 1987. The Incremental Information Content of Accrual Versus Cash Flows. *The Accounting Review*, Vol. LXII, No. 4, October, pp 723-747.
- Brigham, E.F. and J.F. Houston, 1999. *Manajemen Keuangan*. Edisi Bahasa Indonesia. Jakarta:Erlangga.
- Brush, T.H., P. Bromiley, and M. Hendrick, 2000. The Free Cash Flows Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, Vol. 21, No. 4, April, pp 455-472.
- Bruslerie, H. de la, and I. Latrous, 2007. Ownership Structure and Debt Leverage: Empirical Test on French Firms. *Working Paper*, 28 February, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=966120, pp 1-43.
- Bushee, Brian J., 1998a. Institutional Investor, Long-Term Investment, and Earnings Management. *Working Paper*, January, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?Abstract_id=52686, January, pp 1-42.
- , 1998b. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *Accounting Review*, Vol. 73, No. 3, July, pp 305-333.
- Cahan, S.F., 1992. The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: A Refined Test of the Political-Cost Hypothesis. *The Accounting Review*, Vol. 67, No. 1, January, pp 77-95.
- Chaney, P. K., and C. M. Lewis, 1994. Earnings Management and Firm Valuation under Asymmetric Information. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5312, January, p 1.

- Chang, Lucia S., Kenneth S. Most, and C. W. Brain, 1983. The Utility of Annual Report: An International Study. *Journal of International Business* (Spring/ Summer), pp 63-84.
- Chen, Kevin C.W., Zhihong Chen, and K.C. John Wei, 2004. Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital in Emerging Markets. *Working Paper*, http://www.bm.ust.hk/~acct/acsymp2004/Papers/Chen_n.pdf, October, pp 1-46.
- Cheng, C. S. A., D. Collins, and H. He Huang, 2006. Shareholder Rights, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Volume 27, Number 2, September, pp 175-204 (30).
- Chin, W.W., B.L. Marcolin, and P.R. Newsted, 1996. A Partial Least Square Latent Variable Modeling Approach for Measuring Interaction Effects: Results from a Monte Carlo Simulation Study and Voice Mail Emotion/Adoption Study. *Proceeding of the Seventeenth International Conference on Information Systems*, December 16-18, Cleveland, Ohio.
- Chowdhury, S.D., and J.M. Geringer, 2001. Institutional Ownership, Strategic Choices and Corporate Efficiency Evidence from Japan. *Journal of Management Studies*, 38:2, March, pp 271-292.
- Christie, Andrew A., 1982. The Stochastic Behavior of Common Stock Variances: Value, Leverage and Interest Rate Effects. *Journal of Financial Economics*, Vol. 10, Issue 4, December, pp 407-432.
- Chung, R., M. Firth, and J-B. Kim, 2005. Earnings Management, Surplus Free Cash Flows, and External Monitoring. *Journal of Business Research*, Volume 58, Issue 6, June, pp 766-776.
- Claessens, S., S. Djankov, and L.H.P. Lang, 2000a. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation. *Journal of Financial Economics* 58, pp 81-112
- , and Joseph P.H. Fan 2000b. Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. *Policy Research Working Paper* 2088, The World Bank, <http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps2000series/wps2088/wps2088.pdf>, pp 1-33.

- Clement, M., R. Frankel, and J. Miller, 2000. The Effect of Conforming Management Earnings Forecasts on Cost of Capital. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=232550, March, pp 1-29.
- Cooper, D.R. and C.W. Emory, 1995. *Business Research Methods* 5th Edition. Chicago: Irwin, R.D., Inc.
- Crutchley, C.E., and M.R.H. Jensen, 1996. Changes in Corporate Debt Policy: Information Asymmetry and Agency Factors. *Managerial Finance* 22, pp 1-16.
- Darmawati, D., 2003. Corporate Governance dan Manajemen Laba: Suatu Studi Empiris. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 5, No. 1, h 47-68.
- Darrough, M.N., 1993. Disclosure policy and competition: Cournot vs Bertrand. *The Accounting Review*, Vol. 68, No. 3, July, pp 534-561.
- Davies, J. R., D. Hillier, and P. McColgan, 2002. Ownership Structure, Managerial Behavior and Corporate Value. Department of Accounting & Finance, University of Strathclyde, Glasgow, *Working Paper*, October 24, pp 1-41.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D.J. Skinner, 1994. Accounting Choice in Troubled Companies. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, Issue 1/2, January, pp 113-143.
- Dechow, P. M., R.G. Sloan, and A.P. Sweeney, 1995. Detecting Earning Management. *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, April, pp 194-225.
- , 1996. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firm Subject to Enforcement Actions by SEC. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, No.1, Spring, pp 1-36.
- DeFond, M.L., and J. Jiambalvo, 1994. Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, January, pp 145-176.
- , and C.W. Park, 1997. Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, pp 115-139.
- Demsetz, Harold, and Kenneth Lehn, 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6, December, pp 1155-1177.

- , and B. Villalonga, 2001. Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance* 7, Vol. 7, Issue 3, September, pp 209-233.
- Dhaliwal, D., S. Heitzman, and Oliver Z. Li, 2005. Taxes, Leverage, and the Cost of Equity Capital. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=842024, November, pp 1-41.
- Diamond, D.W., and Robert E. Verrechia, 1991, Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital, *Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 4, September, pp 1325-1359.
- Dittmar, Amy, and J. Mahrt-Smith, 2005. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings. *Working Paper*, http://webuser.bus.umich.edu/adittmar/current_paper.pdf, May, pp 1-45.
- Easterbrook, Frank H., 1984. Two Agency-cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, Vol. 74, No. 4., September, pp 650-659.
- Eisenhardt, Kathleen M., 1989. Agency Theory: An Assesment and Review. *Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1, pp 57-74.
- Faccio, Mara, and L.H.P Lang, 2002. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, pp 365-395.
- FASB (Financial Accounting Standard Board), 1978. *Statement of Financial Accounting Concepts No. 1. Objective of Financial Reporting by Business Enterprises*, Norwalk, CT:FASB.
- , 1985. *Statement of Financial Accounting Concepts No. 6. Elements of Financial Statements: a replacement of FASB Concepts Statement No. 3 (incorporating an amendment of FASB Concepts Statement No. 2)*, Norwalk, CT:FASB.
- FCGI (Forum for Corporate Governance in Indonesia), 2000, *Latar Belakang Corporate Governance*, <http://www.fcgi.or.id/en/aboutgc.shtml>.
- Feliana, Yie Ke, 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Perusahaan dan Transaksi dengan pihak-pihak yang Memiliki Hubungan Istimewa terhadap daya Informasi Akuntansi. *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) X, Makassar, 26-27 Juli, h 1-47.

- Filatotchev, I., and T. Mickiewicz, 2001. Ownership Concentration, Private Benefits of Control and Debt Financing. *Working Papers*, Center for the Study of Economic and Social Change in Europe, University College London, <http://www.bbk.ac.uk/manop/research/wpapers/mandocs/0107filatotchev.pdf>, pp 1-21.
- Firth, M. and A. Smith, 1992. The Accuracy of Profits Forecasts in Initial Public Offering Prospectuses. *Accounting and Business Research*, Vol. 22, No. 87, Summer, pp 239-247.
- Fornel, C., W. T. Robinson, and B. Wernerfelt, 1985. Consumption Experience and Sales Promotion Expenditure. *Management Science*, Vol. 31, No. 9, September, pp 1084-1105.
- Foster, George, 1986. *Financial Statement Analysis, Second Edition*, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, A Division of Simon & Schuster, Inc.
- Francis, J., R. LaFand, Per Olson, and K. Schipper, 2004. Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, Vol. 79. No. 4, October, pp 967-1010.
- , D. Nanda, and Per Olsson, 2005. Voluntary Disclosure, Information Quality, and Cost of Capital. *Working Paper*, <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>, July, pp 1-45.
- FrankFurter, G.M., and B.G. Wood, 2006. Dividend Policy Theory and Their Empirical Test. *Working Paper*, www.departments.bugcknell.edu/management/apfa/hamburg20%papers/FrankFurter.pdf, pp 1-44.
- Friedlan, J.M., 1994. Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 1-I, Summer, pp 235-253.
- Garson, G. David, (1998, 2008). *Partial Least Squares Regression (PLS)*, Last update 2/29/08, <http://www2.chass.ncsu.edu/garson/PA765/pls.htm>.
- Ghozali, Imam, 2006. *Structural Equation Modeling: Metode Alternatif dengan Partial Least Square*. Semarang: Badan Penerbit, Universitas Diponegoro.
- Gomes, A., G. Gorton, and L. Madureira, 2005. SEC Regulation Fair Disclosure, Information, and the Cost of Capital. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=529162, September, pp 1-57.

- Gunawan dan Bandi, 2000. Analisis Kandungan Informasi Laporan Arus Kas. *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) III, h 697-718.
- Hail, L., and C. Leuz, 2005. Cost of Capital and Cash Flows Effect of U.S. Cross-Listing. *Working paper*, <http://finance.wharton.upenn.edu/weiss/wpapers/05-2.pdf>, April, pp 1-43.
- Hair, J.F., Rolph E. Anderson, Ronald L. Tatham, and William C. Black, 1998. *Multivariate Data Analysis*, Fifth Edition. New Jersey: Prentice-Hall Int, Inc.
- Halim, J., C. Meiden, dan R. L. Tobing, 2005. Pengaruh Manajemen Laba pada Tingkat Pengungkapan Laporan Keuangan pada Perusahaan Manufaktur yang termasuk dalam Indeks LQ-45. *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VIII, Solo, 15-16 September, h 117-135.
- Hamada, Robert S., 1972. The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk on Common Stocks. *The Journal of Finance*, Vol. XXVII, May, pp 435-462.
- Handa, P., and S.C. Linn, 1993. Arbitrage Pricing with-Estimation Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, No. 1, March, pp 81-100.
- Haque, Faizul, 2006. Corporate Governance, Cost of Equity Capital and Capital Market Development: A Cross-Sectional Study on Bangladesh. *Working Paper*, [http://www.sed.manchester.ac.uk/news/CorporateGovConf/CorpGov Cost.pdf](http://www.sed.manchester.ac.uk/news/CorporateGovConf/CorpGov%20Cost.pdf), November, pp 1-21.
- Hartono, J., 2004. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. Edisi 2004/2005, Cetakan 1, Yogyakarta: BPFE.
- Healy, P.M., 1985. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, April, pp 85-107.
- , and K.G. Palepu, 1993. The Effect of Firm's Financial Disclosure Strategies on Stock Prices. *Accounting Horizons*, Vol. 7, No. 1, March, pp 1-11.
- , 2001. A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting & Economics* 31, pp 405-440.
- Hendriksen, E.S., and V. Breda, 1992. *Accounting Theory*, Fifth Edition, New York: Printice Hall.

- Herawati, Erna, 2007. Pengaruh Elemen-elemen Mekanisme *Good Corporate Governance* terhadap *Earnings Management* dan Kinerja Perusahaan. *Disertasi*, Program Pascasarjana Universitas Airlangga, Surabaya, pp 1-216.
- Herry dan Hamin, 2005. Tingkat Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan: Bukti Empiris pada Perusahaan Publik di Indonesia, Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia (ISEI) Cabang Surabaya. *Simposium Riset Ekonomi II*, Surabaya, 23-24 Nopember, h 1-16.
- Holthausen, R.W., D.F. Larcker, and R.G. Sloan, 1995. Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings, *Journal of Accounting and Economics* 19, February, pp 29-74.
- Hsu, Grace C.M., and Ping-Sheng Koh, 2005. Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia. *Corporate Governance: An International Review*, Volume 13, Issue 6, November, pp 809-823.
- Huang, Henry, 2004. Shareholder Rights and the Cost of Equity Capital. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=594505, pp 1-32.
- Hukumonline, 2007. Menteri Keuangan Membekukan Akuntan Publik Justinus Aditya Sidharta-Kasus Great River. 10/1, <http://hukumonline.com/detail.asp?id=16017&cl=Berita>.
- Hunton, J., R. Libby, and C. Mazza, 2004. Financial Reporting Transparency and Earnings Management. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=501547, October, pp 1-35.
- Husnan, Suad, 1996. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Kedua, Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Ikatan Akuntan Indonesia (IAI), 2004. *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 38 tentang Akuntansi Restrukturisasi Entitas Sepengendali*. Jakarta: Salemba Empat.
- Imhoff Jr, E.A., 1992. The Relation Between Perceived Accounting Quality and Economic Characteristics of the Firm. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 11, Issue 2, Summer, pp 97-118.
- Indriantoro, N., dan B. Supomo, 2000. *Metodologi Penelitian*. Yogyakarta: BPFE.

- Jaggi, B., and F.A. Gul, 1999. An Analysis of Joint Effects of Investment Opportunity Set, Free Cash Flows and Size on Corporate Debt Policy. *Review of Quantitative and Accounting* 12, pp 371-381.
- Jennings, William W., 2002. Further Evidence on Institutional Ownership and Corporate Value. *Working Paper*, U.S. Air Force Academy, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=555886, pp 1-27.
- Jensen, M. C., and W.H. Meckling, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, October, pp 305-360.
- , 1986. Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeover. *American Economics Review*, Vol. 76, No. 2, May, pp 323-339.
- Jiambalvo, J, 1996. Discussion of Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, No. 1, Spring, pp 37-47.
- Jones, Jennifer J., 1991. Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2, Autumn, pp 193-228.
- Jones, Steward, and Rohit Sharma, 2001. The Impact of Free Cash Flows, Financial Leverage and Accounting Regulation on Earnings Management in Australia 'Old' and 'New' Economics. *Managerial Finance*, Vol. 27 (12), pp 18-39.
- Khan, R., R. Dharwadkar, and P. Brandes, 2005. Institutional Ownership and CEO Compensation: A Longitudinal Examination. *Journal of Business Research*, Volume 58, Issue 8, August, pp 1078-1088.
- Khomsiyah, 2003. Hubungan Corporate Governance dan Pengungkapan Informasi: Pengujian secara Simultan. *Kumpulan Makalah, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VI, Surabaya, 16-17 Oktober*, h 200-213.
- Kim, O., and R. E. Verrechia, 1994. Market Liquidity and Volume Around Earnings Announcements. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, Issue 1/2, January, pp 41-67.
- Kinsman, Michael D, and Joseph A. Newman, 1998. Debt Associated with Lower Firm Performance: Finding calls for review of rise in debt use. *Graziadio Business Report*, Fall, pp 0-4.

- Komalasari, Puput Tri, dan Zaki Baridwan, 2001. Asimetri Informasi dan Cost of Capital. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 4., No. 1, Januari, h 64-81.
- Kothari, S.P., and J. L. Zimmerman, 1995. Price and Return Models. *Journal of Accounting and Economics* 20, pp 155-192.
- Kurniawan, Dudi M., and Nur Indriantoro, 2000. The Role of Disclosure in Strengthening Corporate Governance and Accountability. *Working Paper, The Second Asian Roundtable on Corporate Governance*, Hongkong, 31 May – 2 June 2000, pp 1-35.
- Lambert, R., C. Leuz, and R.E. Verrechia, 2005. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=823504, September, pp 1-37.
- La Porta, Rafael, F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, 1999. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, pp 471-517.
- , and R. W. Vishny, 2000. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance*, Vol. LV, No. 1, pp 1-33.
- Lee, C.M.C., 1999. Accounting-based Valuation: Impact on Business Practices and Research. *Accounting Horizons* 13, pp 413-425.
- Leland, Hayne, and David, Pyle, 1977. Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, pp 371-387.
- Leuz C., D. Nanda, and P.D. Wysocki, 2003. Earnings Management and Investor Protection: an International Comparison. *Journal of Financial Economics* 69, pp 505-527.
- Liu, L.Y., and E.Y. Peng, 2006. Institutional Ownership Composition and Accruals Quality. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929582, September, pp 1-39.
- Malhotra, N.K., 1999. *Marketing Research*. New Jersey: Prentice-Hall International.
- Mandelker, Gershon N., and S. Ghon Rhee, 1984. The Impact of the Degree of Operating and Financial leverage on the Systematic Risk on Common Stock. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, No. 1, March, pp 45-57.

- Mardiyah, A.A., 2002. Pengaruh Informasi Asimetri dan Disclosure terhadap Cost of Equity Capital. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 2, Mei, h 229-256.
- , 2005. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, *Earnings Management* dan *Free Cash Flows* terhadap Utang dan Kinerja. *Konferensi Nasional Akuntansi*, Di Universitas Trisakti, Jakarta, 24 September, h 1-5.
- McNichols, M., and G.P. Wilson, 1988. Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts. *Journal of Accounting Research*, Vol. 26 Supplement, pp 1-31.
- Mian, S.L., and C.W. Smith, Jr., 1990. Incentives for Unconsolidated Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, Issue 1-3, January, pp 141-171.
- Midiastuty, P.P. dan M. Machfoedz, 2003. Analisis hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba. *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VI, Surabaya, 16-17 Oktober, h 176-186.
- Miller, M., and K. Rock, 1985. Dividend Policy Under Asymmetric Information. *Journal of Finance* 40, pp 1031-1052.
- Mitra, Santanu, 2002. The Impact of Institutional Stock Ownership on a Firm's Earnings Management Practice: an Empirical Investigation. *A Dissertation*, Submitted to the Graduate Faculty of the Louisiana State University and Agricultural and Mechanical College in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy in The Department of Accounting, December, pp 1-154.
- Modigliani, F., and M.H. Miller, 1958. The Cost of Equity, Corporate Finance, and the Theory of Investment. *American Economics Review*, Volume XLVIII, Number Three, June, pp 261-297.
- , 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, June, pp 433-443.
- Moh'd, M.A., Perry L.G., and Rimbey J.N., 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis. *Financial Review*, August, Vol. 33, 85-98.
- Murni, S.A., 2003. Pengaruh luas ungkapan sukarela dan asimetri informasi terhadap cost of equity capital pada perusahaan publik di Indonesia.

- Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VI, Surabaya, 16-17 Oktober, h 316-327.
- Murphy, K.J. and J.L. Zimmerman, 1993. Financial Performance Surrounding CEO Turnover. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, Issue 1-3, January/April/July, pp 273-316.
- Mursalim, 2005. Income Smoothing dan Motivasi Investor: Studi Empiris pada Investor di BEJ. *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VIII, Solo, 15-16 September, h 195-206.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf, 1984. Corporate financing decisions when firms have investment information that investors do not. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Issue 2, June, pp 187-220.
- Penman, Stephen H., 2004. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 2nd Ed., Singapore: McGraw-Hill/Irwin.
- Pizarro, V., S. Mahenthiran, D. Cademamartori, and C. Roberto, 2006. The Influence of Insiders and Institutional Owners on the Value, Transparency, and Earnings Quality of Chilean Listed Firms. *Editorial Manager (tm) for Contemporary Accounting Research Manuscript Draft*, <http://ssrn.com/abstract=982697>, pp 1-33.
- Porter, G, 1992. Accounting Earnings Announcement, Institutional Investors Concentration and Common Stock Returns. *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, No. 1, Spring, pp 146-155.
- Pourciau, S., 1993. Earnings Management and Nonroutine Executive Changes. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, Issue 1-3, January/April/July, pp 317-336.
- Rajgopal, S., M. Venkatachalam, and J. Jiambalvo, 1999. Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings?. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163433, March, pp 1-30.
- Rayburn, J., 1986. The Association of Operating Cash flows and Accruals with Security Return. *Journal of Accounting Research*, Vol. 24 Supplement, pp 112-133.
- Richardson, V.J., 1998. Information Asymmetry and Earnings Management: Some Evidence. *Working Paper*, University of Kansas, US, March, pp 1-38.

- Ross, S., 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1 (Spring), pp 23-40.
- Ross, S., R.W. Westerfield and J. Jaffe, 1999. *Corporate Finance*, 5th Edition, Singapore: McGraw-Hill/Irwin.
- Said, Sudirman, 2002. Enron dan Akuntan Publik. *Majalah Tempo*, Februari, Kolom No. 49/XXX/4-10.
- Saputro, J. Agung dan L. Setiawati, 2003. Kesempatan Bertumbuh dan Manajemen Laba: Uji Hipotesis *Political Cost*. *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VI, Surabaya, 16-17 Oktober, h 427-437.
- Schipper, K., 1989. Earnings Management. *Accounting Horizons*, December, pp 91-102.
- Scott, William R., 2003. *Financial Accounting Theory*. Third Edition, Toronto, Ontario: Pearson Education Canada Inc.
- Sharpe, W., 1964. Capital Asset Pricing: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, Vol. XIX, No. 3, September, pp 425-442.
- Shimpi, P., 2004. Leverage and the Cost of Capital in the Insurative Model. *Working Paper*, <http://www.actuaries.org/AFIR/Colloquia/Boston/Shimpi.pdf>, August, pp 1-30.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny, 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, pp 461-488.
- , 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, Vol. LII, No. 2, June, pp 737-783.
- Siregar, Baldrice, 2007. Pengaruh Pemisahan Hak Aliran Kas Dan Hak Kontrol Terhadap Dividen. *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) X, Makassar, 26-27 Juli, h 1-44.
- Slovin, Myron B., and Merie E. Sushka, 1993. Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence from The Death of Inside Block holders. *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 4, September, pp 1293-1321.
- Smith, Clifford W. Jr., 1996. Investment Banking and the Capital Acquisition Process. *Journal of Financial Economics* 15, pp 3-29.

- Soliha, Euis, dan Taswan, 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, September, h 1-17.
- Subekti, Imam, 2005. Asosiasi antara Praktik Perataan Laba dan Reaksi Pasar Modal di Indonesia. *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VIII, Solo, 15-16 September, h 223-237.
- Sweeney, A.P., 1994. Debt-covenant Violations and Managers' Accounting Responses. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, Issue 3, May, pp 281-308.
- Triyono, 1999, Hubungan Kandungan Informasi Kas dari Aktivitas Pendanaan, Investasi, Operasi dan Laba Akuntansi, *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) II, Malang, 24-25 September, h 1-13.
- Ujiyantho, Muh. Arief, dan B. A. Pramuka, 2007. Mekanisme *Corporate Governance*, Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan: Studi Pada Perusahaan Go Publik Sektor Manufaktur. *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) X, Makassar, 26-27 Juli, h 1-26.
- Utami, W, 2005. Pengaruh Manajemen Laba terhadap Biaya Modal Ekuitas: (Studi pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur). *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VIII, Solo, 15-16 September, h 100-116.
- Vogt, S.C., and J.D. Vu, 2000. Free Cash Flows and Long-run Firms Value: Evidence from The Value Line Investment Survey. *Journal of Managerial Issues*, Vol. 12, Number 2, Summer, 20-32.
- Wasilah, 2005. Hubungan antara Asimetri Informasi dengan Praktek Perataan Penghasilan di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 2 (1), h 1-23.
- Watts, R., and J.L. Zimmerman, 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, Ney Jersey, Prentice-Hall, Inc.
- Welker, M., 1995. Disclosure policy, informations asymmetry and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, Vo. 11, No. 2, Spring, pp 801-828.
- Weston, J. Fred, and Thomas E. Copeland, 1996. *Managerial Finance*, 9th Ed, Los Angeles: The Dryden Press.

- Widyaningdyah, A. U., 2001. Analisis Faktor-Faktor yang berpengaruh terhadap *Earnings Management* pada Perusahaan *Go Public* di Indonesia. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, Nopember Vol. 3, No. 2.
- Wilson, G. P., 1986. The Relative Information Content of Accruals and Cash Flows: Combined Evidence at the Earnings Announcement and Annual Report Release Date. *Journal of Accounting Research*, Vol. 24 Supplement, pp 165-200.
- Wu, Lingling, 2004. The Impact of Ownership Structure on Debt Financing of Japanese Firms With the Agency Cost of Free Cash Flows. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=488042, January 12, pp 1-39.
- Xu, X., and Y. Wang, 1997. Ownership Structure, Corporate Governance: The Cases of Chinese Stock Company, *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=45303.
- Yudianti, F. N., 2006. The Effect of Investment Opportunity Set and Earnings Management to the Relationship between Free Cash Flows and Shareholder Value. *Working Paper*, International Conference on Business and Management Research, Bali 23-24 Agustus, pp 1-14.
- Zeff, S.A., 1978. The Rise of Economic Consequences. *The Journal of Accountancy*, December, pp 56-63.
- Zhang, Y., Donald R. Deis, P. Huang, and J.S. Moffitt, 2004. Earnings Smoothing Choice, Firm Value and Corporate Monitoring. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=591282, September, p 1-40.

BIODATA

BIODATA

Nama : TARJO, S.E., M.Si.
 Tempat dan Tanggal Lahir : Wonogiri, 6 Oktober 1970
 Alamat Rumah : Nginden Kota Gg Bengkok I/33 Surabaya
 Nama Istri : Tri Agustiningsih, S.E.
 Anak : Farrel Arteya Kumara
 Pekerjaan : Dosen Tetap Fakultas Ekonomi
 Universitas Trunojoyo Bangkalan Madura
 Pendidikan terakhir : - Magister Sains Akuntansi Pascasarjana
 Universitas Gadjah Mada Jogjakarta (2003)
 - Sedang menempuh pendidikan Program
 Doktor Program Studi Ilmu Ekonomi-
 Akuntansi Pascasarjana Universitas
 Airlangga Surabaya (2003-sekarang).
 HP. : 08164295551
 Email : tarjo2005@yahoo.com

**PUBLIKASI 4 TAHUN TERAKHIR**

- **JURNAL ILMIAH NASIONAL**

1. **Tarjo**, 2003. Analisis Kinerja Merger dan Akuisisi pada Perusahaan Publik di Indonesia, *Jurnal Indonesia Membangun*, Vol. 2 No. 2, Juli.
2. **Tarjo**, 2005. Analisa *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 8, No. 1, Januari.
3. **Tarjo**, 2005. Telaah Perkembangan Akuntansi dalam Perspektif Filsafat Ilmu, *Sosio-Religia*, Jurnal Ilmu Agama dan Ilmu Sosial, Vol. 4, No. 2, Februari.
4. **Tarjo**, 2005. Pengujian Hubungan Non-Linear antara *Excess Rate of Return on Equity* dan Rasio Keuangan, *Jurnal Informasi Ekonomi, Bisnis dan Akuntansi (INFESTASI)*, Volume 1 Nomor 1, Juni.

5. **Tarjo** dan Tjiptohadi Sawadjuwono, 2005. Kepercayaan Wajib Pajak terhadap Fiskus, Kesadaran Wajib Pajak terhadap Pentingnya Membayar Pajak, Rekayasa Akuntansi, dan Kepatuhan Wajib Pajak, *Jurnal Manajemen, Akuntansi dan Bisnis*, Volume 3 Nomor 2, Agustus. Terakreditasi SK Dirjen DIKTI No. 26/DIKTI/Kep/2005.
6. **Tarjo**, 2006. Analisis Perilaku Wajib Pajak Orang Pribadi terhadap Pelaksanaan *Self Assessment System*. *Jurnal Akuntansi&Auditing Indonesia*, Volume 10 No. 1, Juni.

MAKALAH EKONOMI SYARIAH YANG PERNAH DIPRESENTASIKAN:

1. *Akuntansi Zakat: Konsep dan Implementasi*, disampaikan pada *Pelatihan Amil Zakat: "Membangun Profesionalitas Amil yang Amanah"* se-Jawa Timur, yang diselenggarakan oleh *Center of Islamic Economics and Business Resources Development (CIEBERD)*, di Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga, Surabaya 8 Oktober 2005.

PEMAKALAH SIMPOSIUM NASIONAL SELAMA MENGIKUTI PROGRAM DOKTOR (S3)

1. **Tarjo**, 2003. *Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia*. Makalah ini dipresentasikan pada Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VI di Universitas Airlangga Surabaya tanggal 16-17 Oktober.
2. **Tarjo** dan Indah Ayu Sulistyowati, 2005. Pengaruh *Leverage* dan Kepemilikan Saham terhadap *Earning Management* pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta. Makalah ini dipresentasikan pada Simposium Nasional Mahasiswa dan Alumni Program Magister Sains dan Doktor Ilmu-ilmu Ekonomi Pascasarjana UGM, Yogyakarta 24 September 2005.
3. **Tarjo** dan Indra, 2005. Analisis Perilaku Wajib Pajak Orang Pribadi terhadap Pelaksanaan *Self Assessment System*. Makalah ini dipresentasikan pada Simposium Riset Ekonomi II, Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia Cabang Surabaya, di Universitas Airlangga Surabaya tanggal 23-24 Nopember.
4. Hesy Mustikawita dan **Tarjo**, 2007. Pengaruh *Ethical Attitudes* dan Sumber Penghasilan terhadap Kepatuhan Wajib Pajak Pribadi, Makalah ini dipresentasikan pada Simposium Nasional Perpajakan, Fakultas Ekonomi Universitas Trunojoyo, Bangkalan Madura,
5. Indra Setyawan D.H. dan **Tarjo**, 2007. Pengaruh Etika, Moral, dan Kolusi terhadap Kecenderungan Penghindaran Pajak Penghasilan Badan (Studi Empiris Wajib Pajak Badan di Surabaya), Makalah ini dipresentasikan pada Simposium Nasional Perpajakan, Fakultas Ekonomi Universitas Trunojoyo, Bangkalan Madura,
6. Dian Agustinah dan **Tarjo**, 2007. Analisis Gender, Umur, Pendidikan, dan Pendapatan terhadap *Tax Evasion* (Studi Empiris Pada Wajib Pajak Prang Pribadi di Kabupaten Bangkalan), Makalah ini dipresentasikan

pada Simposium Nasional Perpajakan, Fakultas Ekonomi Universitas Trunojoyo, Bangkalan Madura,

7. **Tarjo**, 2008. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan *Leverage* terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta *Cost of Equity Capital*, Makalah ini dipresentasikan pada Simposium Nasional Akuntansi XI, Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Tanjungpura – Ikatan Akuntan Indonesia Kompartemen Akuntan Pendidik (IAI-KAPd), Pontianak, 23-24 Juli.

PEMATERI BIMBINGAN TEKNIS KEUANGAN DAERAH

1. Dasar-Dasar Akuntansi Keuangan Daerah, disampaikan pada Bimbingan Teknis Penatausahaan Keuangan Daerah Berdasarkan Permendagri No. 13 Tahun 2006 tentang Pedoman Pengelolaan Keuangan Daerah, Kabupaten Nganjuk, Tanggal 13-15 Maret Tahun 2007
2. Akuntansi Aset, disampaikan pada Bimbingan Teknis Penatausahaan Keuangan Daerah Berdasarkan Permendagri No. 13 Tahun 2006 tentang Pedoman Pengelolaan Keuangan Daerah, Kabupaten Sampang

LAMPIRAN

LAMPIRAN 1 PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/ Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep/ Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
1	Chen, Kevin C.W., Zhihong, Chen., and K.C. John Wei, 2004, Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital in Emerging Markets. http://www.bm.ust.hk/~acct/acsymp2004/Papers/Chen_n.pdf , October, pp 1-46.	1. Menguji pengaruh tingkat pengungkapan terhadap <i>cost of equity capital</i> . 2. Menguji pengaruh <i>corporate governance</i> terhadap <i>cost of equity capital</i> .	1. Tingkat pengungkapan perusahaan berhubungan negatif dengan <i>cost of equity capital</i> pada pasar modal yang sedang berkembang. 2. Hubungan antara tingkat pengungkapan dan <i>cost of equity capital</i> lebih besar pada pasar modal sedang berkembang yang memberikan proteksi investor yang lebih baik. 3. Tingkat <i>corporate governance</i> berhubungan negatif dengan <i>cost of equity capital</i> pada pasar modal yang sedang berkembang. 4. Hubungan antara <i>corporate governance</i> dan <i>cost of equity capital</i> lebih modal sedang berkembang yang memberikan proteksi lemah kepada investor.	Variabel: 1. Disclosure 2. Corporate Governance 3. Cost of Equity Capital Teknik Analisis: Analisis korelasi dan regresi	1. Pengungkapan dapat menurunkan <i>cost of equity capital</i> dan secara statistik signifikan pada pasar modal yang sedang berkembang. 2. Hubungan antara tingkat pengungkapan dan <i>cost of equity capital</i> lebih kuat pada pasar modal sedang berkembang yang memberikan proteksi investor yang lebih baik. 3. <i>Corporate governance</i> mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap <i>cost of equity capital</i> . 4. Hubungan antara <i>corporate governance</i> dan <i>cost of equity capital</i> lebih kuat pada pasar modal sedang berkembang yang memberikan proteksi lemah kepada investor.

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/ Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
2.	Ashbaugh, H., D.W. Collins, and R. LaFond, 2004, Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=639681 , December, pp 1-52.	Menginvestigasi peran atribut <i>governance</i> yang diharapkan mengurangi masalah kos keagenan yang mempengaruhi <i>cost</i> <i>of equity capital</i> .		Variabel: 1. Kualitas informasi laporan keuangan 2. Struktur Kepemilikan 3. Abnormal akrual 4. Komite Audit 5. Dewan Direktur 6. Cost of Equity Capital Teknik Analisis: Analisis regresi	1. Kualitas informasi laporan keuangan berhubungan negatif dengan <i>cost of equity</i> <i>capital</i> perusahaan. 2. Atribut <i>corporate</i> <i>governance</i> yang meliputi struktur kepemilikan, <i>stakeholder</i> , dan struktur dewan direktur berpengaruh terhadap <i>cost of equity capital</i> melalui beta.
3.	Pizarro, V., S. Mahenthiran, D. Cadamartori, C. Roberto, 2006, The Influence of Insiders and Institutional	- Menguji pengaruh kepemilikan <i>insider</i> dan institusional terhadap tingkat transparansi dan kualitas laba. - Menguji pengaruh kepemilikan <i>insider</i>	- Konsep <i>Corporate</i> <i>Governance</i> - Konsep Kepemilikan Institusional	Variabel: 1. Kepemilikan <i>insider</i> 2. Kepemilikan institusional 3. Indeks transparansi 4. Kualitas laba (<i>Discretionary</i> <i>accruals</i>) 5. Ukuran perusahaan	Kepemilikan <i>insider</i> dan institusional berpengaruh secara negatif terhadap tingkat transparansi dan kualitas laba. Kepemilikan <i>insider</i> dan institusional berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan.

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
	<p>Owners on the Value, Transparency, and Earnings Quality of Chilean Listed Firms, <i>Editorial Manager (tm) for Contemporary Accounting Research Manuscript Draft</i>, http://ssrn.com/abstract=982697, pp 1-33.</p>	<p>dan institusional terhadap nilai perusahaan.</p>		<p>Teknik Analisis: Analisis Regresi</p>	
4.	<p>Bushee, Brian, J., 1998a, Institutional Investor, Long- Term Investment, and Earnings Management, <i>Working Paper</i>, January, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm? Abstract_id=52686, January, pp 1-42.</p>	<p>- Menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap manajemen laba untuk melihat kinerja investasi dalam jangka panjang.</p>		<p>Variabel: 1. Kepemilikan institusional 2. Manajemen laba</p> <p>Teknik Analisis: Analisis Regresi</p>	<p>Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap manajemen laba.</p>

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/Judul I Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
5.	Bushee, Brian, J., 1998b, The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior, <i>Accounting Review</i> , Vol. 73, No. 3, July, pp 305-333.	- Menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap manajemen laba untuk melihat kinerja investasi dalam jangka panjang.		Variabel: 1. Kepemilikan institusional 2. Manajemen laba Teknik Analisis: Analisis Regresi	Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap manajemen laba.
6.	Rajopai, S., Venkatachalam, M., and Jiambalvo, J., 1999, Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings?, <i>Working Paper</i> , http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163433 , March, pp 1-30.	Menguji apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap manajemen laba		1. Variabel: 2. Kepemilikan institusional 3. Manajemen laba Teknik Analisis: Analisis Regresi	Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap manajemen laba.

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
7.	Liu, L. Y., and Peng, E. Y., 2006, Institutional Ownership Composition and Accruals Quality, <i>Working Paper</i> , http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929582 , September, pp 1-39.	Menguji apakah kualitas akrual yang merupakan proksi manajemen laba dipengaruhi oleh kepemilikan institusional		Variabel: 1. Kepemilikan institusional 2. Kualitas akrual Teknik Analisis: Analisis Regresi	Kepemilikan institusional temporer (kepemilikan institusional yang bersifat sementara) berhubungan negatif dengan kualitas akrual. Ini artinya investor institusional temporer berhasil membatasi insentif bagi manajer untuk memperburuk kualitas akrual.
8.	Haque, Faizul, 2006, Corporate Governance, Cost of Equity Capital and Capital Market Development: A Cross-Sectional Study on Bangladesh, http://www.secd.manchester.ac.uk/news/CorporateGovConf/CorpGovCost.pdf , November, pp 1-21.	Menguji tingkat <i>corporate governance</i> terhadap <i>cost of equity capital</i> pada pasar modal yang sedang berkembang di Bangladesh.	Teori agensi menyatakan bahwa <i>good corporate governance</i> dapat menurunkan kos keagenan dan meningkatkan kepercayaan investor.	Variabel: 1. <i>Corporate Governance Index</i> 2. <i>Dividend Yield</i>	Mendukung teori agensi, hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat hubungan terbalik dan secara statistik signifikan antara kualitas <i>corporate governance</i> dan <i>cost of equity capital</i> yang diukur dengan <i>Dividend Yield</i> .

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
9.	Yudianti, Fr. Nimik, 2006, The Effect of Investment Opportunity Set and Earnings Management to the Relationship between Free Cash Flow and Shareholder Value, Working Paper, in International Conference on Business and Management Research, Bali 23-24 Agustus, Working Paper, pp 1-14.	Menguji apakah aliran kas bebas memiliki kandungan informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi nilai pemegang saham. Kalau memang dapat digunakan untuk memprediksi, apakah terdapat faktor kontekstual yang mempengaruhi hubungan antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham.		Variabel: 1. Aliran kas bebas 2. Manajemen laba 3. Nilai pemegang saham Teknik analisis: Analisis Regresi	1. Aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai pemegang saham. 2. Hubungan antara aliran kas bebas dengan nilai pemegang saham menjadi melemah terutama ketika terjadi manajemen laba yang tinggi.

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/ Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
10.	Hail, L. and C., Leuz, 2005, Cost of Capital and Cash Flow Effect of U.S. Cross-Listing, http://finance.warton.upenn.edu/w/weiss/wpapers/05-2.pdf , April, pp 1-43.	Menguji <i>cost of capital</i> dan dampak aliran kas pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di pasar modal Amerika secara <i>cross sectional</i> .	Penelitian sebelumnya membuktikan bahwa secara <i>cross sectional</i> mempunyai pengaruh yang substansial terhadap nilai pasar perusahaan.	Variabel: 1. Cost of Capital 2. Aliran Kas Teknik analisis: Analisis Regresi	<i>Cost of capital</i> berimplikasi terhadap nilai pasar saham yang dikontrol menggunakan pengaruh aliran kas (misalnya perubahan kesempatan pertumbuhan). Pada semua perusahaan yang dibagi ke dalam tiga kelompok membuktikan bahwa berdasarkan data <i>cross sectional</i> aliran kas meningkatkan perusahaan untuk mengeksploitasi kemampuannya dan menghasilkan kesempatan pertumbuhan yang baik.
11.	Dittmar, Amy and J. M. Smith, 2005, Corporate Governance and the Value of Cash Holdings, http://webuser.bus.umich.edu/adittmar/currentpaper.pdf , May, pp 1-45.	Menguji dampak <i>corporate governance</i> terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan difokuskan pada kas, karena peneliti berargumen bahwa kas yang ada di perusahaan tidak diperlukan untuk investasi.		Variabel: 1. <i>corporate governance</i> 2. nilai perusahaan Teknik Analisis: Analisis regresi	<i>Corporate governance</i> secara substansial berdampak terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan kas. Perusahaan-perusahaan yang lemah dalam menerapkan <i>corporate governance</i> lebih cepat menghamburkan kelebihan kas daripada perusahaan yang menerapkan <i>good governance</i> .

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
12.	BLACK, B. S., LOVE I., RACHINSKY, A., 2005, Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia, Working Paper, http://ssrn.com/abstract=866988 , November, pp 1-38.	Menguji <i>corporate governance</i> terhadap harga saham.		Variabel: 1. <i>Corporate governance</i> 2. Harga saham Teknik Analisis: Analisis Regresi	Secara statistik terdapat hubungan yang kuat antara <i>corporate governance</i> dan nilai pasar saham.
13.	Shimpi, P., 2004, Leverage and the Cost of Capital in the Insurative Model, <i>Working Paper</i> , August, http://www.actuarie.org/Boston/Shimpi.pdf , August, pp 1-30.	Menguji <i>leverage</i> keuangan terhadap <i>cost of equity capital</i> .			<i>Leverage</i> keuangan merupakan sebuah faktor yang menentukan struktur modal perusahaan yang sekaligus mempengaruhi <i>cost of capital</i> .

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
14.	Dhaliwal, D., Heitzman, S., and Li, Oliver Z., 2005, Taxes, Leverage, and the Cost of Equity Capital, http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=842024 , pp 1-41.	Menguji hubungan antara <i>leverage</i> , pajak investor dan pajak perusahaan terhadap <i>cost of equity capital</i> .	Proposisi Modigliani and Miller (1958, 1963) yang menyatakan bahwa <i>leverage</i> meningkatkan risiko keuangan perusahaan.	Variabel: 1. Long term debt 2. Tax benefit of debt 3. Cost of equity capital Teknik Analisis: Analisis Regresi	<i>Leverage</i> berhubungan positif dengan <i>cost of equity capital</i> yang merupakan proksi risiko ekuitas.
15.	Clement, M., Frankel, R., and Miller, J., Working Paper, 2000, The Effect of Conforming Management Earnings Forecasts on Cost of Capital, http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=232550 , March, pp 1-29.	Penelitian menguji respon pasar terhadap pengungkapan sukarela yang diproksikan dengan peramalan laba manajemen terhadap <i>cost of capital</i> .	Healy dan Palepu (1993:8) menyatakan bahwa pengungkapan sukarela merupakan sebuah respon manajemen untuk mengevaluasi permasalahan pasar saham di publik, sehingga riset diperlukan untuk mengetahui bagaimana pengaruh pengungkapan terhadap <i>cost of capital</i> perusahaan.	Variabel: 1. Earning Forecast Frequency 2. Market Value of Equity 3. Marke-to-Book Ratio 4. Price/Earnings Ratio Teknik Analisis: 1. Probit Analysis 2. Wilcoxon rank sum test 3. t-test	Pengungkapan sukarela yang diproksikan dengan peramalan laba manajemen dapat menurunkan <i>cost of capital</i> .

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/ Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
16.	Francis, J., Nanda, D., and Olsson, P., 2005, Voluntary Disclosure, Information Quality, and Cost of Capital, http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm , July, pp 1-45.	Penelitian ini menguji hubungan antara <i>Voluntary Disclosure</i> , <i>Information Quality</i> , and <i>Cost of Capital</i> .	<ol style="list-style-type: none"> 1. (Complementary) perusahaan yang memiliki kualitas akrual baik (buruk) mempunyai pengungkapan yang lebih banyak (sedikit). 2. (Substitutive) perusahaan yang memiliki kualitas akrual buruk (baik) mempunyai pengungkapan yang lebih banyak (sedikit). 	Variabel: <ol style="list-style-type: none"> 1. Voluntary Disclosure 2. Information Quality 3. Cost of Capital Teknik Analisis: Analisis Regresi	<ol style="list-style-type: none"> 1. Perusahaan-perusahaan yang memiliki kualitas akrual yang baik mempunyai pengungkapan sukarela yang lebih luas dalam laporan tahunannya dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang kualitas akrualnya jelek. 2. Pengungkapan sukarela berhubungan dengan <i>cost of equity</i> yang semakin rendah. 3. Pengungkapan sukarela pada hakekatnya lemah, dan pengaruh <i>incremental</i> terhadap <i>cost of equity</i> untuk mengontrol kualitas akrual.

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/ Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
17.	Francis, J., LaFand, R., Olson, P.M., and Schipper, K., 2004, Costs of Equity and Earnings Attributes, The Accounting Review, Vol. 79, No. 4, October, pp 967-1010.	Menguji hubungan antara <i>cost of equity</i> <i>capital</i> dan tujuh atribut <i>earnings</i> yang meliputi kualitas akrual, <i>persistence</i> , prediktibilitas, perataan, relevansi nilai, ketepatan waktu, dan konservatisme.	Model teoretis yang memprediksik an sebuah hubungan positif antara kualitas informasi dan <i>cost of equity</i> .	Variabel: 1. <i>Cost of equity capital</i> . 2. Atribut <i>earnings</i> yang terdiri atas: Kualitas akrual, <i>Persistence</i> , prediktibilitas, relevansi, ketepatan waktu, dan konservatisme. Teknik Analisis: Analisis regresi	Kualitas akrual memiliki pengaruh paling besar terhadap <i>cost of equity capital</i> dibanding variabel lain yang digunakan.
18.	Gomes, A., Gorton, G., and Madureira, L., 2005, SEC Regulation Fair Disclosure, Information,	Menginvestigasi pengaruh adopsi regulasi pengungkapan wajar oleh Badan Pengawas Pasar Modal Amerika (SEC) yang dikeluarkan pada Oktober 2000.		Variabel: 1. Pengungkapan wajar 2. Kompleksitas informasi 3. <i>Cost of Capital</i>	1. Adopsi regulasi pengungkapan wajar disebabkan sebuah re- alokasi signifikan mengenai sumber-sumber yang menghasilkan informasi, kurangnya kesejahteraan pada perusahaan-perusahaan kecil yang menghadapi <i>cost of capital</i> yang

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
	and the Cost of Capital. http://finance.wharton.upenn.edu/weiss/papers/05-2.pdf , September, pp 1-43.			Teknik Analisis: Analisis Regresi	semakin tinggi. 2. Kerugian pengungkapan selektif bagi aliran informasi tidak dapat dikompensasi melalui transmisi informasi yang lain. 3. Tidak ada hubungan signifikan antara respon yang berbeda dengan risiko tuntutan pengadilan dan <i>agency costs</i> .
19.	Huang, Henry, 2004, Shareholder Rights and the Cost of Equity Capital, <i>Working Paper</i> , http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=594505 , pp 1-32.	Menguji pengaruh hak-hak pemegang saham terhadap <i>cost of equity capital</i> pada perusahaan-perusahaan di pasar modal Amerika Serikat.		Variabel: 1. Hak pemegang saham 2. <i>Cost of Equity Capital</i> Teknik Analisis: Analisis Regresi	Hak pemegang saham yang lemah sesungguhnya menjadi faktor yang merugikan perusahaan yang selanjutnya berdampak pada meningkatnya <i>cost of equity capital</i> .

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/Penulisan Buku/Artikel	Konsep Teori/Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
20.	Cheng, C., D. Collins and H. Huang, 2006, Shareholder Rights, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital, Review of Quantitative Finance and Accounting, Volume 27, Number 2, September, pp 175-204 (30).	Menguji pengaruh hak pemegang saham dan pengungkapan pelaporan keuangan terhadap <i>cost of equity capital</i> .		Variabel: 1. Hak pemegang saham 2. Pengungkapan pelaporan keuangan 3. <i>Cost of Equity Capital</i> Teknik Analisis: Analisis Regresi	- Kekuasaan hak pemegang saham berpengaruh negatif terhadap <i>cost of equity capital</i> . Artinya semakin kuat hak yang diberikan kepada para pemegang saham semakin rendah <i>cost of equity capital</i> . - Pengungkapan pelaporan keuangan berpengaruh negatif terhadap <i>cost of equity capital</i> . Artinya semakin tinggi tingkat transparansi pelaporan keuangan semakin rendah <i>cost of equity capital</i> .
21.	Richardson, V.J., 1998. Information Asymmetry and Earnings Management: Some Evidence. <i>Working Paper</i> , University of Kansas, US, March, pp 1-38.	Penelitian ini melakukan investigasi empiris hubungan antara asimetri informasi dan manajemen laba sebagaimana diprediksi oleh Dye (1988) dan Trueman dan Titman (1988).	Ketika asimetri informasi tinggi, pihak-pihak yang berkepentingan (<i>stakeholders</i>) tidak mempunyai sumberdaya yang cukup atau akses terhadap informasi yang relevan untuk	Variabel: 1. Accounting accruals bid-ask spread 2. Deviasi standar ramalan analisis 3. Deviasi standar aliran kas operasi selama	Terdapat hubungan sistematis antara asimetri informasi yang diukur dengan <i>bid-ask spreads</i> dan tingkat manajemen laba selama <i>seasoned equity offerings</i> .

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
21.			memonitor tindakan manajer, sehingga tindakan manajer, sehingga memberi peluang terhadap praktik manajemen laba (Schipper, (1989) dan Warfield et al., (1995)).	periode pengujian dibagi rata-rata aliran kas operasi selama periode pengujian 4. Long-term debt dibagi <i>book value of equity</i> Teknik Analisis: Analisis regresi	
22.	Lambert, R., Leuz, C., and Verrechia, R.E., 2005, Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital, http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=823504 , September, pp 1-37.	Menguji apakah informasi akuntansi memengaruhi <i>cost of capital</i> .	Arthur Levvit (1998) menyatakan bahwa standar akuntansi yang berkualitas tinggi menurunkan <i>cost of capital</i> .	Variabel: 1. Aliran Kas 2. Pengungkapan Wajib 3. CAPM Teknik Analisis: 1. Model Matematika 2. Covariance Matrix	Aliran kas dan kualitas informasi akuntansi dapat mempengaruhi <i>cost of capital</i> , baik hubungan langsung maupun tidak langsung. Pengaruh langsung terjadi sebab semakin tinggi kualitas pengungkapan akan menurunkan kovarian aliran kas yang ditentukan perusahaan dengan aliran kas yang ditentukan perusahaan-perusahaan lain. Pengaruh tidak langsung terjadi sebab semakin tinggi kualitas pengungkapan mempengaruhi keputusan nyata perusahaan, yang kemungkinan mengubah aliran kas masa depan yang diharapkan

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
23.	Botosan, C.A., and Plumlee, M.A., 2000, Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysis' Ranking of Corporate Disclosure and Alternative Methods of Estimating Expected Cost of Equity Capital, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=224385 , April, pp 1-51.	Penelitian ini menguji hubungan antara <i>expected cost of equity capital</i> dan tiga jenis pengungkapan (laporan tahunan, kuartalan dan laporan publikasian lain, dan relasi investor).	Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya oleh peneliti yang sama adalah penggunaan pendekatan model penelitian. Selain menggunakan pendekatan model Botosan (1997), juga menggunakan model Gordon dan Gordon (1997), Gebhardt, Lee dan Swaminathan (1999).	Variabel: 1. Cost of Equity Capital 2. Market Beta 3. Market Value 4. Total Disclosure Teknik Analisis: Analisis Regresi	terhadap kovarian aliran kas dengan semua aliran kas di pasar. - Peningkatan kualitas informasi menurunkan <i>cost of capital</i> . 1. <i>Cost of equity capital</i> menurun pada tingkat pengungkapan laporan tahunan. 2. Terdapat hubungan positif antara <i>cost of equity capital</i> dan tingkat pengungkapan kuartalan. 3. Tidak terdapat hubungan antara <i>cost of equity capital</i> dan aktifitas relasi investor.

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/ Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
24.	Hunton, J., Libby, R., and Mazza, C., 2004, Financial Reporting Transparency and Earnings Management. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=501547 , October, pp1-35.	Penelitian ini menyelidiki apakah transparansi yang lebih besar menurunkan usaha manajemen laba.	Hirst and Hopkins (1998) menunjukkan bahwa transparansi yang lebih besar dalam format pelaporan memudahkan dalam mendeteksi manajemen laba. Tetapi disisi lain manajer percaya bahwa pengguna memiliki keterbatasan dalam mendeteksi adanya manajemen laba.	Variabel: 1. Reporting Format (RF) 2. Consensus Forecast (CF) 3. RF * CF Teknik Analisis: ANOVA Penelitian ini menggunakan eksperimen yang diikuti 62 partisipan.	Pelaporan keuangan yang lebih transparan akan menurunkan usaha manajemen laba atau mengubah fokus manajemen laba.
25.	Botosan, 1997, Disclosure Level and the Cost of Capital Accounting Review 72, July, pp 323-349.	Menganalisis hubungan antara tingkat pengungkapan dengan cost of capital saham karena sampai saat ini, hubungan antara tingkat disclosure dengan cost of capital belum terungkap	Peningkatan tingkat pengungkapan dapat mengurangi <i>cost of capital</i> (Demsetz, 1968), (Copeland and Galai, 1983), (Glosten and Milgrom, 1985); tapi ada juga yang berpendapat sebaliknya sebagaimana temuan Berton (1994) yang	Variabel: 1. Indeks pengungkapan 2. Beta 3. Nilai pasar ekuitas	Pengungkapan akuntansi dapat mengurangi <i>cost of capital</i> .

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
		dengan baik, atau meskipun ada, hasilnya belum bisa disimpulkan.	<p>melaporkan bahwa meningkatnya pengungkapan, meningkatkan volatilitas yang akibatnya akan meningkatkan risiko, yang ini berarti meningkatkan <i>cost of capital</i>. Hipotesis:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Terdapat hubungan negatif antara <i>cost of equity capital</i> dan tingkat pengungkapan. 2. Hubungan antara <i>cost of equity capital</i> dan tingkat pengungkapan kurang signifikan untuk perusahaan-perusahaan yang menarik bagi para analis. 	Teknik Analisis: Analisis korelasi dan regresi	

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
26.	Tarjo (2008), Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional, Aliran Kas Bebas dan <i>Leverage</i> terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta <i>Cost of Equity Capital</i> .	Menguji pengaruh konsentrasi kepemilikan institusional, aliran kas bebas dan <i>leverage</i> terhadap manajemen laba, nilai pemegang saham serta <i>cost of equity capital</i> .	<p>Grand Teori: 1. Teori keagenan Hipotesis: 1. Konsentrasi Kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan terhadap <i>Leverage</i>.</p> <p>2. Konsentrasi Kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan terhadap Manajemen Laba.</p> <p>3. Konsentrasi Kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan terhadap Nilai Pemegang Saham.</p> <p>4. Konsentrasi Kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan terhadap <i>Cost of Equity Capital</i>.</p>	<p>Variabel Eksogen (Independen): 1. Konsentrasi kepemilikan institusional 2. Aliran kas bebas</p> <p>Variabel Endogen (Intervening): 1. <i>Leverage</i> 2. Manajemen laba 3. Nilai pemegang saham</p> <p>Variabel Endogen (Dependen): 1. <i>Cost of equity capital</i></p> <p>Teknik Analisis: <i>Path Analysis-PLS</i></p>	<p>1. Konsentrasi Kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta <i>Cost of Equity Capital</i>.</p> <p>2. Konsentrasi Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>Leverage</i></p> <p>3. Aliran Kas Bebas berpengaruh signifikan terhadap Nilai Pemegang Saham</p>

Lanjutan PETA TEORI

No.	Penulis/Topik/Judul Buku/Artikel	Tujuan Penelitian/ Penulisan Buku/ Artikel	Konsep Teori/ Hipotesis	Variabel Penelitian dan Teknik Analisis	Hasil Penelitian/ Isi Buku
			<p>5. Aliran Kas Bebas berpengaruh signifikan terhadap Nilai Pemegang Saham.</p> <p>6. <i>Leverage</i> berpengaruh signifikan terhadap Manajemen Laba.</p> <p>7. <i>Leverage</i> berpengaruh signifikan terhadap Nilai Pemegang Saham.</p> <p>8. Manajemen Laba berpengaruh signifikan terhadap Nilai Pemegang Saham.</p> <p>9. Manajemen Laba berpengaruh signifikan terhadap <i>Cost of Equity Capital</i>.</p> <p>10. Nilai Pemegang Saham berpengaruh signifikan terhadap <i>Cost of Equity Capital</i>.</p>		<p>Saham.</p> <p>4. <i>Leverage</i> berpengaruh signifikan terhadap Manajemen Laba dan Nilai Pemegang Saham</p> <p>5. Manajemen Laba berpengaruh signifikan terhadap Nilai Pemegang Saham dan <i>Cost of Equity Capital</i>.</p> <p>6. Nilai Pemegang Saham berpengaruh signifikan terhadap <i>Cost of Equity Capital</i>.</p>

Lampiran 2 : DAFTAR NAMA PERUSAHAAN

NOMOR	KODE	NAMA PERUSAHAAN
1	ADES	ADES WATERS INDONESIA TBK
2	AISA	TIGA PILAR SEJAHTERA FOOD TBK
3	AKPI	ARGHA KARYA PRIMA INDUSTRY
4	ALMI	ALUMINDO LIGHT METAL INDTRY. TBK.
5	AMFG	ASAHIMAS FLAT GLASS TBK
6	APLI	ASIAPLAST INDUSTRIES TBK
7	AQUA	AQUA GOLDEN M. TBK
8	ARGO	ARGO PANTES TBK
9	ARNA	ARWANA CITRAMULIA TBK
10	ASII	ASTRA INTERNATIONAL TBK
11	AUTO	ASTRA OTOPARTS TBK
12	BATA	SEPATU BATA TBK
13	BATI	BAT INDONESIA TBK
14	BIMA	PRIMARINDO ASIA INFRASTRUCTURE TBK
15	BRAM	BRANTA MULIA TBK
16	BRPT	BARITO PACIFIC TIMBER TBK
17	BUDI	BUDI ACID JAYA TBK
18	CEKA	CAHAYA KALBAR TBK.
19	CLPI	COLORPAK INDONESIA TBK
20	DAVO	DAVOMAS ABADI TBK
21	DLTA	DELTA DJAKARTA TBK
22	DSUC	DAYA SAKTI UNGGUL CORP. TBK
23	DUTI	DUTA PERTIWI TBK
24	DVLA	DARYA VARIA LAB. TBK.
25	DYNA	DYNAPLAST TBK
26	EKAD	EKADHARMA INTERNATIONAL TBK
27	ERTX	ERATEX DJAJA TBK
28	FAST	FAST FOOD INDONESIA TBK
29	FASW	FAJAR SURYA WISESA TBK
30	FORU	FORTUNE INDONESIA TBK
31	FPNI	FATRAPOLINDO NUSA INDUSTRI TBK
32	GDYR	GOODYEAR INDONESIA TBK
33	GGRM	GUDANG GARAM TBK
34	GJTL	GAJAH TUNGGAL TBK
35	HEXA	HEXINDO ADIPERKASA TBK
36	HMSP	H.M. SAMPOERNA TBK

NOMOR	KODE	NAMA PERUSAHAAN
37	IGAR	KAGEO IGAR JAYA TBK
38	IKAI	INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI TBK
39	IKBI	SUMI INDO KABEL TBK.
40	IMAS	INDOMOBIL SUKSES INT'L TBK
41	INAF	INDOFARMA TBK
42	INDF	INDOFOOD SUKSES MAK.TBK
43	INDR	INDORAMA SYNTHETICS
44	INKP	INDAH KIAT PULP & PAPE
45	INTA	INTRACO PENTA TBK
46	INTP	INDOCEMENT T.P. TBK
47	JECC	JEMBO CABLE COMPANY TBK
48	JPRS	JAYA PARI STEEL TBK
49	KAEF	KIMIA FARMA TBK
50	KBLI	GT KABEL INDONESIA TBK
51	KICI	KEDAUNG INDAH CAN TBK
52	KLBF	KALBE FARMA TBK
53	KONI	PERDANA BANGUN PUSAKA TBK
54	LAPD	LAPINDO INTERNATIONALTBK
55	LION	LION METAL WORKS TBK
56	LMPI	LANGGENG MAKMUR TBK
57	LMSH	LIONMESH PRIMA TBK
58	LPIN	MULTI PRIMA SEJAHTERA TBK.
59	LTLS	LAUTAN LUAS TBK
60	MERK	MERCK TBK
61	MLBI	MULTI BINTANG IND. TBK
62	MLIA	MULIAIndustrindo TBK
63	MLPL	MULTIPOLAR CORPORATION TBK
64	MYOR	MAYORA INDAH TBK
65	MYTX	APAC CITRA CENTERTEX TBK.
66	PAFI	PANASIA FILAMENT INTI TBK.
67	PBRX	PAN BROTHERS TEX TBK
68	PICO	PELANGI INDAH CANINDO TBK
69	PRAS	PRIMA ALLOY STEEL UNIVERSAL TBK.
70	PSDN	PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK
71	PYFA	PYRIDAM FARMA TBK
72	RDTX	RODA VIVATEX TBK
73	SCCO	SUCACO TBK

NOMOR	KODE	NAMA PERUSAHAAN
74	SCPI	SCHERING PLOUGH IND. TBK
75	SIMA	SIWANI MAKMUR TBK.
76	SIMM	SURYA INTIRINDO MAKMUR TBK.
77	SMAR	SMART CORPORATION TBK
78	SMCB	HOLCIM INDONESIA TBK/SEMEN CIBINONG
79	SMPL	SUMMITPLAST TBK
80	SMSM	SELAMAT SEMPURNA TBK
81	SOBI	SORINI CORP. TBK
82	SQBI	BRISTOL-MYERS SQUIBB INDO TBK
83	SSTM	SUNSON TEXTILE MANUFACTURER TBK
84	STTP	SIANTAR TOP TBK.
85	SUGI	SUGI SAMAPERSADA
86	TBLA	TUNAS BARU LAMPUNG TBK
87	TBMS	TEMBAGA MULIA SEMANAN TBK
88	TCID	MANDOM INDONESIA TBK.
89	TFCO	TIFICO TBK
90	TIRA	TIRA AUSTENITE TBK
91	TIRT	TIRTA MAHAKAM PLYWOOD TBK
92	TKIM	PABRIK KERTAS TJIWI KIMIA TBK
93	TOTO	SURYA TOTO INDONESIA TBK
94	TRST	TRIAS SENTOSA TBK
95	TSPC	TEMPO SCAN PACIFIC TBK
96	TURI	TUNAS RIDEAN TBK.
97	ULTJ	ULTRAJAYA MILK INDUS. TBK
98	UNTR	UNITED TRACTORS TBK
99	UNVR	UNILEVER INDONESIA TBK
100	VOKS	VOKSEL ELECTRIC TBK

Lampiran 3 : HASIL PERHITUNGAN MANAJEMEN LABA

NOMOR	NAMA PERUSAHAAN	MANAJEMEN LABA
1	ADES WATERS INDONESIA TBK	1,3167
2	TIGA PILAR SEJAHTERA FOOD TBK	0,6647
3	ARGHA KARYA PRIMA INDUSTRY	0,5600
4	ALUMINDO LIGHT METAL INDTRY. TBK.	0,3134
5	ASAHIMAS FLAT GLASS TBK	0,3852
6	ASIAPLAST INDUSTRIES TBK	0,6561
7	AQUA GOLDEN M. TBK	0,0408
8	ARGO PANTES TBK	0,9254
9	ARWANA CITRAMULIA TBK	0,5902
10	ASTRA INTERNATIONAL TBK	0,2008
11	ASTRA OTOPARTS TBK	0,1200
12	SEPATU BATA TBK	0,3203
13	BAT INDONESIA TBK	0,0375
14	PRIMARINDO ASIA INFRASTRUCTURE TBK	0,2055
15	BRANTA MULIA TBK	0,2648
16	BARITO PACIFIC TIMBER TBK	0,2785
17	BUDI ACID JAYA TBK	0,5498
18	CAHAYA KALBAR TBK.	0,1825
19	COLORPAK INDONESIA TBK	1,3148
20	DAVOMAS ABADI TBK	0,7082
21	DELTA DJAKARTA TBK	0,0953
22	DAYA SAKTI UNGGUL CORP. TBK	0,5803
23	DUTA PERTIWI TBK	0,0959
24	DARYA VARIA LAB. TBK.	0,0579
25	DYNAPLAST TBK	0,5926
26	EKADHARMA INTERNATIONAL TBK	0,2941
27	ERATEX DJAJA TBK	0,0289
28	FAST FOOD INDONESIA TBK	0,2480
29	FAJAR SURYA WISESA TBK	0,9512
30	FORTUNE INDONESIA TBK	0,9429
31	FATRAPOLINDO NUSA INDUSTRI TBK	0,5898
32	GOODYEAR INDONESIA TBK	0,0269
33	GUDANG GARAM TBK	0,3597
34	GAJAH TUNGGAL TBK	0,9506
35	HEXINDO ADIPERKASA TBK	0,5040

NOMOR	NAMA PERUSAHAAN	MANAJEMEN LABA
36	H.M. SAMPOERNA TBK	0,5329
37	KAGEO IGAR JAYA TBK	0,0497
38	INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI TBK	0,6170
39	SUMI INDO KABEL TBK.	0,8529
40	INDOMOBIL SUKSES INT'L TBK	0,0719
41	INDOFARMA TBK	0,2216
42	INDOFOOD SUKSES MAK.TBK	0,3591
43	INDORAMA SYNTHETICS	0,4525
44	INDAH KIAT PULP & PAPE	0,7165
45	INTRACO PENTA TBK	0,0558
46	INDOCEMENT T.P. TBK	0,7645
47	JEMBO CABLE COMPANY TBK	0,0484
48	JAYA PARI STEEL TBK	1,6707
49	KIMIA FARMA TBK	0,5071
50	GT KABEL INDONESIA TBK	1,2965
51	KEDAUNG INDAH CAN TBK	0,5088
52	KALBE FARMA TBK	0,0231
53	PERDANA BANGUN PUSAKA TBK	0,4099
54	LAPINDO INTERNATIONALTBK	0,7376
55	LION METAL WORKS TBK	0,0215
56	LANGGENG MAKMUR TBK	0,3109
57	LIONMESH PRIMA TBK	0,1649
58	MULTI PRIMA SEJAHTERA TBK.	0,0245
59	LAUTAN LUAS TBK	0,0402
60	MERCK TBK	0,1778
61	MULTI BINTANG IND. TBK	0,3543
62	MULIA INDUSTRINDO TBK	0,5620
63	MULTIPOLAR CORPORATION TBK	0,8613
64	MAYORA INDAH TBK	0,3090
65	APAC CITRA CENTERTEX TBK.	0,6494
66	PANASIA FILAMENT INTI TBK.	0,5496
67	PAN BROTHERS TEX TBK	7,3664
68	PELANGI INDAH CANINDO TBK	0,1834
69	PRIMA ALLOY STEEL UNIVERSAL TBK.	0,1070
70	PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK	0,0676
71	PYRIDAM FARMA TBK	0,8197
72	RODA VIVATEX TBK	1,1016

NOMOR	NAMA PERUSAHAAN	MANAJEMEN LABA
73	SUCACO TBK	0,4477
74	SCHERING PLOUGH IND. TBK	0,0076
75	SIWANI MAKMUR TBK.	0,0944
76	SURYA INTIRINDO MAKMUR TBK.	0,6345
77	SMART CORPORATION TBK	0,2508
78	HOLCIM INDONESIA TBK/SEMEN CIBINONG	2,6589
79	SUMMITPLAST TBK	0,7834
80	SELAMAT SEMPURNA TBK	0,1648
81	SORINI CORP. TBK	0,1425
82	BRISTOL-MYERS SQUIBB INDO TBK	0,6322
83	SUNSON TEXTILE MANUFACTURER TBK	0,5937
84	SIANTAR TOP TBK.	0,7574
85	SUGI SAMAPERSADA	0,5346
86	TUNAS BARU LAMPUNG TBK	0,4401
87	TEMBAGA MULIA SEMANAN TBK	1,6637
88	MANDOM INDONESIA TBK.	0,2861
89	TIFICO TBK	0,6565
90	TIRA AUSTENITE TBK	0,0704
91	TIRTA MAHAKAM PLYWOOD TBK	0,1986
92	PABRIK KERTAS TJIWI KIMIA TBK	0,6092
93	SURYA TOTO INDONESIA TBK	0,4768
94	TRIAS SENTOSA TBK	0,7021
95	TEMPO SCAN PACIFIC TBK	0,2321
96	TUNAS RIDEAN TBK.	0,4780
97	ULTRAJAYA MILK INDUS. TBK	0,5097
98	UNITED TRACTORS TBK	0,1160
99	UNILEVER INDONESIA TBK	0,1045
100	VOKSEL ELECTRIC TBK	0,3582

Lampiran 4: DATA PENELITIAN

NOMOR	NAMA PERUSAHAAN	KKI	AKB
1	ADES WATERS INDONESIA TBK	0,8406	-175728
2	TIGA PILAR SEJAHTERA FOOD TBK	0,4700	14704
3	ARGHA KARYA PRIMA INDUSTRY	0,8692	-139399
4	ALUMINDO LIGHT METAL INDTRY. TBK.	0,8093	165558
5	ASAHIMAS FLAT GLASS TBK	0,8445	-336464
6	ASIAPLAST INDUSTRIES TBK	0,4615	20669
7	AQUA GOLDEN M. TBK	0,9360	-324277
8	ARGO PANTES TBK	0,3721	908484
9	ARWANA CITRAMULIA TBK	0,7396	22204
10	ASTRA INTERNATIONAL TBK	0,5011	-5465776
11	ASTRA OTOPARTS TBK	0,8672	-624547
12	SEPATU BATA TBK	0,8410	-64876
13	BAT INDONESIA TBK	0,8600	-371436
14	PRIMARINDO ASIA INFRASTRUCTURE TBK	0,7419	39033
15	BRANTA MULIA TBK	0,5051	-643978
16	BARITO PACIFIC TIMBER TBK	0,5142	-404061
17	BUDI ACID JAYA TBK	0,6185	-49898
18	CAHAYA KALBAR TBK.	0,8334	42779
19	COLORPAK INDONESIA TBK	0,8400	-28790
20	DAVOMAS ABADI TBK	0,9068	134289
21	DELTA DJAKARTA TBK	0,8460	-257052
22	DAYA SAKTI UNGGUL CORP. TBK	0,5939	107936
23	DUTA PERTIWI TBK	0,6255	-125274
24	DARYA VARIA LAB. TBK,	0,8950	-218922
25	DYNAPLAST TBK	0,7188	13324
26	EKADHARMA INTERNATIONAL TBK	0,8025	-30088
27	ERATEX DJAJA TBK	0,6961	84105
28	FAST FOOD INDONESIA TBK	0,7940	61028
29	FAJAR SURYA WISESA TBK	0,7770	-380436
30	FORTUNE INDONESIA TBK	0,7937	52211
31	FATRAPOLINDO NUSA INDUSTRI TBK	0,4815	107398
32	GOODYEAR INDONESIA TBK	0,9163	-140713
33	GUDANG GARAM TBK	0,7212	-5458093
34	GAJAH TUNGGAL TBK	0,6459	-1294523
35	HEXINDO ADIPERKASA TBK	0,7621	-514483
36	H.M. SAMPOERNA TBK	0,9795	-2270134

NOMOR	NAMA PERUSAHAAN	KKI	AKB
37	KAGEO IGAR JAYA TBK	0,6310	-106793
38	INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI TBK	0,7244	54164
39	SUMI INDO KABEL TBK.	0,9315	-130372
40	INDOMOBIL SUKSES INT'L TBK	0,9485	-1199816
41	INDOFARMA TBK	0,8066	-207847
42	INDOFOOD SUKSES MAK.TBK	0,6585	-1655413
43	INDORAMA SYNTHETICS	0,5133	37203595
44	INDAH KIAT PULP & PAPE	0,5508	167112898
45	INTRACO PENTA TBK	0,8650	-347602
46	INDOCEMENT T.P. TBK	0,7817	-486692
47	JEMBO CABLE COMPANY TBK	0,9015	39211
48	JAYA PARI STEEL TBK	0,3218	-86256
49	KIMIA FARMA TBK	0,9003	-372276
50	GT KABEL INDONESIA TBK	0,5675	61547
51	KEDAUNG INDAH CAN TBK	0,6611	-36612
52	KALBE FARMA TBK	0,5287	-2477929
53	PERDANA BANGUN PUSAKA TBK	0,6416	13346
54	LAPINDO INTERNATIONALTBK	0,8064	-6855
55	LION METAL WORKS TBK	0,5770	-98404
56	LANGGENG MAKMUR TBK	0,7753	-31527
57	LIONMESH PRIMA TBK	0,3762	-14002
58	MULTI PRIMA SEJAHTERA TBK.	0,2971	3599
59	LAUTAN LUAS TBK	0,6303	-262302
60	MERCK TBK	0,7400	-85162
61	MULTI BINTANG IND. TBK	0,8337	176029
62	MULIA INDUSTRINDO TBK	0,6725	3809296
63	MULTIPOLAR CORPORATION TBK	0,5115	-737320
64	MAYORA INDAH TBK	0,3304	-526634
65	APAC CITRA CENTERTEX TBK.	0,7972	333321
66	PANASIA FILAMENT INTI TBK.	0,9690	-3857
67	PAN BROTHERS TEX TBK	0,4023	-174217
68	PELANGI INDAH CANINDO TBK	0,9417	-4410
69	PRIMA ALLOY STEEL UNIVERSAL TBK.	0.8691	-107786
70	PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK	0.8240	-144980
71	PYRIDAM FARMA TBK	0.5385	-7976
72	RODA VIVATEX TBK	0.7753	-3395
73	SUCACO TBK	0.7280	-71503
74	SCHERING PLOUGH IND. TBK	0.5726	4194

NOMOR	NAMA PERUSAHAAN	KKI	AKB
75	SIWANI MAKMUR TBK.	0.8920	-15592
76	SURYA INTIRINDO MAKMUR TBK.	0.6860	1590
77	SMART CORPORATION TBK	0.8354	-613587
78	HOLCIM INDONESIA TBK/SEMEN CIBINONG	0.7463	2680879
79	SUMMITPLAST TBK	0.7654	2686
80	SELAMAT SEMPURNA TBK	0.6802	-81325
81	SORINI CORP. TBK	0.6462	-150477
82	BRISTOL-MYERS SQUIBB INDO TBK	0.9800	-77651
83	SUNSON TEXTILE MANUFACTURER TBK	0.5737	-179024
84	SIANTAR TOP TBK.	0.6614	-133555
85	SUGI SAMAPERSADA	0.8400	-13501
86	TUNAS BARU LAMPUNG TBK	0.7820	94104
87	TEMBAGA MULIA SEMANAN TBK	0.8484	89760
88	MANDOM INDONESIA TBK.	0.7950	-195810
89	TIFICO TBK	0.9680	180614873
90	TIRA AUSTENITE TBK	0.9643	-58035
91	TIRTA MAHAKAM PLYWOOD TBK	0.9381	-87889
92	PABRIK KERTAS TJIWI KIMIA TBK	0.6335	383866960
93	SURYA TOTO INDONESIA TBK	0.8460	-166557
94	TRIAS SENTOSA TBK	0.4220	-331011
95	TEMPO SCAN PACIFIC TBK	0.6856	-924642
96	TUNAS RIDEAN TBK.	0.8585	-731716
97	ULTRAJAYA MILK INDUS. TBK	0.2140	-184700
98	UNITED TRACTORS TBK	0.5845	-3638195
99	UNILEVER INDONESIA TBK	0.8500	919985
100	VOKSEL ELECTRIC TBK	0.2613	-57445

NOMOR	NAMA PERUSAHAAN	LEV	ML
1	ADES WATERS INDONESIA TBK	1,42	1,3167
2	TIGA PILAR SEJAHTERA FOOD TBK	0,73	0,6647
3	ARGHA KARYA PRIMA INDUSTRY	0,56	0,5600
4	ALUMINDO LIGHT METAL INDTRY. TBK.	0,52	0,3134
5	ASAHIMAS FLAT GLASS TBK	0,23	0,3852
6	ASIAPLAST INDUSTRIES TBK	0,55	0,6561
7	AQUA GOLDEN M. TBK	0,43	0,0408
8	ARGO PANTES TBK	1,11	0,9254
9	ARWANA CITRAMULIA TBK	0,52	0,5902
10	ASTRA INTERNATIONAL TBK	0,48	0,2008
11	ASTRA OTOPARTS TBK	0,38	0,1200
12	SEPATU BATA TBK	0,42	0,3203
13	BAT INDONESIA TBK	0,39	0,0375
14	PRIMARINDO ASIA INFRASTRUCTURE TBK	3,40	0,2055
15	BRANTA MULIA TBK	0,42	0,2648
16	BARITO PACIFIC TIMBER TBK	0,60	0,2785
17	BUDI ACID JAYA TBK	0,76	0,5498
18	CAHAYA KALBAR TBK.	0,47	0,1825
19	COLORPAK INDONESIA TBK	0,46	1,3148
20	DAVOMAS ABADI TBK	0,55	0,7082
21	DELTA DJAKARTA TBK	0,24	0,0953
22	DAYA SAKTI UNGGUL CORP. TBK	0,93	0,5803
23	DUTA PERTIWI TBK	0,16	0,0959
24	DARYA VARIA LAB. TBK,	0,29	0,0579
25	DYNAPLAST TBK	0,57	0,5926
26	EKADHARMA INTERNATIONAL TBK	0,18	0,2941
27	ERATEX DJAJA TBK	1,04	0,0289
28	FAST FOOD INDONESIA TBK	0,40	0,2480
29	FAJAR SURYA WISESA TBK	0,63	0,9512
30	FORTUNE INDONESIA TBK	0,36	0,9429
31	FATRAPOLINDO NUSA INDUSTRI TBK	0,78	0,5898
32	GOODYEAR INDONESIA TBK	0,40	0,0269
33	GUDANG GARAM TBK	0,41	0,3597
34	GAJAH TUNGGAL TBK	0,73	0,9506
35	HEXINDO ADIPERKASA TBK	0,68	0,5040
36	H.M. SAMPOERNA TBK	0,60	0,5329
37	KAGEO IGAR JAYA TBK	0,26	0,0497
38	INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI TBK	0,85	0,6170

NOMOR	NAMA PERUSAHAAN	LEV	ML
39	SUMI INDO KABEL TBK.	0,38	0,8529
40	INDOMOBIL SUKSES INT'L TBK	0,90	0,0719
41	INDOFARMA TBK	0,49	0,2216
42	INDOFOOD SUKSES MAK.TBK	0,91	0,3591
43	INDORAMA SYNTHETICS	0,68	0,4525
44	INDAH KIAT PULP & PAPE	0,61	0,7165
45	INTRACO PENTA TBK	0,64	0,0558
46	INDOCEMENT T.P. TBK	0,47	0,7645
47	JEMBO CABLE COMPANY TBK	0,80	0,0484
48	JAYA PARI STEEL TBK	0,20	1,6707
49	KIMIA FARMA TBK	0,28	0,5071
50	GT KABEL INDONESIA TBK	0,92	1,2965
51	KEDAUNG INDAH CAN TBK	0,79	0,5088
52	KALBE FARMA TBK	0,39	0,0231
53	PERDANA BANGUN PUSAKA TBK	0,67	0,4099
54	LAPINDO INTERNATIONALTBK	0,55	0,7376
55	LION METAL WORKS TBK	0,19	0,0215
56	LANGGENG MAKMUR TBK	0,26	0,3109
57	LIONMESH PRIMA TBK	0,50	0,1649
58	MULTI PRIMA SEJAHTERA TBK.	0,47	0,0245
59	LAUTAN LUAS TBK	0,65	0,0402
60	MERCK TBK	0,17	0,1778
61	MULTI BINTANG IND. TBK	0,00	0,3543
62	MULIAIndustrindo TBK	1,65	0,5620
63	MULTIPOLAR CORPORATION TBK	0,56	0,8613
64	MAYORA INDAH TBK	0,38	0,3090
65	APAC CITRA CENTERTEX TBK.	0,86	0,6494
66	PANASIA FILAMENT INTI TBK.	0,90	0,5496
67	PAN BROTHERS TEX TBK	0,72	7,3664
68	PELANGI INDAH CANINDO TBK	0,78	0,1834
69	PRIMA ALLOY STEEL UNIVERSAL TBK.	0,77	0,1070
70	PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK	0,65	0,0676
71	PYRIDAM FARMA TBK	0,17	0,8197
72	RODA VIVATEX TBK	0,19	1,1016
73	SUCACO TBK	2,12	0,4477
74	SCHERING PLOUGH IND. TBK	0,60	0,0076
75	SIWANI MAKMUR TBK.	0,99	0,0944

NOMOR	NAMA PERUSAHAAN	LEV	ML
76	SURYA INTIRINDO MAKMUR TBK.	0,55	0,6345
77	SMART CORPORATION TBK	0,79	0,2508
78	HOLCIM INDONESIA TBK/SEMEN CIBINONG	0,58	2,6589
79	SUMMITPLAST TBK	0,38	0,7834
80	SELAMAT SEMPURNA TBK	0,34	0,1648
81	SORINI CORP. TBK	0,38	0,1425
82	BRISTOL-MYERS SQUIBB INDO TBK	0,39	0,6322
83	SUNSON TEXTILE MANUFACTURER TBK	0,73	0,5937
84	SIANTAR TOP TBK.	0,31	0,7574
85	SUGI SAMAPERSADA	0,24	0,5346
86	TUNAS BARU LAMPUNG TBK	0,65	0,4401
87	TEMBAGA MULIA SEMANAN TBK	0,89	1,6637
88	MANDOM INDONESIA TBK.	0,16	0,2861
89	TIFICO TBK	0,85	0,6565
90	TIRA AUSTENITE TBK	0,56	0,0704
91	TIRTA MAHAKAM PLYWOOD TBK	0,72	0,1986
92	PABRIK KERTAS TJIWI KIMIA TBK	0,70	0,6092
93	SURYA TOTO INDONESIA TBK	0,75	0,4768
94	TRIAS SENTOSA TBK	0,54	0,7021
95	TEMPO SCAN PACIFIC TBK	0,20	0,2321
96	TUNAS RIDEAN TBK.	0,75	0,4780
97	ULTRAJAYA MILK INDUS. TBK	0,35	0,5097
98	UNITED TRACTORS TBK	0,61	0,1160
99	UNILEVER INDONESIA TBK	0,43	0,1045
100	VOKSEL ELECTRIC TBK	0,12	0,3582

NOMOR	NAMA PERUSAHAAN	NPS	COC
1	ADES WATERS INDONESIA TBK	2,83	1,2341
2	TIGA PILAR SEJAHTERA FOOD TBK	2,36	1,2618
3	ARGHA KARYA PRIMA INDUSTRY	0,60	0,3470
4	ALUMINDO LIGHT METAL INDTRY. TBK.	0,27	1,4976
5	ASAHIMAS FLAT GLASS TBK	1,20	0,1720
6	ASIAPLAST INDUSTRIES TBK	0,29	0,2091
7	AQUA GOLDEN M. TBK	2,05	0,7782
8	ARGO PANTES TBK	1,60	0,7562
9	ARWANA CITRAMULIA TBK	1,52	0,6770
10	ASTRA INTERNATIONAL TBK	2,15	0,8003
11	ASTRA OTOPARTS TBK	1,32	1,0041
12	SEPATU BATA TBK	1,07	0,4021
13	BAT INDONESIA TBK	1,20	0,4933
14	PRIMARINDO ASIA INFRASTRUCTURE TBK	0,48	0,5506
15	BRANTA MULIA TBK	0,51	0,4938
16	BARITO PACIFIC TIMBER TBK	0,49	0,5941
17	BUDI ACID JAYA TBK	0,59	0,6901
18	CAHAYA KALBAR TBK.	1,00	0,8197
19	COLORPAK INDONESIA TBK	2,12	1,0121
20	DAVOMAS ABADI TBK	0,64	0,9746
21	DELTA DJAKARTA TBK	1,42	0,5169
22	DAYA SAKTI UNGGUL CORP. TBK	2,94	0,9475
23	DUTA PERTIWI TBK	1,40	0,4180
24	DARYA VARIA LAB. TBK,	1,08	1,2657
25	DYNAPLAST TBK	0,93	0,7831
26	EKADHARMA INTERNATIONAL TBK	1,39	1,1923
27	ERATEX DJAJA TBK	0,68	0,6508
28	FAST FOOD INDONESIA TBK	0,47	1,6724
29	FAJAR SURYA WISESA TBK	2,31	1,0892
30	FORTUNE INDONESIA TBK	1,02	0,9801
31	FATRAPOLINDO NUSA INDUSTRI TBK	1,00	0,3758
32	GOODYEAR INDONESIA TBK	1,22	0,7630
33	GUDANG GARAM TBK	1,71	0,7739
34	GAJAH TUNGGAL TBK	0,87	0,4301
35	HEXINDO ADIPERKASA TBK	2,34	1,4801
36	H.M. SAMPOERNA TBK	8,53	1,0282
37	KAGEO IGAR JAYA TBK	0,65	0,7462
38	INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI TBK	0,35	0,8413

NOMOR	NAMA PERUSAHAAN	NPS	COC
39	SUMI INDO KABEL TBK.	0,39	0,7491
40	INDOMOBIL SUKSES INT'L TBK	5,20	0,6530
41	INDOFARMA TBK	1,34	0,9878
42	INDOFOOD SUKSES MAK.TBK	0,58	1,1352
43	INDORAMA SYNTHETICS	1,99	1,3201
44	INDAH KIAT PULP & PAPE	0,29	0,6521
45	INTRACO PENTA TBK	0,32	1,2502
46	INDOCEMENT T.P. TBK	2,32	1,0452
47	JEMBO CABLE COMPANY TBK	0,65	0,9361
48	JAYA PARI STEEL TBK	0,73	0,7135
49	KIMIA FARMA TBK	0,95	0,9071
50	GT KABEL INDONESIA TBK	2,55	1,8064
51	KEDAUNG INDAH CAN TBK	0,30	0,7018
52	KALBE FARMA TBK	4,21	0,8690
53	PERDANA BANGUN PUSAKA TBK	0,45	1,0539
54	LAPINDO INTERNATIONALTBK	6,00	0,6724
55	LION METAL WORKS TBK	0,77	0,7811
56	LANGGENG MAKMUR TBK	0,42	0,5663
57	LIONMESH PRIMA TBK	0,86	0,1694
58	MULTI PRIMA SEJAHTERA TBK.	0,17	0,8636
59	LAUTAN LUAS TBK	0,75	0,7927
60	MERCK TBK	3,02	0,3851
61	MULTI BINTANG IND. TBK	4,62	1,4190
62	MULIA INDUSTRINDO TBK	0,08	1,2113
63	MULTIPOLAR CORPORATION TBK	0,51	0,6988
64	MAYORA INDAH TBK	0,45	0,8311
65	APAC CITRA CENTERTEX TBK.	0,82	0,9008
66	PANASIA FILAMENT INTI TBK.	0,89	1,4418
67	PAN BROTHERS TEX TBK	1,52	0,9611
68	PELANGI INDAH CANINDO TBK	0,56	0,4161
69	PRIMA ALLOY STEEL UNIVERSAL TBK.	0,61	1,356
70	PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK	1,43	0,7697
71	PYRIDAM FARMA TBK	0,38	0,3747
72	RODA VIVATEX TBK	0,76	0,1489
73	SUCACO TBK	0,05	0,7963
74	SCHERING PLOUGH IND. TBK	0,83	0,5694
75	SIWANI MAKMUR TBK.	3,14	0,6578
76	SURYA INTIRINDO MAKMUR TBK.	2,86	0,6954

NOMOR	NAMA PERUSAHAAN	NPS	COC
77	SMART CORPORATION TBK	1,47	1,2165
78	HOLCIM INDONESIA TBK/SEMEN CIBINONG	1,41	1,2408
79	SUMMITPLAST TBK	2,35	1,1963
80	SELAMAT SEMPURNA TBK	1,07	0,7886
81	SORINI CORP. TBK	0,60	0,9259
82	BRISTOL-MYERS SQUIBB INDO TBK	0,97	0,7707
83	SUNSON TEXTILE MANUFACTURER TBK	1,21	1,4501
84	SIANTAR TOP TBK.	0,60	0,8134
85	SUGI SAMAPERSADA	2,66	1,0087
86	TUNAS BARU LAMPUNG TBK	0,63	0,7955
87	TEMBAGA MULIA SEMANAN TBK	0,67	1,5523
88	MANDOM INDONESIA TBK.	1,39	1,0601
89	TIFICO TBK	0,90	0,7252
90	TIRA AUSTENITE TBK	1,19	0,8060
91	TIRTA MAHAKAM PLYWOOD TBK	0,66	0,3257
92	PABRIK KERTAS TJIWI KIMIA TBK	0,69	0,9207
93	SURYA TOTO INDONESIA TBK	1,38	0,9378
94	TRIAS SENTOSA TBK	0,44	0,9490
95	TEMPO SCAN PACIFIC TBK	1,42	0,4408
96	TUNAS RIDEAN TBK.	1,42	0,8118
97	ULTRAJAYA MILK INDUS. TBK	1,10	0,5817
98	UNITED TRACTORS TBK	2,55	0,5712
99	UNILEVER INDONESIA TBK	1,01	1,0771
100	VOKSEL ELECTRIC TBK	0,15	0,7259

Keterangan :

- KKI** = Konsentrasi Kepemilikan Institusional
AKB = Aliran Kas Bebas
LEV = *Leverage*
ML = Manajemen Laba
NPS = Nilai Pemegang Saham
COC = *Cost of Equity Capital*

Lampiran 5 : STATISTIK DESKRIPTIF**Statistics**

		KKI	AKB	LEV	ML	NPS	COC
N	Valid	100	100	100	100	100	100
	Missing	0	0	0	0	0	0
Mean		.712807	-3864555.1	.6014	.541254	1.3631	.846735
Std. Deviation		.1806813	45827098.4	.42306	.8074650	1.2924	.3404074
Skewness		-.724	-5.925	3.562	6.440	2.782	.344
Std. Error of Skewness		.241	.241	.241	.241	.241	.241
Kurtosis		-.113	52.108	20.071	52.348	10.645	.072
Std. Error of Kurtosis		.478	.478	.478	.478	.478	.478
Minimum		-.2140	3.84E+008	.00	.0076	.05	.1489
Maximum		.9800	167112898	3.40	7.3664	8.53	1.8064
Zskewness		-2.955	-24.188	14.544	-2.955	11.356	1.403
Zkurtosis		-0.231	106.364	40.970	106.855	21.730	0.146

Keterangan :

- KKI = Konsentrasi Kepemilikan Institusional
 AKB = Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flows*)
 LEV = *Leverage*
 ML = Manajemen Laba (*Earnings Management*)
 NPS = Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)
 COC = *Cost of Equity Capital*

**Lampiran 6a : UJI LINEARITAS VARIABEL ENDOGEN
LEVERAGE**

Ramsey RESET Test:

F-statistic	1.499728	Probability	0.223679
Log likelihood ratio	1.534280	Probability	0.215471

**Lampiran 6b : UJI LINEARITAS VARIABEL ENDOGEN
MANAJEMEN LABA**

Ramsey RESET Test:

F-statistic	0.211742	Probability	0.646446
Log likelihood ratio	0.220322	Probability	0.638795

**Lampiran 6c : UJI LINEARITAS VARIABEL ENDOGEN
NILAI PEMEGANG SAHAM**

Ramsey RESET Test:

F-statistic	0.227779	robability	0.634283
Log likelihood ratio	0.242025	robability	0.622747

**Lampiran 6d : UJI LINEARITAS VARIABEL ENDOGEN
COST OF EQUITY CAPITAL**

Ramsey RESET Test:

F-statistic	2.078770	robability	0.152649
Log likelihood ratio	2.164582	robability	0.141223

**Lampiran 7a : UJI ASUMSI REKURSIF VARIABEL ENDOGEN
MANAJEMEN LABA**

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	KKI	.997	1.003
	LEV	.997	1.003

a. Dependent Variable: ML

**Lampiran 7b : UJI ASUMSI REKURSIF VARIABEL ENDOGEN
NILAI PEMEGANG SAHAM**

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	KKI	.954	1.048
	AKB	.995	1.005
	LEV	.991	1.009
	ML	.957	1.045

a. Dependent Variable: NPS

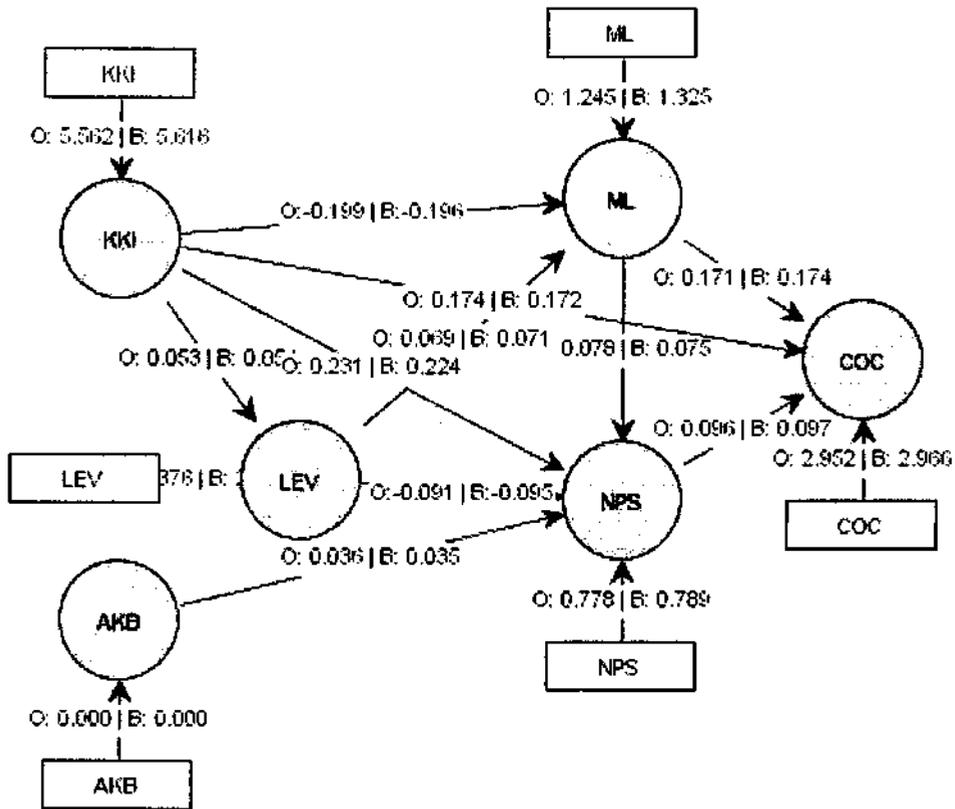
**Lampiran 7c : UJI ASUMSI REKURSIF VARIABEL ENDOGEN
COST OF EQUITY CAPITAL**

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	KKI	.916	1.092
	ML	.957	1.045
	NPS	.951	1.051

a. Dependent Variable: COC

Lampiran 8 : HASIL PEGUJIAN HIPOTESIS DENGAN PLS



Keterangan :

- KKI = Konsentrasi Kepemilikan Institusional
- AKB = Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flows*)
- LEV = *Leverage*
- ML = Manajemen Laba (*Earnings Management*)
- NPS = Nilai Pemegang Saham (*Shareholders Value*)
- COC = *Cost of Equity Capital*

results for inner weights

	original sample estimate	mean of subsamples	Standard deviation	t-Statistic	p-value
KKI -> LEV	0.053	0.057	0.030	1.796	0.073
KKI -> ML	-0.199	-0.197	0.041	4.837	0.000
LEV -> ML	0.069	0.071	0.028	2.486	0.013
KKI -> NPS	0.231	0.234	0.041	5.637	0.000
AKB -> NPS	0.036	0.032	0.017	2.062	0.040
LEV -> NPS	-0.091	-0.090	0.034	2.711	0.007
ML -> NPS	0.078	0.075	0.020	3.863	0.000
KKI -> COC	0.174	0.171	0.042	4.150	0.000
ML -> COC	0.171	0.175	0.025	6.844	0.000
NPS -> COC	0.096	0.094	0.038	2.494	0.013

R-square

	R-square
KKI	
AKB	
LEV	0.003
ML	0.043
NPS	0.058
COC	0.065
R-square Total	0.160

$$R - \text{Square Total} = 1 - P_{e1}^2 P_{e2}^2 \dots P_{ep}^2$$

$$P_{ei} = \sqrt{1 - R_i^2}; P_{LEV} = \sqrt{1 - 0,003} = 0,9985; P_{ML} = \sqrt{1 - 0,043} = 0,9783;$$

$$P_{NPS} = \sqrt{1 - 0,058} = 0,9706; P_{COC} = \sqrt{1 - 0,065} = 0,9670$$

$$R\text{-square Total} = 1 - (0,9985)^2 (0,9783)^2 (0,9706)^2 (0,9670)^2 = 0,160$$

results for outer loadings

	original sample estimate	mean of subsamples	Standard deviation	T-Statistic
KKI				
KKI	0.180	0.180	0.005	34.152
AKB				
AKB	45597387.161	45025556.402	7098607.510	6.423
LEV				
LEV	0.421	0.422	0.047	8.887
ML				
ML	0.803	0.793	0.125	6.448
NPS				
NPS	1.286	1.285	0.101	12.705
COC				
COC	0.339	0.339	0.011	29.922

results for outer weights
[CSV-Version]

	original sample estimate	mean of subsamples	Standard deviation	T-Statistic
KKI				
KKI	5.562	5.551	0.164	33.973
AKB				
AKB	0.000	0.000	0.000	5.709
LEV				
LEV	2.376	2.398	0.262	9.066
ML				
ML	1.245	1.293	0.205	6.076

NPS				
NPS	0.778	0.783	0.062	12.500
COC				
COC	2.952	2.954	0.099	29.777

outer weights for each sample

[CSV-Version]

	AKB	COC	KKI	LEV	ML	NPS
0	0.000	2.895	5.418	2.499	1.232	0.752
1	0.000	3.025	5.577	2.496	1.086	0.670
2	0.000	3.118	5.436	2.245	1.325	0.778
3	0.000	2.782	5.439	2.585	1.465	0.913
4	0.000	2.823	5.461	2.511	1.164	0.866
5	0.000	3.007	5.452	2.249	1.314	0.811
6	0.000	2.939	5.604	2.031	1.364	0.881
7	0.000	2.857	5.652	2.360	1.322	0.728
8	0.000	3.009	5.560	1.899	1.239	0.806
9	0.000	2.859	5.748	2.573	1.508	0.853
10	0.000	2.923	5.431	2.099	1.718	0.714
11	0.000	2.789	5.702	1.997	1.036	0.825
12	0.000	2.893	5.478	2.421	1.181	0.742
13	0.000	3.105	5.492	2.550	1.046	0.688
14	0.000	3.063	5.430	2.544	1.209	0.687
15	0.000	2.966	5.681	2.076	1.125	0.772
16	0.000	2.929	5.836	2.401	1.158	0.670
17	0.000	2.939	5.802	2.032	1.467	0.798
18	0.000	2.970	5.478	2.409	1.236	0.795
19	0.000	2.880	5.297	2.504	1.450	0.754

20	0.000	2.904	5.780	2.611	1.486	0.894
21	0.000	3.007	5.682	1.933	1.676	0.811
22	0.000	2.786	5.538	2.600	1.404	0.792
23	0.000	2.839	5.509	2.171	1.708	0.699
24	0.000	2.996	5.494	2.456	1.430	0.811
25	0.000	3.197	5.626	2.130	1.257	0.739
26	0.000	2.950	5.538	2.267	1.213	0.824
27	0.000	2.851	5.458	2.573	1.236	0.715
28	0.000	3.036	5.724	2.072	1.699	0.829
29	0.000	2.952	5.397	2.580	0.939	0.783
30	0.000	3.020	5.606	2.651	1.267	0.745
31	0.000	3.011	5.910	2.482	1.544	0.778
32	0.000	3.047	5.301	2.822	1.086	0.739
33	0.000	2.974	5.725	2.562	1.089	0.855
34	0.000	2.925	5.522	2.713	1.337	0.818
35	0.000	2.924	5.371	2.693	1.442	0.739
36	0.000	3.031	5.248	2.518	0.942	0.832
37	0.000	3.041	5.649	1.955	1.433	0.704
38	0.000	3.047	5.697	2.759	1.223	0.706
39	0.000	2.975	5.522	2.591	1.093	0.806
40	0.000	3.051	5.496	2.784	1.501	0.827
41	0.000	2.934	5.577	2.533	1.046	0.741
42	0.000	2.830	5.306	2.785	1.234	0.683
43	0.000	2.806	5.793	2.035	1.353	0.818
44	0.000	3.186	5.447	2.060	1.052	0.732
45	0.000	3.037	5.846	1.931	1.468	0.700
46	0.000	2.870	5.670	2.423	1.248	0.937
47	0.000	3.140	5.594	2.525	1.354	0.834
48	0.000	2.911	5.261	2.220	1.344	0.760

49	0.000	2.792	5.643	1.916	1.436	0.747
50	0.000	2.934	5.437	2.599	1.507	0.765
51	0.000	2.991	5.497	2.217	1.339	0.739
52	0.000	2.953	5.414	2.757	1.440	0.741
53	0.000	3.097	5.356	2.448	1.251	0.703
54	0.000	2.963	5.719	2.320	1.057	0.815
55	0.000	2.966	5.700	2.431	0.989	0.793
56	0.000	3.121	5.584	2.317	1.100	0.710
57	0.000	2.842	5.623	2.464	1.517	0.770
58	0.000	2.948	5.571	2.397	1.312	0.817
59	0.000	2.832	5.715	2.132	1.167	0.789
60	0.000	2.970	5.252	2.933	1.466	0.774
61	0.000	2.858	5.447	2.555	1.440	0.813
62	0.000	3.017	5.768	2.205	1.250	0.726
63	0.000	2.995	5.295	2.711	1.349	0.809
64	0.000	2.946	5.669	2.335	1.048	0.810
65	0.000	3.176	5.507	2.626	1.105	0.768
66	0.000	2.714	5.688	2.108	1.245	0.848
67	0.000	2.844	5.610	2.511	1.253	0.899
68	0.000	3.114	5.489	2.209	1.921	0.821
69	0.000	3.053	5.756	2.417	1.621	0.803
70	0.000	2.856	5.498	2.270	1.370	0.843
71	0.000	2.841	5.678	2.076	1.269	0.751
72	0.000	2.946	5.417	3.009	1.074	0.791
73	0.000	2.871	5.300	2.170	1.484	0.685
74	0.000	3.082	5.610	2.455	1.375	0.807
75	0.000	2.956	5.850	2.591	1.226	0.813
76	0.000	2.855	5.749	2.661	1.258	0.729
77	0.000	2.901	6.096	2.126	1.727	0.660

78	0.000	2.821	5.309	2.809	1.484	0.764
79	0.000	2.993	5.408	2.376	1.336	0.847
80	0.000	3.039	5.584	2.232	1.098	0.762
81	0.000	2.862	5.504	2.380	1.000	0.781
82	0.000	2.974	5.644	1.873	1.317	0.799
83	0.000	2.903	5.379	2.212	1.398	0.759
84	0.000	2.978	5.388	2.743	0.954	0.719
85	0.000	2.860	5.478	2.479	1.099	0.946
86	0.000	3.044	5.584	2.335	1.041	0.916
87	0.000	2.977	5.436	2.172	1.096	0.689
88	0.000	2.937	5.618	2.152	0.988	0.839
89	0.000	3.161	5.565	2.172	1.461	0.716
90	0.000	3.029	5.494	2.582	1.373	0.775
91	0.000	2.974	5.381	2.070	1.169	0.868
92	0.000	2.878	5.419	2.348	1.038	0.759
93	0.000	2.801	5.876	2.793	1.383	0.762
94	0.000	3.056	5.535	2.684	0.996	0.751
95	0.000	2.913	5.297	2.652	1.330	0.836
96	0.000	2.921	5.457	2.350	1.701	0.846
97	0.000	2.924	5.674	2.887	1.516	0.792
98	0.000	2.974	5.409	2.088	0.958	0.903
99	0.000	2.883	5.488	2.579	1.243	0.808

outer loadings for each sample
[CSV-Version]

	AKB	COC	KKI	LEV	ML	NPS
0	51370503.659	0.345	0.185	0.400	0.812	1.330
1	35744378.832	0.331	0.179	0.401	0.920	1.492

2	42053903.673	0.321	0.184	0.445	0.755	1.285
3	45559246.541	0.359	0.184	0.387	0.683	1.095
4	40887999.315	0.354	0.183	0.398	0.859	1.155
5	46082279.884	0.333	0.183	0.445	0.761	1.232
6	50419060.222	0.340	0.178	0.492	0.733	1.135
7	34682371.067	0.350	0.177	0.424	0.757	1.373
8	48758206.449	0.332	0.180	0.527	0.807	1.241
9	47527829.951	0.350	0.174	0.389	0.663	1.172
10	32630527.506	0.342	0.184	0.476	0.582	1.401
11	51994937.702	0.359	0.175	0.501	0.965	1.213
12	44153912.391	0.346	0.183	0.413	0.847	1.348
13	40780538.572	0.322	0.182	0.392	0.956	1.453
14	40067780.644	0.326	0.184	0.393	0.827	1.456
15	59342687.533	0.337	0.176	0.482	0.889	1.295
16	45634257.060	0.341	0.171	0.416	0.864	1.492
17	48009300.933	0.340	0.172	0.492	0.682	1.253
18	41690705.329	0.337	0.183	0.415	0.809	1.258
19	49794637.997	0.347	0.189	0.399	0.690	1.327
20	48750986.608	0.344	0.173	0.383	0.673	1.119
21	45595860.403	0.333	0.176	0.517	0.597	1.232
22	48092143.568	0.359	0.181	0.385	0.712	1.263
23	54283585.371	0.352	0.182	0.461	0.585	1.430
24	36934332.055	0.334	0.182	0.407	0.699	1.234
25	47559824.716	0.313	0.178	0.469	0.795	1.353
26	42736112.560	0.339	0.181	0.441	0.824	1.213
27	38816065.070	0.351	0.183	0.389	0.809	1.398
28	47488610.519	0.329	0.175	0.483	0.589	1.207
29	48145892.344	0.339	0.185	0.388	1.065	1.277
30	48639957.795	0.331	0.178	0.377	0.789	1.342

31	43751337.624	0.332	0.169	0.403	0.647	1.286
32	56118104.718	0.328	0.189	0.354	0.920	1.354
33	62123885.324	0.336	0.175	0.390	0.918	1.170
34	35379411.824	0.342	0.181	0.369	0.748	1.222
35	45484309.527	0.342	0.186	0.371	0.693	1.353
36	51904713.822	0.330	0.191	0.397	1.062	1.202
37	45727871.341	0.329	0.177	0.511	0.698	1.421
38	43006788.724	0.328	0.176	0.362	0.818	1.417
39	57279894.513	0.336	0.181	0.386	0.915	1.241
40	42484953.079	0.328	0.182	0.359	0.666	1.209
41	40933134.234	0.341	0.179	0.395	0.956	1.350
42	52065647.625	0.353	0.188	0.359	0.810	1.465
43	49699194.173	0.356	0.173	0.491	0.739	1.222
44	59266460.023	0.314	0.184	0.485	0.950	1.367
45	33920018.670	0.329	0.171	0.518	0.681	1.429
46	47472843.530	0.348	0.176	0.413	0.801	1.067
47	44826710.802	0.318	0.179	0.396	0.739	1.199
48	51496345.369	0.344	0.190	0.451	0.744	1.316
49	38770020.764	0.358	0.177	0.522	0.696	1.339
50	45597196.490	0.341	0.184	0.385	0.664	1.306
51	36081308.988	0.334	0.182	0.451	0.747	1.353
52	42128543.394	0.339	0.185	0.363	0.694	1.350
53	48039323.957	0.323	0.187	0.408	0.799	1.423
54	51495124.553	0.337	0.175	0.431	0.946	1.228
55	36893153.863	0.337	0.175	0.411	1.011	1.261
56	40169059.493	0.320	0.179	0.432	0.909	1.409
57	53881587.549	0.352	0.178	0.406	0.659	1.299
58	37250771.440	0.339	0.179	0.417	0.762	1.224
59	51954931.170	0.353	0.175	0.469	0.857	1.267

60	44343837.222	0.337	0.190	0.341	0.682	1.293
61	52900450.620	0.350	0.184	0.391	0.694	1.230
62	45599606.912	0.331	0.173	0.453	0.800	1.377
63	36383468.984	0.334	0.189	0.369	0.741	1.236
64	46772256.683	0.339	0.176	0.428	0.954	1.234
65	37897109.187	0.315	0.182	0.381	0.905	1.302
66	35561489.585	0.368	0.176	0.474	0.803	1.180
67	35322497.567	0.352	0.178	0.398	0.798	1.113
68	28171149.161	0.321	0.182	0.453	0.521	1.218
69	40907864.051	0.328	0.174	0.414	0.617	1.245
70	55228659.654	0.350	0.182	0.441	0.730	1.187
71	51678449.477	0.352	0.176	0.482	0.788	1.332
72	49951722.791	0.339	0.185	0.332	0.931	1.264
73	41105823.686	0.348	0.189	0.461	0.674	1.459
74	53145717.080	0.324	0.178	0.407	0.727	1.239
75	46746619.325	0.338	0.171	0.386	0.816	1.230
76	36223039.065	0.350	0.174	0.376	0.795	1.372
77	53687003.314	0.345	0.164	0.470	0.579	1.514
78	46228263.421	0.354	0.188	0.356	0.674	1.309
79	46402024.625	0.334	0.185	0.421	0.749	1.181
80	35168277.404	0.329	0.179	0.448	0.911	1.313
81	28117424.584	0.349	0.182	0.420	1.000	1.280
82	35502109.071	0.336	0.177	0.534	0.759	1.252
83	42401190.963	0.345	0.186	0.452	0.715	1.317
84	46831769.063	0.336	0.186	0.365	1.048	1.390
85	61064270.827	0.350	0.183	0.403	0.910	1.057
86	47568996.924	0.328	0.179	0.428	0.961	1.092
87	37721679.377	0.336	0.184	0.460	0.913	1.452
88	43253940.025	0.340	0.178	0.465	1.012	1.192

89	48485097.979	0.316	0.180	0.460	0.685	1.397
90	50563035.410	0.330	0.182	0.387	0.728	1.290
91	52864716.957	0.336	0.186	0.483	0.855	1.151
92	38095581.198	0.347	0.185	0.426	0.964	1.318
93	38530988.276	0.357	0.170	0.358	0.723	1.312
94	52656229.896	0.327	0.181	0.373	1.004	1.332
95	36459300.888	0.343	0.189	0.377	0.752	1.196
96	34586689.969	0.342	0.183	0.425	0.588	1.183
97	44510456.153	0.342	0.176	0.346	0.660	1.263
98	49134353.421	0.336	0.185	0.479	1.044	1.107
99	45351396.519	0.347	0.182	0.388	0.804	1.238

inner weights for each sample

[CSV-Version]

	KKI -> LEV	KKI -> ML	LEV -> ML	KKI -> NPS	AKB -> NPS
0	0.093	-0.203	0.235	0.144	0.009
1	0.059	-0.215	0.281	0.214	0.036
2	0.081	-0.176	0.282	0.160	0.043
3	0.039	-0.163	0.163	0.105	0.032
4	0.038	-0.247	0.228	0.214	0.035
5	0.042	-0.121	0.242	0.182	0.014
6	0.077	-0.180	0.192	0.142	0.032
7	0.053	-0.189	0.253	0.207	0.036
8	0.085	-0.215	0.253	0.179	0.047
9	0.098	-0.201	0.196	0.176	0.052

10	0.015	-0.165	0.221	0.191	-0.012
11	0.014	-0.253	0.164	0.213	0.057
12	0.075	-0.230	0.218	0.155	0.053
13	0.085	-0.236	0.322	0.236	0.028
14	0.057	-0.207	0.286	0.154	0.022
15	0.049	-0.212	0.247	0.103	0.055
16	0.050	-0.219	0.220	0.160	0.008
17	0.050	-0.200	0.173	0.181	0.037
18	0.058	-0.214	0.179	0.217	0.035
19	0.063	-0.137	0.248	0.169	0.043
20	0.045	-0.139	0.186	0.148	0.028
21	0.049	-0.177	0.193	0.111	0.041
22	0.083	-0.183	0.269	0.156	0.025
23	0.121	-0.135	0.322	0.182	0.040
24	0.053	-0.165	0.238	0.194	0.001
25	0.061	-0.234	0.261	0.147	0.050
26	0.088	-0.220	0.214	0.181	0.025
27	0.060	-0.190	0.253	0.131	0.010
28	0.038	-0.143	0.173	0.185	0.023
29	0.048	-0.261	0.252	0.208	0.035
30	0.042	-0.165	0.223	0.182	0.054
31	0.013	-0.179	0.253	0.143	0.034
32	0.065	-0.237	0.262	0.198	0.050
33	0.047	-0.236	0.136	0.154	0.021
34	0.024	-0.177	0.249	0.228	0.007
35	0.104	-0.144	0.258	0.246	0.031
36	0.094	-0.280	0.233	0.168	0.055
37	0.067	-0.161	0.256	0.137	0.035
38	0.067	-0.209	0.256	0.177	0.039

39	0.003	-0.218	0.203	0.163	0.059
40	0.046	-0.196	0.176	0.107	0.056
41	0.047	-0.264	0.256	0.120	0.033
42	0.079	-0.179	0.327	0.222	0.037
43	0.045	-0.213	0.226	0.189	0.055
44	0.049	-0.231	0.299	0.165	0.045
45	0.030	-0.148	0.254	0.111	0.030
46	0.020	-0.174	0.179	0.230	0.043
47	0.065	-0.202	0.172	0.216	0.039
48	0.099	-0.212	0.247	0.220	0.031
49	0.064	-0.151	0.222	0.198	0.055
50	0.087	-0.179	0.200	0.137	0.041
51	0.055	-0.174	0.292	0.224	0.000
52	0.040	-0.171	0.232	0.076	0.020
53	0.057	-0.177	0.263	0.136	0.031
54	0.044	-0.246	0.263	0.253	0.035
55	0.049	-0.215	0.239	0.194	0.002
56	0.043	-0.216	0.265	0.111	0.020
57	0.005	-0.202	0.248	0.167	0.042
58	0.093	-0.168	0.277	0.277	0.044
59	0.040	-0.213	0.222	0.072	0.047
60	0.147	-0.142	0.240	0.165	0.004
61	0.102	-0.158	0.206	0.168	0.060
62	0.050	-0.208	0.273	0.185	0.039
63	0.132	-0.195	0.258	0.120	0.026
64	0.041	-0.242	0.213	0.111	0.036
65	0.077	-0.193	0.217	0.169	-0.004
66	-0.003	-0.249	0.160	0.183	0.046
67	-0.015	-0.191	0.146	0.133	0.012

68	0.068	-0.062	0.211	0.166	0.010
69	0.064	-0.150	0.247	0.149	0.045
70	0.074	-0.205	0.262	0.173	0.052
71	0.079	-0.216	0.273	0.190	0.021
72	0.011	-0.223	0.157	0.184	0.030
73	0.031	-0.143	0.213	0.139	0.031
74	0.071	-0.204	0.269	0.284	0.035
75	0.006	-0.201	0.216	0.158	0.033
76	0.079	-0.205	0.287	0.210	0.010
77	0.032	-0.167	0.272	0.191	0.056
78	0.088	-0.182	0.247	0.175	0.032
79	0.112	-0.140	0.190	0.155	0.013
80	0.043	-0.259	0.307	0.235	-0.017
81	0.057	-0.224	0.230	0.152	0.008
82	0.035	-0.218	0.179	0.141	0.029
83	0.050	-0.153	0.217	0.205	0.023
84	0.035	-0.283	0.269	0.139	0.021
85	0.100	-0.287	0.260	0.077	0.058
86	0.086	-0.231	0.207	0.202	0.033
87	0.023	-0.239	0.251	0.151	0.000
88	0.067	-0.246	0.231	0.153	0.061
89	0.117	-0.093	0.312	0.244	0.013
90	0.061	-0.217	0.270	0.111	0.057
91	0.054	-0.177	0.166	0.180	0.034
92	0.056	-0.209	0.243	0.187	0.035
93	0.025	-0.229	0.243	0.215	0.004
94	0.014	-0.257	0.251	0.157	0.037
95	0.035	-0.205	0.201	0.162	0.039
96	0.084	-0.122	0.226	0.205	0.035

97	0.036	-0.140	0.224	0.143	0.027
98	0.044	-0.261	0.212	0.108	0.012
99	0.037	-0.193	0.156	0.180	0.039

	LEV -> NPS	ML -> NPS	KKI -> COC	ML -> COC	NPS -> COC
0	0.098	-0.062	0.055	0.204	0.067
1	0.097	-0.070	0.094	0.201	0.003
2	0.067	-0.075	0.100	0.199	0.079
3	0.093	-0.091	0.056	0.194	0.155
4	0.078	-0.078	0.090	0.181	0.036
5	0.062	-0.094	0.058	0.198	0.080
6	0.033	-0.133	0.092	0.141	0.118
7	0.066	-0.071	0.048	0.225	0.088
8	0.028	-0.115	0.079	0.168	0.061
9	0.086	-0.082	0.066	0.184	0.072
10	0.051	-0.107	0.062	0.166	0.109
11	0.033	-0.133	0.085	0.161	0.110
12	0.073	-0.067	0.063	0.154	0.111
13	0.116	-0.061	0.085	0.196	0.016
14	0.103	-0.035	0.088	0.140	0.147
15	0.038	-0.116	0.095	0.151	0.128
16	0.087	-0.065	0.075	0.169	0.083
17	0.017	-0.149	0.045	0.175	0.134
18	0.095	-0.088	0.058	0.217	0.087
19	0.079	-0.092	0.066	0.193	0.125
20	0.088	-0.127	0.043	0.162	0.113
21	0.057	-0.106	0.064	0.225	0.157
22	0.111	-0.050	0.084	0.159	0.105

23	0.058	-0.048	0.056	0.195	0.058
24	0.063	-0.048	0.047	0.238	0.104
25	0.033	-0.111	0.089	0.136	0.057
26	0.081	-0.081	0.072	0.195	0.058
27	0.122	-0.082	0.077	0.192	0.125
28	0.041	-0.126	0.058	0.154	0.097
29	0.075	-0.063	0.093	0.186	0.083
30	0.097	-0.073	0.076	0.176	0.114
31	0.067	-0.136	0.070	0.152	0.090
32	0.070	-0.088	0.061	0.175	0.097
33	0.082	-0.069	0.075	0.184	0.132
34	0.077	-0.087	0.058	0.164	0.059
35	0.094	-0.058	0.028	0.190	0.055
36	0.098	-0.079	0.086	0.146	0.114
37	0.036	-0.157	0.049	0.190	0.142
38	0.120	-0.075	0.086	0.203	0.052
39	0.055	-0.038	0.071	0.137	0.072
40	0.074	-0.098	0.052	0.170	0.095
41	0.083	-0.060	0.101	0.146	0.070
42	0.102	-0.052	0.071	0.184	0.052
43	0.041	-0.162	0.069	0.192	0.150
44	0.039	-0.097	0.085	0.159	0.071
45	0.036	-0.130	0.068	0.160	0.148
46	0.047	-0.091	0.067	0.160	0.124
47	0.083	-0.095	0.028	0.183	0.139
48	0.057	-0.074	0.065	0.183	0.054
49	0.027	-0.124	0.074	0.211	0.093
50	0.089	-0.103	0.057	0.180	0.087
51	0.060	-0.100	0.102	0.195	0.053

52	0.135	-0.049	0.118	0.218	0.180
53	0.070	-0.058	0.078	0.169	0.037
54	0.059	-0.122	0.079	0.203	0.066
55	0.086	-0.109	0.101	0.164	0.097
56	0.080	-0.082	0.103	0.149	0.153
57	0.077	-0.067	0.061	0.116	0.076
58	0.095	-0.075	0.109	0.196	0.023
59	0.038	-0.128	0.077	0.140	0.139
60	0.145	-0.053	0.052	0.174	0.114
61	0.073	-0.053	0.043	0.225	0.094
62	0.054	-0.133	0.105	0.172	0.050
63	0.074	-0.117	0.050	0.159	0.176
64	0.058	-0.116	0.076	0.171	0.095
65	0.084	-0.177	0.073	0.196	0.091
66	0.012	-0.125	0.048	0.125	0.054
67	0.086	-0.074	0.081	0.173	0.128
68	0.069	-0.100	0.080	0.212	0.114
69	0.023	-0.141	0.084	0.175	0.089
70	0.046	-0.059	0.134	0.159	0.064
71	0.046	-0.072	0.073	0.160	0.037
72	0.109	-0.048	0.054	0.188	0.099
73	0.048	-0.082	0.054	0.173	0.138
74	0.077	-0.053	0.103	0.171	0.030
75	0.057	-0.094	0.081	0.186	0.010
76	0.120	-0.101	0.099	0.168	0.044
77	0.023	-0.134	0.078	0.146	0.093
78	0.059	-0.047	0.060	0.167	0.090
79	0.086	-0.109	0.070	0.192	0.075
80	0.044	-0.119	0.103	0.160	0.041

81	0.101	-0.097	0.106	0.151	0.156
82	0.029	-0.154	0.055	0.199	0.130
83	0.084	-0.142	0.094	0.183	0.133
84	0.078	-0.059	0.080	0.168	0.101
85	0.048	-0.063	0.097	0.140	0.137
86	0.080	-0.076	0.084	0.208	0.117
87	0.048	-0.074	0.095	0.158	0.054
88	0.056	-0.077	0.099	0.156	0.105
89	0.078	-0.133	0.066	0.218	0.036
90	0.079	0.004	0.078	0.162	0.060
91	0.054	-0.100	0.068	0.170	0.112
92	0.079	-0.136	0.086	0.177	0.142
93	0.071	-0.100	0.066	0.127	0.077
94	0.091	-0.085	0.090	0.167	0.083
95	0.051	-0.106	0.047	0.136	0.139
96	0.071	-0.049	0.114	0.172	0.132
97	0.138	-0.048	0.060	0.165	0.132
98	0.047	-0.105	0.109	0.114	0.119
99	0.110	-0.015	0.056	0.195	0.103

Lampiran 9 : Hasil Pengujian Pengaruh Langsung, Pengaruh tidak Langsung, dan Pengaruh Total antar Variabel Penelitian

PENGUJIAN PENGARUH LANGSUNG

VARIABEL	KKI	AKB	LEV	ML	NPS
LEV	0,053	0,000	0,000	0,000	0,000
ML	-0,199	0,000	0,069	0,000	0,000
NPS	0,231	0,036	-0,091	0,078	0,000
COC	0,174	0,000	0,000	0,171	0,096

PENGUJIAN PENGARUH TIDAK LANGSUNG

VARIABEL	KKI	AKB	LEV	ML	NPS
LEV	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ML	0,016	0,000	0,000	0,000	0,000
NPS	-0,144	0,000	0,016	0,000	0,000
COC	-0,025	0,000	0,003	0,003	0,000

PENGUJIAN PENGARUH TOTAL

VARIABEL	KKI	AKB	LEV	ML	NPS
LEV	0,053	0,000	0,000	0,000	0,000
ML	-0,183	0,000	0,069	0,000	0,000
NPS	0,087	0,036	-0,075	0,078	0,000
COC	0,149	0,000	0,003	0,174	0,096

Lampiran 10 : RINGKASAN PENGUJIAN HIPOTESIS

Hipotesis	Studi Teoritik	Kesimpulan	Dukungan Empirik
Satu	Teori Keagenan Shleifer and Vishny (1997)	Ha ditolak	Filatotchev and Mickiewicz (2001)
Dua	Teori Keagenan Shleifer and Vishny (1997)	Ha diterima arah hubungan negatif	Jiambalvo <i>et al.</i> (1996), Xu and Wang (1997), Bushee (1998a, 1998b), Rajgopal <i>et al.</i> (1999), Mitra (2002), Midiastuty dan Machfoedz (2003), Hsu and Koh (2005), dan Herawati (2007)
Tiga	Teori Keagenan Jensen (1986)	Ha diterima arah hubungan positif	Slovin and Sushka (1993), temuan empiris Smith (1996), Xu and Wang (1997), Pizarro <i>et al.</i> (2006) dan Bjuggren <i>et al.</i> (2007)
Empat	Teori Keagenan Shleifer and Vishny (1997)	Ha diterima arah hubungan positif	Brush <i>et al.</i> (2000)
Lima	Teori Keagenan khususnya teori konsekuensi ekonomi (Scott, 2003:259)	Ha diterima arah hubungan positif	Wilson (1986), Bowen <i>et al.</i> (1986, 1987), Rayburn (1986), Baridwan (1997), Ditmar and smith (2005), dan Yudianti (2006).
Enam	Teori Keagenan khususnya <i>debt covenant hipotesis</i> (Watt and Zimmerman, 1986:257-262) dan (Scott, 2003:276-278)	Ha diterima arah hubungan positif	Defond and Jiambalvo (1994), Sweeney (1994), Widyaningdyah (2001), dan Achmad <i>et al.</i> (2007).
Tujuh	Teori Keagenan khususnya teori konsekuensi ekonomi (Scott, 2003:259)	Ha diterima arah hubungan negatif	Kinsman and Newman (1998)

Lanjutan RINGKASAN PENGUJIAN HIPOTESIS

Hipotesis	Studi Teoritik	Kesimpulan	Dukungan Empirik
Delapan	Teori Keagenan khususnya teori konsekuensi ekonomi (Scott, 2003:259)	Ha diterima arah hubungan positif	Chaney <i>and</i> Lewis (1994) dan Bao <i>and</i> Bao (2004)
Sembilan	Teori Keagenan khususnya teori konsekuensi ekonomi (Scott, 2003:259)	Ha diterima arah hubungan positif	Francis <i>et al.</i> (2004, 2005), Utami (2005), dan Halim dkk. (2005)
Sepuluh	Teori Keagenan khususnya teori sinyal (Bhattacharya dalam Frankfurter <i>and</i> Word, 2006)	Ha diterima arah hubungan positif	Ashbaugh <i>et al.</i> (2004), Huang (2004), dan Gomes <i>et al.</i> (2005)

**Lampiran 11 : PENELITIAN EMPIRIK YANG MENJELASKAN
HUBUNGAN ANTAR VARIABEL**

HUBUNGAN VARIABEL	PENELITI	TANDA
Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan <i>Leverage</i>	Wu (2004) dan Bruslerie and Latrous (2007). Bathala <i>et al.</i> (1994), Crutchley and Jensen (1996), Moh'd <i>et al.</i> (1998), dan Chowdhury and Geringer (2001). Filatotchev and Mickiewicz (2001).	+ - x
Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Manajemen Laba	Jiambalvo <i>et al.</i> (1996), Xu and Wang (1997), Bushee (1998a, 1998b), Rajgopal <i>et al.</i> (1999), Mitra (2002), Midiastuty dan Machfoedz (2003), Hsu and Koh (2005), dan Herawati (2007). Boediono (2005). Demsetz and Lehn (1985), Darmawati (2003), serta Ujiyantho dan Pramuka (2007).	- + x
Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Nilai Pemegang Saham	Slovin and Sushka (1993), temuan empiris Smith (1996), Xu and Wang (1997), Pizarro <i>et al.</i> (2006) dan Bjuggren <i>et al.</i> (2007). Demsetz and Lehn (1985) dan Demsetz and Villalonga (2001)	+ x
Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan <i>Cost of Equity Capital</i>	Brush <i>et al.</i> (2000). Ashbaugh <i>et al.</i> (2004) dan Haque (2006).	+ -
Aliran Kas Bebas dan Nilai Pemegang Saham	Wilson (1986), Bowen <i>et al.</i> (1986, 1987) dan Rayburn (1986), Ali (1994), Baridwan (1997), Ditmar and Smith (2005), dan Yudianti (2006). Board and Day (1989), Triyono (1999), dan Gunawan dan Bandi (2000), dan Brush <i>et al.</i> (2000).	+ x
<i>Leverage</i> dan Manajemen Laba	Defond and Jiambalvo (1994), Sweeney (1994), Dechow <i>et al.</i> (1995), Jones and Sharma (2001), Widyaningdyah (2001), dan Achmad <i>et al.</i> (2007). Lee (1999), Bao and Bao (2004), dan Wasilah (2005).	+ x

**Lanjutan PENELITIAN EMPIRIK YANG
MENJELASKAN HUBUNGAN ANTAR VARIABEL**

HUBUNGAN VARIABEL	PENELITI	TANDA
<i>Leverage</i> dan Nilai Pemegang Saham	Mogdiliani <i>and</i> Miller (1963) dan Jensen (1986), temuan empiris Herry dan Hamin (2005), dan Black <i>et al.</i> (2005).	+
	Soliha dan Taswan (2002).	x
	Kinsman <i>and</i> Newman (1998)	-
Manajemen Laba dan Nilai Pemegang Saham	Chaney <i>and</i> Lewis (1994) dan Bao <i>and</i> Bao (2004).	+
	Bitner <i>and</i> Dolan (1996), Zhang <i>et al.</i> (2004), Mursalim (2005) dan Subekti (2005).	-
Manajemen Laba dan <i>Cost of Equity Capital</i>	Francis <i>et al.</i> (2004, 2005), Utami (2005), dan Halim dkk. (2005).	+
	Healy <i>and</i> Palepu (1993) dan Dechow <i>et al.</i> (1996).	-
Nilai Pemegang Saham dan <i>Cost of Equity Capital</i>	Ashbaugh <i>et al.</i> (2004), Huang (2004), dan Gomes <i>et al.</i> (2005).	+
	Clement <i>et al.</i> (2000) dan Cheng <i>et al.</i> (2006).	-

Keterangan:

- + : berhubungan positif
- : berhubungan negatif
- x : tidak berhubungan