

DISERTASI

**PENGARUH KOMITE AUDIT, STRUKTUR MODAL, KEPEMILIKAN
MANAJERIAL, MANAJEMEN LABA DAN KEBIJAKAN DEVIDEN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DI BURSA EFEK INDONESIA**

***THE INFLUENCE OF AUDIT COMMITTEE, CAPITAL STRUCTURE,
OWNERSHIP MANAGERIAL, EARNINGS MANAGEMENT AND
DIVIDEND POLICY ON CORPORATE VALUE IN INDONESIA
STOCK EXCHANGE***

Sebagai Persyaratan untuk memperoleh gelar Doktor

Disusun dan diajukan oleh

MUHTAR

P0500311425



**PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2015**

DISERTASI

**PENGARUH KOMITE AUDIT, STRUKTUR MODAL, KEPEMILIKAN
MANAJERIAL, MANAJEMEN LABA DAN KEBIJAKAN DEVIDEN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DI BURSA EFEK INDONESIA**

***THE INFLUENCE OF AUDIT COMMITTEE, CAPITAL STRUCTURE,
OWNERSHIP MANAGERIAL, EARNINGS MANAGEMENT AND
DIVIDEND POLICY ON CORPORATE VALUE IN INDONESIA
STOCK EXCHANGE***

Sebagai Persyaratan untuk memperoleh gelar Doktor

Disusun dan diajukan oleh

MUHTAR

P0500311425



**PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2015**

DISERTASI

**PENGARUH KOMITE AUDIT, STRUKTUR MODAL, KEPEMILIKAN
MANAJERIAL, MANAJEMEN LABA DAN KEBIJAKAN DEVIDEN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DI BURSA EFEK INDONESIA**

***THE INFLUENCE OF AUDIT COMMITTEE, CAPITAL STRUCTURE,
OWNERSHIP MANAGERIAL, EARNINGS MANAGEMENT AND
DIVIDEND POLICY ON CORPORATE VALUE IN INDONESIA
STOCK EXCHANGE***

Sebagai Persyaratan untuk memperoleh gelar Doktor

Disusun dan diajukan oleh

MUHTAR

P0500311425



**PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2015**

DISERTASI

**PENGARUH KOMITE AUDIT, STRUKTUR MODAL, KEPEMILIKAN
MANAJERIAL, MANAJEMEN LABA DAN KEBIJAKAN DEVIDEN TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN DI BURSA EFEK INDONESIA**

Disusun dan diajukan oleh :

Muhtar
Nomor Pokok P0500311425

telah dipertahankan di depan Panitia Promosi Doktor
pada tanggal 19 Januari 2015
dan dinyatakan telah memenuhi syarat

Menyetujui
Tim Promotor,

Prof. Dr. Haris Maupa, SE., M.Si
Promotor

Prof. Dr. Cepi Pahlevi, SE., M.Si
Ko-Promotor

Dr. Abd. Rakhman Laba, SE., MBA
Ko-Promotor

Ketua Program Studi S3
Ilmu Ekonomi

Prof. Dr. Haris Maupa, SE., M.Si



Direktur Program Pascasarjana
Universitas Hasanuddin

Prof. Dr. Syamsul Bachri, SH, MS

PRAKATA

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah Swt, yang telah melimpahkan taufiq dan hidayahNya sehingga penulis dapat menyelesaikan disertasi ini dengan baik sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Doktor pada Program Pascasarjana Universitas Hasanuddin Makassar.

Dalam penulisan disertasi ini tidak sedikit hambatan dan kesulitan yang penulis hadapi, namun berkat rahmat dan hidayah Allah Swt, serta dorongan dan bimbingan banyak pihak, baik secara moral maupun material yang tulus dan ikhlas sehingga semua hambatan dan kesulitan itu dapat penulis hadapi dengan baik.

Olehnya itu, perkenankanlah penulis menyampaikan penghormatan dan ucapan terima kasih yang setulus-tulusnya kepada Prof. Dr. Haris Maupa, SE., M.Si sebagai promotor yang telah banyak memberikan bimbingan dan arahan mulai dari awal hingga selesainya penyusunan disertasi ini. Beliau dengan segala keikhlasan dan keramahan bimbingan yang merupakan sifat yang sangat baik untuk diteladani. Juga kepada Prof. Dr. Cepi Pahlevi, S.E., M.Si dan Dr. Abd. Rakhman Laba, S.E., MBA sebagai kopromotor yang telah banyak memberikan bimbingan dan arahan dari awal hingga selesainya penyusunan disertasi ini, beliau memberikan bimbingan dengan penuh perhatian, kedisiplinan, dan ketelitian. Ini merupakan pelajaran yang sangat berharga untuk dapat diteladani.

Ucapan terimakasih berikutnya kepada Prof. Dr. Chalid Imran Musa, S.E., M.Si; Prof. Dr. Siti Haerani, S.E., M.Si; Prof. Dr. Syamsu Alam, SE., M.Si; Prof. Dr. Nurdin Brasit, SE., M.Si; Dr. Muh. Yunus Amar, SE., MT; Dr. Nurjannah Hamid, SE., M.Agr, sebagai tim penguji yang telah banyak memberikan kritikan dan masukan yang sangat berharga dalam penyusunan dari penyempurnaan disertasi ini, juga kepada Pimpinan Universitas Hasanuddin beserta staf dan para pimpinan Program Pascasarjana Universitas Hasanuddin Makassar yang telah banyak memberikan bantuan berupa fasilitas dan pelayanan yang baik selama menjadi mahasiswa S3.

Teristimewa kepada orang tua tercinta Alm Sapiri dan Ketang, yang selalu memberikan motivasi, pengorbanan lahir batin selama penulis menimba ilmu. Juga kepada istri tercinta Fatmawaty Suaib, S.E., M.Kes yang dengan setia mendampingi penulis serta memberikan doa sehingga penulis dapat menyelesaikan studi ini.

Kepada rekan-rekan mahasiswa program doktoral Universitas Hasanuddin Makassar angkatan 2011 yang telah bersama-sama seperjuangan selama mengikuti pendidikan. Serta semuapi hak yang tidak sempat disebutkan satu persatu yang dengan tulus ikhlas telah memberikan bantuan dan mendoakan keberhasilan penulis.

Akhirnya, semoga Allah SWT memberikan yang terbaik kepada kita semua. Amin

Makassar, Januari 2015

Penulis

Muhtar

ABSTRAK

MUHTAR, Pengaruh Komite Audit, Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial, Manajemen Laba Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Di Bursa Efek Indonesia, dibimbing oleh Haris Maupa sebagai Promotor dan Cepi Pahlevi dan Abd. Rahman Laba sebagai Ko-Promotor.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh komite audit, struktur modal dan kepemilikan manajerial terhadap manajemen laba, kebijakan dividen dan nilai perusahaan.

Penelitian ini menggunakan metode survei dan penelitian *eksplanatory*. Populasi target dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik kecuali bank dan lembaga keuangan bukan bank (asuransi, kredit agensi, perusahaan sekuritas) sebanyak 473 perusahaan sampai tahun 2013 dan yang masuk dalam kriteria untuk dijadikan sampel sebanyak 24 perusahaan. Analisis data dilakukan dengan menggunakan model persamaan struktural atau *Structural Equation Modeling (SEM)*.

Hasil analisis menunjukkan bahwa: komite audit, struktur modal dan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap manajemen laba; struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen; komite audit dan struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan; manajemen laba berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci : Komite Audit, Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial, Manajemen Laba, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan



ABSTRACT

MUHTAR, *The Influence of Audit Committee, Capital Structure, Ownership Managerial, Earnings Management and Dividend Policy On Corporate Value In Indonesia Stock Exchange, supervised by Haris Maupa as a promotor and Cipi Pahlevi and Abd. Rahman Laba as co-promotor.*

This research aims to know the influence of audit committee, capital structure and ownership managerial on earnings management, dividend policy and corporate value

This study uses survey and explanatory research, the target population in this study are all public companies except banks and non-bank financial institutions (insurance, credit agencies, corporate securities) of 473 companies until 2013 and included in the criteria to be sampled as many as 24 corporate. Data analysis was done using structural equation model Structural Equation Modeling or (SEM)

The results of the analysis show that: The audit committee, capital structure and ownership managerial are negative and significant effect on profit management; capital structure are negative and significant effect on the dividend policy and ownership managerial is not significant effect on dividend policy; the audit committee and capital structure is positive and significant effect on the corporate value and ownership managerial is not significant effect on the corporate value; earnings management is positive and significant effect on the corporate value and dividend policy is positive and significant effect on the corporate value.

Keyword : *Audit Committee, Capital Structure, Ownership Managerial, Earnings Management, Dividend Policy and Corporate Value.*



DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
PRAKATA	iv
ABSTRAK	vi
ABSTRACT	vii
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Rumusan Masalah	18
1.3. Tujuan Penelitian	18
1.4. Kegunaan Penelitian	19
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	20
2.1. Kajian tentang Manajemen Keuangan	20
2.2. Pasar Modal sebagai Salah Satu Sumber Dana	23
2.3. Kajian tentang Teori Keagenan (Agency Theory)	37
2.4. Kajian Teori tentang Komite Audit	47
2.4.1. Pengertian Komite Audit	50
2.4.2. Latar Belakang Terbentuknya Komite Audit	51
2.4.3. Struktur Komite Audit	54
2.4.4. Peran dan Tanggung Jawab Komite Audit	56
2.5. Kajian Teori tentang Struktur Modal	58
2.6. Kajian Teori tentang Kepemilikan Manajerial	66
2.7. Kajian Teori tentang Manajemen Laba	75
2.8. Kajian Teori tentang Kebijakan Dividen	82
2.9. Kajian Teori tentang Nilai Perusahaan	102
2.10. Hubungan Antar Variabel	115
2.10.1. Pengaruh komite audit, struktur modal dan kepemilikan manajerial terhadap manajemen laba	115
2.10.2. Pengaruh struktur modal dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen	118
2.10.3. Pengaruh komite audit, Struktur Modal dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan	120
2.10.4. Pengaruh manajemen laba dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan	122
2.11. Penelitian Terdahulu	124

BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	139
3.1. Kerangka Konseptual	139
3.2. Hipotesis Penelitian	148
 BAB IV METODE PENELITIAN	 156
4.1. Rancangan Penelitian	156
4.2. Populasi dan Sampel	156
4.3. Jenis Dan Sumber Data	160
4.4. Metode Analisis Data	161
4.5. Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran	165
 BAB V HASIL PENELITIAN	 172
5.1. Sejarah Bursa Efek Indonesia (BEI)	172
5.1.1. Struktur Organisasi Bursa Efek Indonesia	172
5.1.2. Job Description Bursa Efek Indonesia (BEI)	174
5.2. Deskripsi Variabel Penelitian	184
5.2.1. Variabel Komite Audit	184
5.2.2. Variabel Struktur Modal	184
5.2.2.1. Debt to total Assets	184
5.2.2.2. Debt to total Equity	185
5.2.3. Variabel kepemilikan Manajerial	186
5.2.4. Variabel manajemen Laba	187
5.2.5. Variabel Kebijakan Dividen	188
5.2.5.1. Dividen Yield	188
5.2.5.2. Dividen Payout Ratio	188
5.2.6. Variabel Nilai Perusahaan	189
5.3. Pengujian Model Keseluruhan	190
5.4. Analisis dan Pengujian Model Struktural Pengaruh Komite Audit, Struktur Modal dan Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan	191
5.4.1. Komite Audit (X_1) terhadap Manajemen Laba (Y_1)	192
5.4.2. Komite Audit (X_1) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3)	192
5.4.3. Struktur Modal (X_2) terhadap Manajemen Laba (Y_1)	193
5.4.4. Struktur Modal (X_2) terhadap Kebijakan Dividen (Y_2)	193
5.4.5. Struktur Modal (X_2) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3)	194
5.4.6. Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Manajemen Laba (Y_1)	194
5.4.7. Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Kebijakan Dividen (Y_2)	195
5.4.8. Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3)	195
5.4.9. Manajemen Laba (Y_1) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3)	196
5.4.10. Kebijakan Dividen (Y_2) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3)	196
5.5. Pengaruh tidak langsung Komite Audit, Struktur Modal dan Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan	199

5.6. Pengaruh Total Komite Audit, Struktur Modal dan Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan	200
BAB VI PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN	202
6.1. Pengaruh Komite Audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba	202
6.1.1 Pengaruh variabel Komite Audit terhadap Manajemen Laba	202
6.1.2 Pengaruh variabel Struktur Modal terhadap Manajemen Laba	207
6.1.3 Pengaruh variabel Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba	210
6.2. Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen	212
6.2.1 Pengaruh variabel Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen	212
6.2.2 Pengaruh variabel Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen	216
6.3. Pengaruh Komite Audit, Struktur Modal Dan Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan	217
6.3.1 Pengaruh variabel Komite Audit terhadap Nilai Perusahaan	217
6.3.2 Pengaruh variabel Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan	218
6.3.3 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan	221
6.4. Pengaruh Manajemen Laba terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan	223
6.4.1 Pengaruh Manajemen Laba terhadap Nilai Perusahaan	223
6.4.2 Pengaruh variabel Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan	228
BAB VII PENUTUP	231
7.1. Simpulan	231
7.2. Implikasi Teoritis dan Empiris Hasil Penelitian	232
7.3. Keterbatasan Penelitian	233
7.4. Saran	233
DAFTAR PUSTAKA	235
LAMPIRAN	245

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1.1 Proporsi komite audit, Kepemilikan Manajerial dan nilai perusahaan beberapa perusahaan di BEI periode 2007 – 2012	15
1.2. Rata-rata Proporsi komite audit, kepemilikan manajerial, dividen payout ratio dan manajemen laba periode 2005 – 2012	16
2.1. Pemetaan Hasil-Hasil Penelitian Terdahulu	131
2.2. Perbedaan Penelitian Ini Dengan Penelitian Sebelumnya	138
4.1. Tabel Kriteria Penentuan Sampel	158
4.2 <i>Goodness of Fit Index</i> untuk Evaluasi Model	164
5.1 Komposisi Proporsi Komite Audit	184
5.2. Perkembangan rata-rata DTA Periode 2005 – 2012	185
5.3. Perkembangan rata-rata DER Periode 2005 – 2012	186
5.4. Perkembangan rata-rata Proporsi Kepemilikan Saham Manajerial Periode 2005 – 2012	187
5.5 Perkembangan rata-rata Manajemen Laba Periode 2005 – 2012	187
5.6. Perkembangan Rata-Rata <i>Dividen Yield</i> Periode 2005 – 2012	188
5.7. Perkembangan Rata-Rata <i>Dividen Payout Ratio</i> Periode 2005 – 2012	189
5.8. Perkembangan Rata-Rata Nilai Perusahaan Periode 2005 – 2012	189
5.9. Komputasi Kriteria Goodness Of Fit Indices Pengujian Model Lengkap	190
5.10 Hubungan Fungsional Antar Variabel	191
5.11. Pengaruh tidak langsung Komite Audit, Struktur Modal dan Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan	199
5.12. Pengaruh Total Komite Audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan	200

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
3.1. Model Kerangka Konseptual	144
5.1 Hasil Estimasi dalam bentuk Skema	198

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dalam jangka panjang, nilai perusahaan dapat dimaksimalkan melalui implementasi keputusan keuangan yang terdiri atas keputusan pendanaan, investasi dan kebijakan dividen. Tujuan perusahaan itu dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1985; Fama dan French, 1998).

Teori organisasi dan korporasi modern dari Marshal (1920) dan Berle dan Means (1932) telah banyak diterapkan dalam perusahaan-perusahaan besar dan modern sampai saat ini. Teori ini menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus terdapat pemisahan yang tegas antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management* sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan.

Perkembangan selanjutnya, *agency theory* menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal

dan manajer sebagai agen, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen dan Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; dan Shleifer dan Vishny, 1997). Asumsi dasar dalam *agency theory* adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan para pemegang saham. Selain itu pihak manajer juga akan dengan mudah melakukan manipulasi laporan keuangan sedemikian rupa agar terlihat bagus sehingga membuat saham perusahaan naik dengan tujuan agar mendapat bonus karena bonusnya didasarkan pada harga saham. Kasus Enron, Worldcom dan sebagainya merupakan contoh dari tindakan manipulasi tersebut. Hal tersebut merupakan salah satu bentuk tata kelola perusahaan yang buruk.

Melihat adanya fakta dan risiko terjadinya manipulasi oleh pihak manajemen, diperlukan suatu badan yang mewakili kepentingan seluruh pemegang saham yang bertugas untuk memastikan informasi dalam laporan keuangan disajikan manajemen secara wajar dan transparan sehingga informasi keuangan yang disajikan berkualitas. Badan tersebut adalah komite audit.

Peran komite audit sangat penting untuk mempengaruhi kualitas laba perusahaan karena salah satu informasi penting yang tersedia untuk publik dan digunakan investor untuk menilai perusahaan. Keberadaan komite audit merupakan perangkat yang penting dalam penerapan tata kelola perusahaan yang baik.

Komite audit sendiri mulai berkembang di Amerika Serikat mulai tahun 1940-an. Ketika itu, US SEC (Security Exchanges Committee) mengeluarkan peraturan yang merekomendasikan perusahaan yang terdaftar dalam bursa Amerika untuk membentuk suatu komite yang terdiri dari anggota komisaris independen yang bertugas untuk memastikan independensi auditor dengan memilih dan merencanakan kesepakatan dengan auditor (US SEC, 1940 dalam Fichtner, 2009). Kemudian pada 2002, komite audit mengalami transformasi yang signifikan seiring dengan diterbitkannya Sarbanes-Oxley Act. Dengan adanya SOX ini, peraturan tentang audit komite menjadi lebih ketat (Fichtner, 2009). Tidak hanya mengatur mengenai badan komite audit itu sendiri, tetapi juga mengatur mengenai anggota dari komite audit. Dengan adanya SOX, fungsi dan wewenang komite audit menjadi lebih besar. Dengan demikian, hal tersebut membuat keberadaan komite audit menjadi semakin vital.

Di Indonesia, keberadaan komite audit dipertegas dengan keputusan Bapepam yang dituangkan dalam SE BAPEPAM No. 03 tahun 2000 mengenai pembentukan komite audit dan juga Kep. Direksi BEJ No. 339 tahun 2001 mengenai peraturan pencatatan efek di Bursa yang mencakup komisaris independen, komite audit, sekretaris perusahaan; keterbukaan; dan standar laporan keuangan per sektor.

Beberapa kasus besar dalam skandal pelaporan keuangan perusahaan yang melibatkan perusahaan besar di luar negeri maupun Indonesia di antaranya adalah Xerox corp. Memanipulasi pembukuan atas

pendapatan perusahaan sebesar US\$ 6 Milliar, Wordcom memasukkan Pos Investasi sebesar US\$3,9 Milliar sehingga memperoleh laba yang besar, Enron Corp. Melakukan manipulasi eksekutif melalui lembaga auditornya sehingga mendokrak laba mendekati US\$1 miliar, PT. Kimia Farma Tbk, diindikasikan melakukan penggelembungan laba bersih tahunan senilai Rp 32,6 miliar pada tahun 2004 yang seharusnya Rp.99,6 M. Lippo Bank Tbk melaporkan keuangan ke publik dengan aset Rp. 24 T, laba bersih Rp. 98 M tetapi di BEJ dilaporkan Rp.22,8 T dengan rugi bersih Rp. 1.3 T. Sedangkan PT Indofarma Tbk melakukan praktik manajemen laba dengan menyajikan overstated laba bersih dengan cara menyajikan persediaan barang yang lebih tinggi dari yang seharusnya, sehingga harga pokok penjualan tahun tersebut terjadi understated (Bapepam, 2004). Oleh karena itu, peraturan tersebut dipertegas lagi dengan dikeluarkannya Keputusan Ketua BAPEPAM No: Kep-29/PM/2004 pada tanggal 24 September 2004. Peraturan tersebut mewajibkan perusahaan yang terdaftar pada BEJ harus memiliki komite audit. Komite audit diwajibkan beranggotakan minimal tiga orang independen dan minimal salah satunya memiliki kemampuan dan pengetahuan dalam bidang akuntansi atau keuangan. Salah seorang anggota komite audit harus berasal dari komisar independen yang merangkap sebagai ketua komite audit.

Beberapa preposisi tentang komite audit dan manajemen laba diantaranya; Klein (2002) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara komite audit yang independen dengan akrual tidak normal sebagai

proksi manajemen laba. Xie et al (2003) melaporkan bahwa jumlah pertemuan komite audit berhubungan negatif dengan manajemen laba. Sedangkan di Indonesia, Siregar dan Utama (2005) tidak menemukan pengaruh dari keberadaan komite audit terhadap jenis manajemen laba yang dilakukan perusahaan. Fitriyani (2007) juga tidak menemukan pengaruh aktivitas dan *financial literacy* terhadap jenis manajemen laba.

Dechow dan Jiambalvo (1991) menemukan bahwa perusahaan yang melaporkan laba yang lebih tinggi dari seharusnya adalah perusahaan tersebut tidak memiliki komite audit. Hasil penelitian Beasley (1996) tidak menemukan hubungan statistik antara keberadaan komite audit dan kecenderungan kecurangan pelaporan keuangan.

Kane, et al (2005) dengan menggunakan mekanisme bonus dalam teori keagenan, menjelaskan bahwa kepemilikan manajemen dibawah 5% terdapat keinginan dari manajer untuk melakukan manajemen laba agar mendapatkan bonus yang besar. Kepemilikan manajemen di atas 25%, karena manajemen mempunyai kepemilikan yang cukup besar dengan hak pengendalian perusahaan, maka asimetri informasi menjadi berkurang.

Palestin (2006) menunjukan pengaruh struktur kepemilikan, proporsi dewan komisaris independen dan kompensasi bonus menunjukan pengaruh yang signifikan terhadap manajemen laba, sedangkan komite audit dan ukuran KAP menunjukan pengaruh yang tidak signifikan terhadap manajemen laba. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Nasution dan Setiawan (2007) yang menunjukan bahwa dewan komisaris dan komite

audit memiliki pengaruh terhadap tindak manajemen laba, sehingga memberikan kesimpulan bahwa mekanisme audit yang diprosikan oleh dewan komisaris dan komite audit telah efektif dalam mengurangi tindak manajemen laba.

Struktur modal yang ditargetkan (*target capital structure*) adalah bauran atau paduan dari utang, saham *preferen*, dan saham biasa yang dikehendaki perusahaan dalam struktur modalnya. Target struktur modal ini selalu berubah-ubah sesuai dengan perubahan kondisi, tetapi pada setiap saat dibenak manajemen perusahaan terdapat bayangan dari struktur modal yang ditargetkan tersebut. Kebijakan mengenai struktur modal melibatkan *trade off* antara resiko dan tingkat pengembalian, penambahan utang memperbesar resiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Resiko yang makin tinggi akibat membesarnya utang cenderung akan menurunkan harga saham, walaupun akan meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan.

Terdapat sejumlah teori yang saling bertentangan terkait masalah struktur modal, Modigliani dan Miller (1961) menyatakan bahwa struktur modal itu relevan. Mereka berpendapat bahwa struktur modal yang optimal berasal dari penyeimbangan *tax saving* dari pemakaian utang terhadap biaya kebangkrutan (Keown, 2003). Pendapat penyeimbangan ini memprediksi suatu hubungan positif antara *securability of assets and debt*. Dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, ternyata keputusan struktur modal tidak relevan. Tetapi dalam keadaan ada pajak, Modigliani

dan Miller (1961) membuktikan bahwa penggunaan utang akan memberikan manfaat, yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena beban bunga dapat dikurangkan dari perhitungan *income tax*. Meskipun demikian, Modigliani dan Miller (1961) tidak berpendapat bahwa perusahaan seharusnya menggunakan utang sebanyak-banyaknya, karena ada ketidaksempurnaan pasar modal, seperti adanya biaya kebangkrutan dan perubahan biaya utang kalau proporsi utang makin besar. Dalam hal ini penggunaan utang sebanyak-banyaknya mungkin tidak akan menghasilkan struktur modal yang optimal.

Modigliani dan Miller (1961) berpendapat bahwa perusahaan perlu bekerja pada target *debt ratio*, yaitu struktur modal dianggap terbaik atau optimal. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang memaksimalkan nilai perusahaan atau meminimumkan biaya modal perusahaan. Dalam teori, struktur modal yang optimal adalah suatu struktur dimana biaya marginal (*marginal real cost*) dari masing-masing sumber pembelanjaan adalah sama. Biaya riil (*real cost*) yang dimaksud adalah jumlah biaya eksplisit dan implisit. Biaya eksplisit adalah semua biaya yang digunakan untuk membayar faktor produksi, bahan bahan dan transport. Sedangkan biaya implisit adalah biaya yang secara ekonomis harus ikut diperhitungkan sebagai biaya produksi meskipun tidak dibayar dengan uang. Hingga saat ini sulit bagi para peneliti untuk menentukan suatu struktur modal yang paling tepat.

Salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan adalah *pecking order theory*, Myers (1984) yang mengemukakan adanya kecenderungan perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan atas dasar hirarki risiko (*pecking order theory*). *Pecking order theory* adalah salah satu teori yang didasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas. Dengan demikian, perusahaan akan lebih memilih mendanai investasinya berdasarkan suatu urutan resiko. Bayless dan Diltz (1994) mengemukakan bahwa *pecking order* cenderung akan memilih *internal fund*, *riskless debt*, *risky debt* dan *equity*. Myers dan Majluf (1984), dan Myers (1984) mengacu terhadap masalah ini sebagai hipotesis *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *internal equity* terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external finance*, maka perusahaan akan mengeluarkan debt sebelum menggunakan *external equity*.

Dengan adanya teori *pecking order* ini kemudian menyanggah penelitian yang dilakukan Masulis (1980) yang menemukan bahwa harga saham suatu perusahaan akan naik, apabila diumumkan akan diterbitkan pinjaman untuk digunakan membeli kembali saham perusahaan tersebut. Bringham et al (1999), juga mengemukakan bahwa peningkatan hutang juga

dapat diartikan pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya di masa yang akan datang atau risiko bisnis yang rendah, sehingga penambahan hutang telah memberi sinyal positif bagi investor akan naiknya nilai perusahaan.

Sebagai pengelola perusahaan, manajer memiliki lebih banyak informasi internal dan prospek perusahaan dibandingkan pemilik (pemegang saham) sehingga terjadi asimetri informasi dan memicu kemungkinan terjadinya *agency problem* yaitu *agency conflict* dan *agency cost*, yaitu konflik yang timbul sebagai akibat keinginan manajemen (agent) untuk melakukan tindakan yang sesuai dengan kepentingannya yang dapat mengorbankan kepentingan pemegang saham (principal). Ashbaugh et al (2004) menyatakan bahwa *agency costs* muncul sebagai akibat terjadinya asimetri informasi di pasar yang disebabkan karena pemegang saham tidak dapat secara langsung mengamati perilaku dan tindakan manajer, yang berpotensi menciptakan masalah *moral hazard*, atau tidak dapat mengetahui nilai ekonomis perusahaan yang sesungguhnya, yang berpotensi menciptakan masalah *adverse selection*. Tanpa pengendalian yang memadai, pemantauan yang efektif, dan transparansi informasi keuangan, investor yang rasional akan melindungi dirinya dengan meningkatkan biaya ekuitas perusahaan (Ashbaugh et al, 2004). Jensen dan Meckling (1976) berargumentasi bahwa konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian, guna mengurangi konflik kepentingan antara kepemilikan dan pengendalian dapat dilakukan dengan meningkatkan

kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan. Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer, diharapkan manajer akan bertindak sesuai dengan keinginan para principal karena manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja, selain itu manajer juga akan sangat hati-hati dalam melakukan kecurangan – kecurangan dalam pelaporan keuangan dan salah satunya adalah kecurangan dalam pelaporan laba.

Manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik sebagai wujud dari tanggung atas pengelolaan perusahaan. Akan tetapi informasi yang disampaikan terkadang diterima tidak sesuai dengan kondisi perusahaan sebenarnya. Dalam kondisi yang demikian ini dikenal sebagai informasi yang tidak simetris atau asimetri informasi (*information asymmetric*) (Haris, 2004). Adanya asimetri antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*) akan memberi kesempatan kepada manajer untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*) (Richardson, 1998).

Penyusunan *earnings* yang biasanya dilakukan sering dilakukan oleh manajemen karena manajemenlah yang lebih mengetahui kondisi di dalam perusahaan, kondisi tersebut diprediksi oleh Dechow (1995) dapat menimbulkan masalah karena manajemen sebagai pihak yang memberikan informasi tentang kinerja perusahaan dievaluasi dan dihargai berdasarkan laporan yang dibuatnya sendiri. Laba yang kurang berkualitas bisa terjadi karena dalam menjalankan bisnis perusahaan, manajemen bukan merupakan pemilik perusahaan. Menurut Bagnoli dan Watts (2000), praktik

manajemen laba banyak dilakukan oleh manajemen karena mereka menganggap bahwa perusahaan lain juga melakukan hal yang sama. Dengan demikian, kinerja kompetitor juga dapat menjadi pemicu untuk melakukan praktik manajemen laba karena investor dan kreditur akan melakukan komparasi untuk menentukan perusahaan mana yang mempunyai rating yang baik (*favorable*).

Warfield et al. (1995) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial berhubungan secara negatif dengan manajemen laba sebagai proksi kualitas laba. Chtourou et al. (2001) menemukan bahwa *earnings management* secara signifikan berhubungan dengan beberapa praktik *governance* oleh dewan komisaris dan komite audit. Klein (2002) memberikan bukti secara empiris bahwa perusahaan yang membentuk komite audit independen melaporkan laba dengan kandungan akrual diskresioner yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membentuk komite audit independen. Chan et al (2001) menemukan bukti adanya hubungan yang negatif antara akrual dengan harga saham yang akan datang. Morck, Shleifer & Vishny (1988) menemukan bukti bahwa Tobin's Q (nilai perusahaan) meningkat dan kemudian menurun searah dengan peningkatan kepemilikan manajerial.

Kajian-kajian ilmiah di bidang keuangan secara formal telah ikut serta dalam merumuskan teori untuk menjelaskan mengapa perusahaan harus membayar dividen atau tidak harus membayar dividen (Baker dan Powell, 1999). Dalam bentuk yang modern, bagaimanapun, teori kebijakan dividen

adalah secara kuat bertalian dengan hasil kerja dari Miller dan Modigliani (1961) dengan thesis mereka *dividend policy irrelevance*. Miller dan Modigliani menunjukkan bahwa berdasarkan asumsi-asumsi tertentu termasuk di antaranya para investor yang rasional dan suatu pasar modal yang sempurna, nilai pasar dari suatu perusahaan adalah terlepas dari kebijakan dividennya, pernyataan ini didukung oleh; Black dan Scholes (1974), Miller dan Scholes (1978), dan Jose dan Stevens (1989). Bagaimanapun, dalam praktek-praktek di pasar secara nyata, telah ditemukan bahwa kebijakan dividen nampaknya menjadi permasalahan, dan melonggarkan satu atau lebih dari asumsi-asumsi pasar modal yang sempurna adalah sebagai suatu dasar telah terbentuknya teori-teori yang menjadi tandingan dari teori kebijakan dividen tersebut.

Muncul beberapa studi empiris yang menolak *dividend irrelevance theory* dari Miller dan Modigliani (1961) dan mendukung *bird in hand theory* sebagai suatu teori relevansi dividen dari Gordon dan Lintner (1963), Long (1978), dan Sterk dan Vandenberg (1990). Selanjutnya muncul Teori *tax preference* yang menyatakan bahwa rendahnya *dividend payout ratio* akan menjadikan lebih rendahnya tingkat pengembalian yang disyaratkan dan pada gilirannya akan meningkatkan penilaian terhadap saham-saham perusahaan (Brennan, 1970). Beberapa studi seperti Litzenberger dan Ramaswamy (1979), Poterba dan Summers, (1984), dan Barclay (1987) telah menyajikan bukti empiris dalam mendukung dari argumentasi pengaruh pajak. Sedangkan yang lainnya, seperti Black dan Scholes (1974), Miller dan

Scholes (1982), dan Morgan dan Thomas (1998) mempunyai temuan-temuan yang berbeda bahkan bertentangan dengan itu, serta menyediakan penjelasan yang berbeda.

Teori lainnya yang berhubungan dengan kebijakan dividen perusahaan adalah *clientele effects hypothesis*. Menurut argumentasi teori ini, para investor mungkin tertarik kepada tipe dari saham-saham yang sesuai dengan preferensi konsumsi atau savings mereka. Hal itu adalah, apabila pendapatan dividen terkena pajak pada suatu tingkat yang lebih tinggi daripada capital gains, para investor dalam kelompok-kelompok yang terkena pajak tinggi mungkin menyukai *non dividend* atau saham-saham yang membayar rendah dividen, dan sebaliknya. Selain itu, kehadiran dari biaya-biaya transaksi mungkin menciptakan pelanggan-pelanggan (*clienteles*) tertentu.

Terdapat banyak studi empiris yang dilakukan atas *clientele effects hypothesis* ini, namun demikian temuan-temuannya adalah berupa bauran (*mixed*). Pettit (1977), Scholz (1992), dan Dhaliwal, Erickson dan Trezevant (1999) memperlihatkan bukti yang konsisten dengan keberadaan dari *clientele effects hypothesis*. Studi-studi yang menemukan bukti yang lemah atau bukti yang sebaliknya adalah Lewellen et al. (1978), Richardson, Sefcik dan Thomason (1986), Abrutyn dan Turner (1990), dan yang lainnya.

Teori keagenan menjelaskan bahwa pembayaran dividen dapat mengurangi masalah yang berhubungan dengan asimetri informasi. Dividen mungkin juga berperan sebagai suatu mekanisme untuk mengurangi *cash*

flow yang ada di bawah kendali manajemen, dengan demikian membantu untuk mengurangi masalah keagenan. Mengurangi dana-dana yang ada di bawah kebijaksanaan manajemen akan menghasilkan suatu kekuatan yang mendorong para manajer untuk lebih sering masuk ke dalam pasar-pasar modal, jadi menaruh mereka di bawah pengawasan yang cermat dari para pemasok modal (Rozeff, 1982, dan Easterbrook, 1984). Banyak peneliti telah memberikan dukungan secara empiris terhadap penjelasan keagenan sebagai jawaban atas pertanyaan mengapa perusahaan membayar dividen, diantaranya adalah Rozeff (1982), Lloyd, Jahera dan Page (1985), Jensen, Solberg dan Zorn (1992), dan Holder, Langrehr dan Hexter (1998), dan yang lainnya. Sedangkan, peneliti-peneliti lainnya seperti Denis dan Sarin (1994), Yoon dan Starks (1995), dan Lie (2000) memberikan dukungan kecil atau menolak pandangan ini.

Berdasarkan data awal yang diambil dan diolah dari ICMD tahun 2007-2012 tampak bahwa rata-rata perusahaan dengan proporsi komite audit besar mendapatkan nilai perusahaan (tobins Q) rendah dibanding dengan proporsi komite audit dengan proporsi rendah. Hal ini dapat dilihat dari Tabel 1.1 di bawah ini.

Tabel 1.1 Proporsi komite audit, struktur kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan beberapa perusahaan di BEI periode 2007–2012

No.	Perusahaan	jumlah komite audit	rata-rata struktur kep manajerial	nilai perusahaan
1	Unilever Indonesia Tbk	5	0.0002%	0.286
2	Gudang Garam Tbk	4	2.06%	0.259
3	Siantar Top Tbk	3	6.81%	0.196
4	Langgeng Makmur Industri Tbk	3	0.02%	0.804
5	Mandom Indonesia Tbk	6	0.39%	0.681
6	Pradisha Aneka Niaga Tbk	5	0.16%	0.768
7	Sekar Laut Tbk	5	0.12%	0.466
8	Ultra Jaya Milk Tbk	5	12.51%	0.812
9	Kalbe Farma Tbk	5	0.02%	0.117
10	Kimia Farma Tbk	5	0.26%	0.414
11	Pyridam Farma Tbk	5	23.08%	0.355
12	Mustika Ratu Tbk	5	0.03%	0.317
13	Kedaung Indah can Tbk	5	4.63%	0.345
14	Indofood Sukses Makmur Tbk	4	0.04%	0.351

Sumber : ICMD periode 2007 – 2012 , data diolah

Dari Tabel di atas tampak bahwa terdapat beberapa fenomena yang tidak sejalan dengan beberapa teori, diantaranya PT Unilever dengan proporsi komite audit 80% atau berjumlah 5 orang memiliki nilai perusahaan sebesar 0,286, sedangkan Indofood dengan proporsi komite audit 30% atau berjumlah rata-rata 4 orang memiliki nilai perusahaan sebesar 0,351. atau lebih besar dari PT. Unilever. Padahal McMullen (1996) dalam Siallagan dan Machfoedz (2006) menyatakan bahwa investor, analis dan regulator menganggap komite audit memberikan kontribusi dalam kualitas pelaporan keuangan. Hal ini membuktikan keberadaan komite audit secara positif dan signifikan mempengaruhi nilai perusahaan. Komite audit ini merupakan usaha perbaikan terhadap cara pengelolaan perusahaan terutama cara pengawasan terhadap manajemen perusahaan, karena akan menjadi

penghubung antara manajemen perusahaan dengan dewan komisaris maupun pihak ekstern lainnya.

Komite audit juga berperan dalam mengawasi proses pelaporan keuangan perusahaan yang bertujuan mewujudkan laporan keuangan yang disusun melalui proses pemeriksaan dengan integritas dan obyektivitas dari auditor. Variabel lain yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah kebijakan dividen. Adapun pembagian dividen dalam bentuk dividen payout ratio yang dilakukan oleh perusahaan manufaktur selama periode 2005 – 2012 sebagai berikut.

Tabel 1.2. Rata-rata Proporsi komite audit, kepemilikan manajerial, dividen payout ratio dan manajemen laba periode 2005 – 2012

No	keterangan	jumlah komite audit	manajerial	dpr	M.L	tobin
1	PT GT Kabel Indonesia Tbk.	6	0.013	0.00	-0.60	dddd
2	PT Trias Sentosa, Tbk.	5	0.011	53.44	-0.51	1.202
3	PT United Tractors Tbk.	5	0.014	29.62	-0.54	1.506
4	PT Indocement Tunggul Prakasa Tbk.	5	0.023	23.74	-0.49	1.270
5	PT Ades Water Indonesia Tbk.	5	0.028	0.00	-0.63	1.067
6	PT Unggul Indah Cahaya Tbk.	5	0.019	28.00	-0.52	1.122
7	PT Delta Djakarta Tbk.	5	0.034	86.62	-0.44	1.803
8	PT Fast Food Indonesia Tbk.	4	0.026	18.96	-0.47	1.143
9	PT Eratex Djaja Tbk.	4	0.114	0.00	-0.76	1.106
10	PT Barito Pacific Tbk.	4	0.139	0.00	-0.51	1.040
11	PT Intikeramik Alamasri Industry Tbk.	4	0.010	0.00	-0.50	1.063
12	PT Arwana Citramulia Tbk.	4	0.021	11.75	-0.49	1.161
13	PT Kedaung Indah Can Tbk.	4	0.010	0.00	-0.43	1.065
14	PT Panasias Filament Inti Tbk.	4	0.094	0.00	-0.64	1.085
15	PT Modern Internasional Tbk.	4	0.014	0.15	-0.49	1.050

Sumber : ICMD periode 2005 – 2012 , data diolah

Berdasarkan Tabel 1.2 di atas tampak beberapa perusahaan tidak membagikan dividennya atau DPR sama dengan 0, tetapi memiliki tobinq hampir sama dengan perusahaan yang membagikan dividennya sehingga

sekilas dividen tidak memberikan pengaruh berarti pada peningkatan nilai perusahaan yang tercermin dari tobinq nya. Selain itu manajemen laba yang diproksi dari acrual diskresioner semua negatif tetap tidak memberikan pengaruh berarti dengan nilai perusahaan.

Banyak penelitian yang telah memberikan kontribusi pemikiran teoritis dan menyediakan bukti empiris yang berkenaan dengan faktor penentu dari suatu kebijakan dividen perusahaan. Isu kebijakan dividen, bagaimanapun, adalah belum terpecahkan (Naceur et al., 2006). Sejalan dengan itu, Bhattacharyya (2007) menjelaskan bahwa kebijakan dividen merupakan suatu hal yang paling sulit dan merupakan tantangan bagi para ahli ekonomi keuangan. Tiga dekade yang lalu, Black (1976) menyatakan bahwa semakin kuat kita memperhatikan gambaran tentang dividen, maka semakin nyata hal itu terlihat seperti suatu teka-teki, dengan pecahan-pecahan yang berantakan dan yang tidak saling berkesesuaian. Brealey dan Myers (2005) memasukan permasalahan dividen dalam daftar salah satu dari sepuluh permasalahan yang penting yang belum terpecahkan dalam bidang keuangan.

Berdasarkan fenomena, preposisi dan kajian teoritik yang telah dikemukakan sebelumnya maka pada penelitian ini akan diuji pengaruh komite audit, struktur modal dan struktur kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan variabel manajemen laba dan kebijakan dividen sebagai variabel antara (*intervening variable*).

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan permasalahan pada latar belakang di atas maka rumusan masalahnya adalah sebagai berikut:

1. Apakah komite audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Manajemen Laba?
2. Apakah Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Manajerial dan Manajemen Laba berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen?
3. Apakah komite audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan?
4. Apakah Manajemen Laba dan Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh komite audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba
2. Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen
3. Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh komite audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan
4. Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh Manajemen Laba dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan.

1.4 Kegunaan Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kegunaan sebagai berikut:

1. Dapat menjadi bahan pertimbangan keputusan keuangan bagi perusahaan emiten dan investor yang akan berinvestasi di Bursa Efek Jakarta.
2. Sebagai upaya kajian teoritis bagi pengembangan teori dalam memperkaya khasanah dan literatur khususnya yang berkaitan dengan portofolio saham dan manajemen keuangan.
3. Sebagai referensi bagi pihak-pihak yang ingin melakukan penelitian lebih lanjut dengan obyek yang sama.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Kajian tentang Manajemen Keuangan

Salah satu fungsi perusahaan yang penting bagi keberhasilan usaha suatu perusahaan dalam pencapaian tujuannya adalah kondisi manajemen keuangan perusahaan tersebut. Oleh karena itu perusahaan harus member perhatian khusus terhadap kemajuan keuangan demi tercapainya tujuan perusahaan. Berikut pendapat yang dikemukakan oleh beberapa ahli mengenai beberapa pengertian dari manajemen keuangan tersebut.

Manajemen keuangan menurut Bambang Riyanto (2001), mengemukakan bahwa: "Manajemen keuangan sebagai keseluruhan aktivitas perusahaan yang bersangkutan dengan usaha mendapatkan dana yang diperlukan dengan biaya yang minimal dan syarat-syarat yang paling menguntungkan beserta usaha untuk menggunakan dana tersebut seefisien mungkin".

Menurut Brigham dan Houston (1998) yang di ahli bahasakan oleh Robinson Tarigan mengenai definisi dari manajemen keuangan, mereka mengemukakan bahwa: "Manajemen keuangan dapat diterangkan berdasarkan fungsi dan tanggung jawab dari manajer keuangan. Fungsi utama manajer keuangan adalah merencanakan, mencari dan memanfaatkan dana dengan berbagai cara untuk memaksimalkan efisiensi (daya guna) dari operasi-operasi perusahaan".

Berdasarkan pendapat-pendapat tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa manajemen keuangan adalah merupakan aktivitas-aktivitas yang menyangkut perencanaan, pencarian dan pemanfaatan dana perusahaan sebijaksana mungkin demi tercapainya tujuan perusahaan.

Manajer keuangan perlu mengambil keputusan-keputusan yang benar dalam penentuan tujuan perusahaan serta dalam usaha pencapaian tujuan tersebut. Keputusan yang diambil haruslah dengan prinsip memaksimalkan nilai perusahaan, yang identik dengan memaksimalkan laba, serta meminimumkan tingkat resiko. Agar keseimbangan tersebut dapat diperoleh, maka perusahaan harus melakukan pengawasan yang ketat terhadap aliran dana. Berdasarkan uraian tersebut menurut pendapat Brigham dan Houston (2001) yang di ahli bahasakan oleh Robinson Tarigan mengenai tujuan manajemen keuangan adalah sebagai berikut:

1. Laba yang maksimal
2. Resiko yang minimal
3. Melakukan pengawasan aliran dana, dimaksudkan agar penggunaan dan pencarian dana dapat diketahui segera
4. Menjaga fleksibilitas perusahaan.

Adapun fungsi atau peranan dari seorang manajer keuangan menurut Syamsudin (2002), yaitu sebagai berikut:

1. Menganalisa dan merencanakan pembelanjaan perusahaan, sehingga dapat digunakan untuk memonitor keadaan keuangan perusahaan, perencanaan kebutuhan-kebutuhan modal pada masa yang akan

datang, menilai kemungkinan-kemungkinan modal pada masa yang akan datang, menilai kemungkinan peningkatan produktivitas dan penentuan atau jenis-jenis modal yang akan ditarik.

2. Mengelola penanaman modal dalam aktiva, sehingga dapat menganalisa keadaan pada masa lalu, serta kemungkinan-kemungkinan pada masa yang akan datang yang dihubungkan dengan tujuan jangka panjang perusahaan.
3. Mengatur struktur finansial dan struktur modal perusahaan.

Hal ini dilakukan sehubungan dengan struktur finansial perusahaan yaitu sebagai berikut:

- a. Penentuan alokasi yang terbaik antara hutang lancar dengan modal jangka panjang.
- b. Penentuan jenis hutang lancar dan modal jangka panjang yang paling menguntungkan bagi perusahaan.

Sedangkan dalam hubungannya dengan struktur modal, maka tekanan yang diberikan adalah pada penentuan komposisi modal jangka panjang, yaitu perbandingan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri.

Berdasarkan pendapat diatas mengenai fungsi atau peranan seorang manajer keuangan yang sudah diuraikan sebelumnya maka dapat diketahui bahwa peranan seorang manajer keuangan sangat dibutuhkan keberadaannya untuk memonitor keadaan keuangan perusahaan, menemukan masalah-masalah yang dihadapi kemudian mencoba untuk

mencari pemecahan masalah tersebut, sehingga tujuan perusahaan secara keseluruhan akan mudah dicapai.

2.2 Pasar Modal sebagai Salah Satu Sumber Dana

Pengambilan keputusan tentang di mana dan bagaimana mendapatkan dana berkaitan dengan pemilihan sumber dana. Dana bagi perusahaan adalah amat penting untuk dapat mempertahankan usahanya. Dalam hal ini Weston dan Brigham (1993) mengemukakan bahwa "*Capital is a necessary factors of production*". Setiap perusahaan akan berusaha mempertahankan dana yang cukup untuk memenuhi segala kebutuhan perusahaan. Kondisi ini disebut keseimbangan dana, yaitu suatu kondisi di mana terdapat keseimbangan antara dana yang tersedia dengan jumlah dana yang diperlukan perusahaan.

Dalam kondisi keseimbangan seperti ini perusahaan tidak akan mengalami gangguan-gangguan keuangan. Penyimpangan dari keseimbangan dana dapat menimbulkan terjadinya ketidakseimbangan (*unequilibrium*) antara dana yang tersedia dengan jumlah dana yang dibutuhkan.

Terdapat dua kemungkinan penyimpangan dari kondisi keseimbangan dana, yaitu kekurangan dana atau kelebihan dana. Kekurangan dana akan terjadi apabila jumlah dana yang tersedia dalam perusahaan atau tertanam dalam perusahaan kurang cukup untuk memenuhi seluruh kebutuhannya. Gejala-gejala yang nampak dalam perusahaan jika kondisi ini terjadi adalah antara lain : persediaan kas yang terlalu kecil dibandingkan dengan

kewajiban membayarnya, terlalu sedikit persediaan bahan mentah sehingga tidak mampu memproduksi sesuai dengan permintaan atau pesanan dan banyaknya bangunan – bangunan atau peralatan yang tidak terpakai karena kurangnya persediaan alat likuid untuk membelanjai operasinya.

Kekurangan dana akan menghambat produksi karena perusahaan tidak mampu membeli bahan mentah. Hambatan dalam memproduksi akan berpengaruh terhadap pemasaran hasil produksinya, pemenuhan pesanan tidak terjadi pada waktunya dan lama kelamaan perusahaan tidak dapat memproduksi lagi. Kemungkinan penyimpangan kedua adalah kelebihan dana. Kelebihan dana ini terjadi apabila jumlah uang yang tersedia dan tertanam dalam perusahaan melebihi jumlah yang diperlukan untuk membelanjai usaha-usahanya.

Gejala gejala yang nampak pada perusahaan akibat kelebihan dana antara lain adalah persediaan kas yang terlalu besar, simpanan di bank yang tidak dipergunakan untuk tujuan yang produktif, terlalu banyaknya persediaan bahan mentah, dan adanya investasi yang berlebihan dalam aktiva. Pada suatu sisi kelebihan dana menguntungkan karena kebutuhan perusahaan untuk mempertahankan produksi dapat dipenuhi, tapi pada sisi yang lain, apabila jumlah dana yang terlalu banyak dana tersebut pasti menganggur. Ditinjau dari segi profitabilitas dana yang menganggur akan menurunkan profitabilitas karena tidak menghasilkan laba. Selain itu dana yang berlebihan menyebabkan semakin besarnya kemungkinan terjadinya pemborosan disebabkan pengeluaran yang tidak terkendali.

Dalam menjalankan kegiatan usahanya, pengusaha selalu menginginkan untuk mengembangkan usaha atau memperbesar operasi kegiatannya. Untuk maksud tersebut dibutuhkan tambahan dana yang relatif besar. Misalnya bila kapasitas mesin terpasang yang ada pada perusahaan belum dimanfaatkan secara optimal, maka perluasan usaha dapat dilakukan dengan mengoptimalkan kapasitas mesin tersebut sehingga jumlah hasil produksi dapat meningkat. Akan tetapi apabila kapasitas mesin terpasang sudah optimal, pengembangan usaha dapat dilakukan dengan melakukan perluasan usaha dengan membangun sarana baru.

Perluasan usaha memerlukan tambahan dana yang relatif besar dan dana tersebut harus tertanam dalam perusahaan untuk jangka waktu yang lama. Bila dana untuk keperluan perluasan usaha atau pendirian sarana produksi baru tidak dapat sepenuhnya dibelanjahi oleh perusahaan sendiri, maka perusahaan memerlukan tambahan dana yang bersumber dari luar perusahaan.

1. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal berdasarkan pengertian pasar pada umumnya, yaitu tempat bertemunya penjual dan pembeli yang memperjualbelikan dana, barang dan atau jasa, maka pasar modal mempertemukan penjual modal dan pembeli modal. Pembeli modal adalah baik perorangan maupun lembaga atau institusi/badan yang menginvestasikan dananya melalui pembelian surat-surat berharga dengan tujuan mendapatkan hasil (return), sedangkan penjual surat berharga adalah perusahaan yang

memerlukan tambahan modal untuk keperluan usahanya.

Rose et al., (1993:91) membedakan pasar modal dan pasar uang sebagai berikut:

"The term money refers to the market for short-term financial instrument with a time to maturity for one year or less. The term capital market refers to the market for long term financial assets having actual maturities of more than one year. Distinctions between short and long are somewhat arbitrary, although one year is the most common dividing point. Both of these markets perform services in the financial systems".

Pakar lain yaitu Chabra (1987:25) mengemukakan perbedaan antara pasar modal dan pasar uang sebagai berikut:

Money market consists of very short term debt securities that usually are highly marketable. The money market includes short term, marketable, liquid, low risk debt securities. Money market instruments sometimes are called cash equivalents because of their safety of liquidity. Capital markets, in contrast, include longer-term and riskier securities. The capital market is composed of longer term borrowing instrument than those that trade in the money market.

Berdasarkan pendapat dua pakar di atas dapat dikemukakan bahwa pasar uang (money market) merupakan pasar uang jangka pendek. Artinya instrument yang ada di dalamnya terdiri atas surat-surat berharga jangka pendek yang mudah diperjualbelikan (marketable) dan bersifat sangat likuid. Sebaliknya pasar modal merupakan pasar di mana surat-surat berharga yang berjangka panjang diperdagangkan.

Di dalam pasar modal diperdagangkan instrument jaminan yang jangka waktunya lebih panjang dibandingkan dengan instrument yang

terdapat dipasar uang. Selanjutnya Chabra mengemukakan bahwa pasar modal berhubungan erat dengan tabungan dan investasi yang berfungsi sangat vital bagi pertumbuhan ekonomi.

Dalam perekonomian yang maju, unit ekonomi yang menabung uangnya akan berbeda dengan unit ekonomi yang memerlukan dana untuk investasi, dan pasar modal menjembatani antara unit yang menabung dan yang mempunyai surplus untuk ditransformasikan ke dalam investasi. Melalui proses tersebut pasar modal memberikan kontribusi pada stabilitas ekonomi dengan jalan mengalihkan saving menjadi investasi, sehingga memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi.

Patrick dan Wai dalam Abdulbasir Anwar (1990:12) mendefinisikan pasar modal sebagai berikut:

- a. Pasar modal dalam arti luas adalah sistem keuangan secara keseluruhan dan terorganisir, termasuk bank-bank komersial dan semua perantara di bidang keuangan.
- b. Pasar modal dalam arti menengah adalah semua pasar yang terorganisir dan lembaga-lembaga yang memperdagangkan warkat-warkat kredit (biasanya yang berjangka waktu lebih dari satu tahun) termasuk saham, obligasi, pinjaman jangka panjang, hipotik, tabungan dan deposito berjangka.
- c. Pasar modal dalam arti sempit adalah pasar yang terorganisir dan memperdagangkan saham-saham dan obligasi dengan menggunakan

jasa pialang dan underwriter.

Selanjutnya pakar lain, yaitu Marzuki Usman (1991 :33) mengemukakan pendapatnya mengenai pasar modal sebagai suatu pasar di mana dana jangka panjang baik hutang maupun modal sendiri diperdagangkan. Dana jangka panjang yang diperdagangkan berupa pinjaman yang biasanya disebut obligasi, dan dana jangka panjang yang merupakan modal sendiri, yang biasanya berbentuk saham. Pada umumnya saham yang diperdagangkan di pasar modal adalah saham biasa dan saham preferen.

Menurut Undang-undang No.15 tahun 1952 yang dimaksud dengan bursa atau pasar modal adalah bursa perdagangan di Indonesia, yang didirikan untuk perdagangan uang dan efek, termasuk semua pelelangan efek. Menurut Keputusan Presiden No. 60 tahun 1988, pasar modal adalah bursa yang merupakan tempat untuk mempertemukan penawar dan peminta dana jangka panjang sebagaimana dimaksud dalam Undang-undang No. 15 tahun 1952 tentang bursa. Menurut Keputusan Presiden No. 53 tahun 1990, bursa adalah suatu tempat pertemuan termasuk suatu sistim elektronik tanpa tempat pertemuan yang diorganisir dan digunakan untuk menyelenggarakan pertemuan pemasaran, jual beli atau perdagangan efek.

Dari apa yang dikemukakan oleh beberapa Pakar, Undang-undang No. 15/52, Kepres No. 60 tahun 1988 dan Kepres No. 53 tahun 1990 tersebut di atas, dapat diambil kesimpulan bahwa pasar modal

jasa pialang dan underwriter.

Selanjutnya pakar lain, yaitu Marzuki Usman (1991 :33) mengemukakan pendapatnya mengenai pasar modal sebagai suatu pasar di mana dana jangka panjang baik hutang maupun modal sendiri diperdagangkan. Dana jangka panjang yang diperdagangkan berupa pinjaman yang biasanya disebut obligasi, dan dana jangka panjang yang merupakan modal sendiri, yang biasanya berbentuk saham. Pada umumnya saham yang diperdagangkan di pasar modal adalah saham biasa dan saham preferen.

Menurut Undang-undang No.15 tahun 1952 yang dimaksud dengan bursa atau pasar modal adalah bursa perdagangan di Indonesia, yang didirikan untuk perdagangan uang dan efek, termasuk semua pelelangan efek. Menurut Keputusan Presiden No. 60 tahun 1988, pasar modal adalah bursa yang merupakan tempat untuk mempertemukan penawar dan peminta dana jangka panjang sebagaimana dimaksud dalam Undang-undang No. 15 tahun 1952 tentang bursa. Menurut Keputusan Presiden No. 53 tahun 1990, bursa adalah suatu tempat pertemuan termasuk suatu sistim elektronik tanpa tempat pertemuan yang diorganisir dan digunakan untuk menyelenggarakan pertemuan pemasaran, jual beli atau perdagangan efek.

Dari apa yang dikemukakan oleh beberapa Pakar, Undang-undang No. 15/52, Kepres No. 60 tahun 1988 dan Kepres No. 53 tahun 1990 tersebut di atas, dapat diambil kesimpulan bahwa pasar modal

merupakan tempat yang digunakan untuk terlaksananya penyelenggaraan perdagangan surat-surat berharga.

Dalam pasar modal terdapat 2 kelompok, yaitu perusahaan yang menawarkan saham dan surat berharga lainnya kepada masyarakat dengan persyaratan tertentu, serta adanya investor yang akan membeli surat-surat berharga, yaitu saham dan obligasi sebagai salah satu alternatif dari investasinya.

2. Peranan Pasar Modal

Seperti telah diutarakan di atas, pasar modal merupakan salah satu alternatif penting untuk pengaliran dana yang diperlukan dalam rangka pembangunan ekonomi nasional. Berikut ini akan dikemukakan beberapa pendapat tentang peranan pasar modal sebagai berikut:

Securities Market in Japan (1991: 1) mengemukakan bahwa pasar modal mempunyai peranan sebagai berikut:

"(1). Financing long term for the government and corporate sector, (2). Providing the investing public with a market place for investing their financial assets, (3) contributing to an efficient management of the economy".

Dari kutipan di atas dapat diartikan bahwa peranan pasar modal meliputi pembelanjaan jangka panjang untuk sektor pemerintah dan sektor perusahaan, penyediaan tempat (pasar) bagi masyarakat investor untuk menginvestasikan aktiva financial mereka dan memberikan kontribusi pada manajemen perekonomian yang efisien.

Leffler (1963, 460) mengemukakan beberapa peranan pasar modal sebagai berikut :

"(1) Creation of continuous market, (2) fair price determination, (3) aid in

financing industries, (4) provide accurate and continuous report on sales and quotation, (5) the release of information on the listed company. (6) protect securities owners ”.

Dari kutipan tersebut di atas, dapat diartikan bahwa pasar modal mempunyai peranan dalam penyelenggaraan transaksi pasar modal yang kontinyu, pembentukan harga yang wajar, membantu industri dalam pembelanjannya, menyediakan laporan penjualan dan kuota secara teliti dan kontinyu, menyiarkan banyak informasi pada perusahaan yang terdaftar dipasar modal, melindungi surat-surat berharga pemilik.

Pernyataan Leffler didukung oleh Marsuki Usman (1991) yang mengemukakan bahwa pasar modal berfungsi sebagai (1) sarana mobilisasi dana-dana masyarakat, sebagai sumber pembelanjaan pada dunia pada khususnya dan pembangunan nasional pada umumnya (2) sarana pemerataan hasil-hasil pembangunan bagi seluruh rakyat Indonesia.

Dari beberapa pendapat tersebut di atas, dapat disimpulkan bahwa sumbangan dan peranan pasar modal terhadap perekonomian sangat luas seperti dinyatakan oleh Abdulbasith Anwar (1990 :16), bahwa pasar modal mempunyai peranan yang besar, (1) mobilisasi dana yang dibutuhkan untuk membelanjai perkembangan ekonomi, (2) industri dapat dikembangkan tanpa menunggu pinjaman dana dari bank dan pemerintah,(3) untuk memotivasi perkembangan pengusaha, (4) meningkatkan pendapatan pemerintah dari adanya pajak yang diterima.

Dari beberapa pernyataan tentang peranan pasar modal, dapat disimpulkan bahwa pasar modal sebagai sarana untuk mempertemukan penawar dan pencari dana jangka panjang pada dasarnya mempunyai fungsi yang luas dan mempunyai berbagai manfaat seperti yang diutarakan oleh Islahuzamman.

Menurut Islahuzamman (1991 :76) pasar modal mempunyai peranan yang sangat bermanfaat bagi tiga sektor yang ada dalam masyarakat, yaitu sektor pembangunan, sektor dunia usaha, dan sektor investasi. Bagi sektor pembangunan, melalui pasar modal dapat dihimpun dana yang besar yang dapat digunakan untuk pembangunan. Bagi sektor dunia usaha, dapat diperoleh dana secara go-public. Dan bagi sektor investasi pasar modal merupakan sarana untuk menanamkan modal dengan membeli saham perusahaan yang go-public.

3. Perusahaan yang Listing di Pasar Modal (Go-Public)

Sumantoro (1990:64) mengemukakan pendapatnya tentang pengertian go-public, yaitu sebagai proses memasyarakatkan perusahaan melalui partisipasi atau penyertaan masyarakat dalam usahanya, baik dalam penilaian maupun dalam penetapan kebijaksanaan pengelolaan perusahaannya.

Menurut apa yang dikemukakan oleh pakar tersebut di atas, go-public berarti perusahaan menawarkan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam usaha dengan memiliki saham-saham perusahaan.

Sebagai pemilik saham perusahaan, masyarakat berhak ikut menentukan kebijaksanaan pengelolaan perusahaan melalui Rapat Umum Pemegang Saham.

Sebaliknya bagi perusahaan juga terbuka kesempatan untuk memperoleh dana dari luar guna membelanjai usahanya, karena dengan berkembangnya usaha, perusahaan perlu mendapatkan dana segar dengan resiko yang kecil.

4. Keunggulan Perusahaan yang Go-Publik

Berikut ini akan dikemukakan beberapa keunggulan dan kelemahan go-public menurut beberapa pakar. Menurut Weston dan Brigham (1993) terdapat beberapa keunggulan dalam melakukan go-public, yaitu: "(1) *facilitates stockholder diversification*, (2) *increases liquidity*, (3) *makes it easier to raise new corporate cash*, (4) *establishes a value for the firm*".

Dari kutipan di atas dapat diartikan bahwa dengan go-public, perusahaan mempunyai beberapa keunggulan sebagai berikut:

- a. Kemungkinan mengadakan diversifikasi. Dengan berkembangnya perusahaan, pendirinya menyadari akan kenyataan bahwa sebagian kekayaannya terikat dalam perusahaan. Dengan go-public maka para pendiri perusahaan dapat mendiversifikasikan kekayaannya. Dengan demikian dapat memperkecil risiko portopolio mereka.
- b. Meningkatkan likuiditas. Saham perseroan terbatas yang tidak go-public bersifat sangat tidak cair. Tidak ada pasar yang terbuka bagi

saham demikian. Bila salah seorang pemilik saham bermaksud menjual saham miliknya, sulit untuk mencari calon pembelinya, dan walaupun ada sulit untuk mencari titik temu mengenai harganya. Masalah ini tidak terjadi pada perusahaan yang go-public.

- c. Kemudahan menghimpun dana tambahan. Perusahaan perseorangan yang memerlukan tambahan dana tergantung kemampuan keuangan pemiliknya untuk: menambah modal yang dibutuhkan atau mencari beberapa investor kaya yang mau menginvestasikan uangnya dalam perusahaan itu. Orang luar umumnya enggan menginvestasikan uang dalam perusahaan perseorangan karena jika mereka tidak menguasai kendali perusahaan (saham di atas 50%) maka ada kemungkinan orang dalam memperlakukan dengan cara menahan Dividen atau cara-cara lainnya. Hal-hal seperti ini menyebabkan kesulitan bagi perusahaan tertutup untuk: menghimpun modal. Karena salah satu persyaratan go-public adalah keterbukaan perusahaan maka masalah-masalah di atas jadi sangat ringan di mana investor boleh mengetahui latar belakang lengkap dari perusahaan dan atas dasar itu lebih bersedia menanamkan dananya.

5. Membentuk nilai perusahaan.

Dalam perusahaan yang go-public, maka masalah di atas tidak ada lagi karena nilai pasarannya bisa diketahui secara pasti setiap saat. Begitu pula jika setiap perusahaan bermaksud memberikan hak pilihan

pembelian saham kepada pejabat-pejabat terasnya, perlu diketahui berapa nilai pemberian itu.

Sebelum perusahaan go-public masyarakat sulit mengetahui kinerja keuangan sebaliknya dengan go-public perusahaan dapat diketahui kinerja keuangannya. Dengan terbukanya kinerja keuangan tersebut masyarakat dapat mengetahui bagaimana perkembangan perusahaan, karena kinerja keuangan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam segala aspek manajemen antara lain keputusan serta kebijaksanaan yang telah diambilnya.

6. Kelemahan Perusahaan yang Go-Public

Weston dan Brigham (1993) mengemukakan bahwa terdapat beberapa kelemahan perusahaan go-public, yaitu:

- a. *Disclosure. Management may not like the idea of reporting operating data, because such data will then be available to competitors. Similarly the owners of the Company may not want people to know their net worth. Because publicly owned companies must disclose the number of shares owned by officers Directors and mature stockholders, it is easy enough for anyone to multiply shares held by price per share to estimate the net worth of an insider.*
- b. *Self-dealings. The owners-managers of closely held companies have many opportunities for various types of questionable but legal self-dealing, including with the business (such as leasing arrangements), excelleds, retirement programs and not-truly-necessary fringe*

benefits. Such self dealing are much harder to arrange if a company is publicly owned-they must be disclosed, and the managers are also subject to stockholder suits.

Menurut apa yang dinyatakan Weston dan Brigham di atas perusahaan yang go-public mempunyai kelemahan karena dengan adanya prinsip pengungkapan (*disclosure*), yaitu melaporkan data operasional dan data keuangan yang jelas, tanpa ditutup-tutupi, dapat dimanfaatkan oleh para pesaing.

Kelemahan yang lain ialah kebiasaan lama (sebelum go-public) pemilik perusahaan memanfaatkan fasilitas perusahaan dengan bebas seperti fasilitas gaji yang tinggi, memasukkan anggota keluarga sebagai karyawan. Hal ini tidak dapat dilakukan bila perusahaan telah go-public.

7. Pengelolaan dan peraturan-peraturan di pasar modal

Proses go-public melibatkan masyarakat luas, khususnya masyarakat pemodal atau investor. Para investor yang telah mempercayakan dananya untuk digunakan perusahaan tentunya mengharapkan suatu hasil di masa yang akan datang. Pemerintah melalui lembaga pengelola pasar modal mengusahakan agar pemanfaatan dana masyarakat dapat disalurkan ke perusahaan yang go-public secara aman. Karena itu perlu diterbitkan persyaratan bagi perusahaan yang go-public dan pengaturan perdagangan sekuritas pada bursa.

Sehubungan dengan peraturan perdagangan di pasar modal ini

Weston dan Brigham (1993:718) mengemukakan sebagai berikut:
"*Sales of new securities as well as operations in this secondary markets, are regulated by the Securities and Exchange Commission (SEC)*".

Yang dimaksud dengan secondary market adalah suatu transaksi yang berlangsung pada setiap hari bursa, bertempat di bursa efek maupun di bursa paralel terhadap saham-saham yang terdaftar di bursa efek.

Proses transaksi ini berlangsung di antara para broker baik atas nama sendiri maupun atas nama orang lain. Dalam melaksanakan transaksi broker memperoleh imbalan tertentu. Yang mengatur perdagangan sekuritas di pasar modal Amerika Serikat adalah lembaga yang disebut *Securities Exchange Commission (SEC)*.

Di Indonesia lembaga tersebut dinamakan Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM), yang mempunyai tugas sebagai berikut: mengikuti perkembangan dan mengatur pasar modal, sehingga efek dapat ditawarkan dan diperdagangkan secara teratur, wajar, dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat umum.

Di negara lain seperti Thailand dan Jepang disebut SEC yang pada dasarnya mempunyai fungsi yang hampir sama seperti Bapepam di Indonesia, yaitu: (1) melindungi investor dari penipuan dengan memberikan kepada mereka informasi, (2) mengendalikan volume kredit yang digunakan untuk membiayai spekulasi di bidang sekuritas, (3) menyediakan pasar yang tertib di bidang perdagangan sekuritas.

Menurut Rowley (1985:246), pengaturan tentang perdagangan saham di pasar modal Indonesia, Thailand dan Jepang, secara umum berhubungan dengan berbagai aspek dan operasi pasar modal, termasuk penawaran umum saham pada pasar perdana, pengaturan mengenai usaha di bidang surat-surat berharga perusahaan (*securities business*), pengambilalihan saham suatu perusahaan dan praktek-praktek yang tidak jujur (*unfair*) tentang pengambilalihan saham, serta tentang aktifitas dari organisasi-organisasi yang berhubungan dengan usaha surat-surat berharga

2.3 Kajian tentang Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori organisasi dan korporasi modern dari Marshal (1920) dan Berle dan Means (1932) telah banyak diterapkan dalam perusahaan-perusahaan besar dan modern sampai saat ini. Teori ini menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus terdapat pemisahan yang tegas antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management* sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan.

Perkembangan selanjutnya, *agency theory* menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak

pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen dan Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; dan Shleifer dan Vishny, 1997). Asumsi dasar dalam agency theory adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan para pemegang saham.

Perspektif hubungan keagenan merupakan dasar yang digunakan untuk memahami *Corporate governance*. Jensen dan Meckling (1976) menggambarkan hubungan agensi sebagai suatu kontrak di bawah satu atau lebih prinsipal yang melibatkan agen untuk melaksanakan beberapa layanan bagi mereka dengan melakukan pendelegasian wewenang pengambilan keputusan kepada agen. Prinsipal maupun agen adalah dua orang atau lebih yang bekerja sama demi pengelolaan perusahaan, dimana keduanya memiliki motivasi sendiri untuk menjalankan tugasnya masing-masing. Pihak prinsipal atau pemilik atau pemegang saham memberikan instruksi kepada agen untuk mengelola perusahaan sesuai apa yang dikehendaki untuk mencapai kejayaan perusahaan. Sementara di lain pihak, seringkali manajemen sebagai agen akan melakukan tindakan-tindakan yang tidak sesuai dengan instruksi yang diperintahkan oleh prinsipal. Agen akan lebih mementingkan untuk pencapaian hasil yang lebih baik dari pada selalu taat pada perintah prinsipal.

Sebelum membahas masalah-masalah keagenan yang muncul dari hubungan seperti ini, maka penting untuk dipahami bahwa terdapat dua

aliran berbeda pada *Agency Theory* (AT) yang didasarkan kepada asumsi yang sama serta membahas masalah keagenan yang sama. Perbedaan utama antara kedua pendekatan tersebut ialah "style" di mana permasalahan tersebut ditangani yang mengarah kepada ditemukannya solusi-solusi tertentu untuk memecahkannya. Pendekatan yang pertama yaitu AT positivistik berkonsentrasi untuk mengidentifikasi situasi di mana masalah keagenan muncul dan khususnya meneliti hubungan pemilik-manajer dalam korporasi publik yang berukuran besar secara deskriptif. Studi empirik di sini, berfungsi sebagai perangkat penelitian yang penting.

Di sisi lain, pendekatan yang kedua yaitu AT normatif bersifat kurang empirik dan bercirikan pengembangan formal menuju kontrak-kontrak yang optimal. Selanjutnya sebagai pendekatan abstrak, maka AT normatif dapat diaplikasikan ke banyak hubungan principal-agent lainnya seperti hubungan antara pembeli-penjual atau pengacara-klien (Eisenhardt, 1989). Selain itu, kedua pendekatan juga memiliki keunggulan dan kelemahan tersendiri dari perspektif teori organisasi menurut Jensen (1983).

Oleh karena itu akan berguna untuk mempertimbangkan kedua pendekatan tersebut secara komplementer. Di mana apabila AT positivistik dapat mengidentifikasi sejumlah kontrak-kontrak alternatif, maka pendekatan normatif dapat mengevaluasi alternatif-alternatif tersebut secara formal dan menilai efisiensinya (Eisenhardt, 1989). Namun demikian, analisis permasalahan keagenan berikut ini akan penulis dasarkan hanya kepada pendekatan AT positivistik karena (1) objek utama penelitian ialah hubungan

antara shareholder dengan manajer atau anggota dewan komisaris pada perusahaan yang listing di bursa efek dan (2) perlunya dilakukan pengujian empirik dari kualitas dari tata kelola perusahaan yang akan berusaha untuk mengoptimalkan hubungan-hubungan tersebut.

Pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan tersebut merupakan salah satu faktor yang memicu timbulnya konflik keagenan. Konflik keagenan yang timbul antara berbagai pihak yang memiliki beragam kepentingan dapat menyulitkan dan menghambat perusahaan didalam mencapai kinerja yang positif guna menghasilkan nilai bagi perusahaan itu sendiri dan juga bagi shareholders (Oktadella, 2011).

Konflik kepentingan antara pemilik dan agen terjadi karena kemungkinan agen tidak selalu berbuat sesuai dengan kepentingan *principal*, sehingga memicu biaya keagenan (*agency cost*) dan salah satunya adalah manajemen laba. Timbulnya manajemen laba dapat dijelaskan dengan teori agensi. Sebagai agen, manajer secara moral bertanggung jawab untuk mengoptimalkan keuntungan para pemilik (*principal*) dan sebagai imbalannya akan memperoleh kompensasi sesuai dengan kontrak. Dengan demikian terdapat dua kepentingan yang berbeda didalam perusahaan dimana masing-masing pihak berusaha untuk mencapai atau mempertahankan tingkat kemakmuran yang dikehendaki (Ali, 2002).

Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa teori agensi menggunakan tiga asumsi sifat manusia yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai

persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan (3) manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*). Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut manajer sebagai manusia akan bertindak opportunistik, yaitu mengutamakan kepentingan pribadinya (Haris, 2004 dalam Ujijantho, 2007). Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik (pemegang saham). Manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan. Laporan keuangan tersebut penting bagi para pengguna eksternal terutama sekali karena kelompok ini berada dalam kondisi yang paling besar ketidakpastiannya (Ali, 2002 dalam Ujijantho, 2007). Ketidakseimbangan penguasaan informasi akan memicu munculnya suatu kondisi yang disebut sebagai asimetri informasi (*information asymmetry*). Asimetri antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*) dapat memberikan kesempatan kepada manajer untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*) dalam rangka menyesatkan pemilik (pemegang saham) mengenai kinerja ekonomi perusahaan.

Salah satu usaha yang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan adalah penerapan *good corporate governance* dalam perusahaan. *Good corporate governance* merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan dan diharapkan dapat meminimalkan masalah agensi antara *principal* dan agen dengan memberikan keyakinan terhadap pihak *principal*

atas kinerja agen (Setiawan 2011). Lebih lanjut lagi, *good corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan mencuri atau menggelapkan, serta menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan. Oleh karena itu, perusahaan berusaha menghilangkan konflik keagenan tersebut dengan cara menerapkan *good corporate governance*. Hal ini diperkuat dengan argumen dari Jensen dan Meckling (1976) bahwa komponen *corporate governance* dapat mengurangi konflik keagenan, salah satunya komponen *corporate governance* adalah proporsi komite audit kepemilikan manajerial yang menurut mereka semakin besar jumlahnya, maka masalah keagenan dapat dihindari.

Fenomena pemisahan kepemilikan dan pengendalian dalam korporasi mengimplikasikan adanya spesialisasi dan pengalihan hak-hak milik dari dan/atau kepada masing-masing individual. Hubungan antara *shareholder* dengan manajer sebagai contoh, ialah bercirikan adanya pendelegasian hak-hak pengambilan keputusan oleh *shareholder* (sebagai *principal*) ke manajer (sebagai *agent*). Manajer kemudian melaksanakan tugas-tugas manajerial yang dibebankan agar memperoleh kompensasi.

Bahkan meskipun *shareholder* mengalihkan sebahagian dari hak-hak miliknya ke manajer, mereka tetap memiliki status sebagai pemilik dari sumberdaya yang disediakan kepada manajer dan karena itu mengharapkan manajer untuk memaksimalkan laba. Dua pertanyaan utama muncul dalam konteks ini yaitu apakah manajer akan bertindak atas kepentingan

shareholder? Bagaimana seharusnya laba yang dihasilkan manajer dibagikan antara kedua belah pihak? Disinilah peran AT dengan memberikan saran-saran mengenai bagaimana menangani permasalahan ini.

AT sendiri menurut Eisenhardt (1989) serta Jensen (1983) didasarkan atas tiga premis berikut:

1. *Konflik kepentingan*. Principal dan agent adalah diasumsikan untuk memiliki konflik kepentingan dikarenakan di satu sisi, principal berkeinginan memaksimalkan laba dan oleh karena itu mensyaratkan agar agent bekerja keras untuk mencapai hal tersebut. Namun dilain pihak, agent berkeinginan untuk meminimalkan pekerjaannya dan karena itu mengurangi disutilitasnya. Dengan mengasumsikan bahwa perilaku individual ditentukan oleh kepentingan pribadi (*self-interest*), maka agent akan diragukan bertindak menurut kepentingan principal. Oleh karena itu jika dibandingkan dengan PRA, maka AT memperluas premis *self-interest* serta maksimisasi utilitas dari individual dengan membawanya ke ruang lingkup hubungan principal-agent.

Premis yang terdapat pada PRA dan AT sebenarnya identik, namun perbedaannya adalah AT berfokus pada dalam konteks individu yang lebih dari satu (*multi-person context*). Akibatnya, terdapat peluang munculnya perilaku oportunistik selama keuntungan dari perilaku seperti itu lebih besar daripada kelemahannya atau biaya. Dalam rangka untuk memecahkan masalah konflik kepentingan, maka principal dapat sebagai contoh, menawarkan kontrak kepada agent yang dapat

mengkompromikan kepentingan kedua belah pihak serta mempengaruhi usaha kerja dari agent.

2. *Asimetri informasi.* Asimetri informasi merujuk kepada fakta bahwa agent memiliki lebih banyak informasi mengenai ruang lingkup pekerjaan dilakukannya serta faktor-faktor eksternal yang mempengaruhi hasil pekerjaannya dibandingkan principal sendiri. Dengan demikian, principal akan sulit untuk melakukan monitoring terhadap tindakan-tindakan agent dan hanya akan mampu mengamati hasilnya belaka.

Principal juga tidak menerima informasi apapun mengenai kinerja agent kecuali apabila terbebani oleh biaya informasi yang tinggi. Dalam kasus biaya informasi yang tinggi, maka situasi menjadi lebih mendukung agent karena ia dapat memberikan informasi yang palsu ke principal (*cheating*). Oleh karena itu, agent dapat mengeksploitasi keadaan defisit informasi dari principal demi kepentingannya sendiri. Akibatnya, asimetri informasi membuka peluang terjadinya perilaku yang tidak seharusnya (*discretionary behavior*).

3. *Preferensi risiko yang berbeda.* AT juga memperkirakan adanya preferensi risiko yang berbeda antara principal dan agent. Dalam rangka untuk mengurangi peluang munculnya perilaku oportunistik dari agent, maka principal dapat menawarkan kompensasi berbasis hasil yang tergantung kepada hasil kerjanya (yang dinamakan kompensasi yang bersifat variabel) kepada agent dalam rangka memotivasi mereka untuk memilih bekerja pada tingkat yang lebih tinggi untuk memaksimalkan

laba. Namun demikian, laba tidak hanya tergantung kepada usaha kerja dari agent tetapi juga kepada faktor-faktor eksternal yang tidak dapat dipengaruhi oleh agent (Levinthal).

Dengan dikompensasi berdasarkan atas hasil usahanya, maka agent dipandang diikuti-sertakan dalam risiko yang ditanggung principal. Namun dengan berasumsikan bahwa agent ialah bersifat *risk-averse*, sedangkan principal ialah *risk-neutral*, agent akan memilih kompensasi tetap dibandingkan kompensasi bersifat variabel sehingga principal akan tetap menanggung seluruh risiko. Namun demikian, kompensasi tetap yang dipilih oleh agent akan mengarah ke usaha kerja yang sangat rendah.

Di sisi lain, jika agent memilih menanggung semua risiko, maka principal akan membayarkan kepadanya premi risiko tambahan. Masalah utamanya menurut Grossman & Hart (1983) melalui analisisnya mengenai skema insentif yang optimal dengan mempertimbangkan preferensi risiko dari agent dan principal ialah *trade-off* antara alokasi risiko yang optimal. Sebagai tambahan menurut Williamson (1990), masalah lainnya ialah motivasi dari agent untuk bertindak atas dasar kepentingan principal.

Trade-off inilah yang mengarah ke apa yang dinamakan sebagai *agency cost* dalam bentuk kerugian residual atau disutilitas yang diemban principal akibat dari skema motivasi optimal yang dipilihnya untuk diberikan ke agent yang sebenarnya merupakan alternatif solusi terbaik yang kedua (*second-best solution*) dibandingkan dengan situasi di mana

principal dapat dengan sempurna mengamati usaha kerja agent (yang merupakan *first-best solution*). Terkait dengan kerugian residual atau disutilitas ini maka literatur mengenai AT terutama Jensen & Meckling (1976) telah mendiferensiasikan antara biaya monitoring serta *bonding costs* dari kerugian residual. Di mana apabila biaya monitoring terkait dengan usaha principal untuk mengurangi perilaku oportunistik oleh agent, maka *bonding costs* yang ditanggung oleh agent muncul dalam hubungannya dengan keinginan principal untuk mengikat (*bonding*) perilaku dari agent dalam rangka memberikan jaminan finansial kepada principal apabila agent tidak memenuhi kontrak yang telah disepakati dengan principal.

Bonding costs baik dalam bentuk moneter atau non-moneter dalam banyak kasus bersifat positif karena agent tidak akan mampu untuk menjamin keputusan yang optimal demi mencapai keinginan principal dengan tanpa biaya (*zero cost*). Hal ini mengimplikasikan meskipun principal akan selalu berusaha memaksimalkan labanya, namun principal juga harus menawarkan suatu kontrak yang dapat menjamin utilitasnya serta akan memberikannya keuntungan apabila principal menerima kontrak alternatif kepada agent. Ringkasnya dalam rangka untuk menciptakan hubungan principal-agent yang optimal, maka penting untuk merancang kontrak yang mampu untuk menyelaraskan alokasi risiko dengan pengaruh insentif.

Dari uraian sebelumnya, nampak bahwa perilaku oportunistik oleh agent ialah masalah utama yang dibahas dalam AT. Masalah ini terutama

relevan apabila konflik kepentingan dikaitkan dengan asimetri informasi, dimana asimetri informasi di sini harus dipahami bukanlah merupakan masalah apabila informasi tidak memiliki biaya. Namun fakta menunjukkan bahwa setiap informasi memerlukan biaya tertentu, sehingga asimetri informasi serta ditambah pula oleh *bounded rationality* dari setiap individual mengarah kepada ketidaklengkapan kontrak seperti yang dinyatakan oleh Hart & Holmström (1987) setelah membahas teori-teori dari kontrak karena agent biasanya tidakkan mau untuk memberikan informasi yang dimilikinya, selain daripada kedua belah pihak tidak mampu untuk mengetahui faktor-faktor eksternal yang dapat mempengaruhi hasilnya.

2.4 Kajian Teori tentang Komite Audit

Telah diketahui secara umum bahwa untuk dapat bekerja secara tepat guna dalam suatu lingkungan usaha yang kompleks, Dewan Komisaris harus mendelegasikan beberapa tugas kepada komite-komite. Adanya komite-komite ini merupakan suatu sistem yang bermanfaat untuk dapat melaksanakan pekerjaan Dewan Komisaris secara lebih rinci dengan memusatkan perhatian Komisaris kepada bidang khusus perusahaan atau cara pengelolaan yang baik (*governance*) oleh manajemen. Salah satu komite yang umumnya dibentuk adalah Komite Audit.

Hal penting yang perlu diperhatikan ketika membahas Komite Audit adalah struktur perusahaan. Secara garis besar ada dua sistem yang berlaku dalam struktur perusahaan yaitu *One Tier System* yang dianut oleh Amerika Serikat (USA) dan *Two Tier System* yang digunakan oleh perusahaan-

perusahaan di Eropa. Dalam *One Tier System*, hanya ada satu badan di bawah Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yaitu *Board of Director* yang terdiri atas *Executive Director* dan *Non-Executive Director*. Ada dua jabatan dalam *Board of Director* yaitu *Chairman of the Board* dan *Chief Executive Officer* dan biasanya dua jabatan ini dirangkap oleh satu orang.

Dalam *Two Tier System*, terdapat dua badan di bawah RUPS yaitu Dewan Direksi dan Dewan Komisaris. Kedudukan Dewan Komisaris lebih tinggi daripada Dewan Direksi dan mempunyai wewenang untuk memberikan arahan ke Dewan Direksi. Tetapi Dewan Komisaris tidak mempunyai wewenang untuk menangani hal-hal operasional. Wewenang operasional sepenuhnya ada ditangan Dewan Direksi Struktur *Board of Director* dalam *Two Tier System*.

Indonesia menganut *Two Tier System* yang dimodifikasi. Perbedaan sistem di Indonesia dengan *Two Tier System* murni yaitu kedudukan Dewan Komisaris tidak secara langsung di atas Dewan Direksi sehingga pertanggungjawaban Dewan direksi langsung kepada RUPS, bukan kepada Dewan Komisaris.

Keberadaan Komite Audit pada perusahaan publik di Indonesia secara resmi dimulai sejak bulan Juni 2000 yang ditandai dengan keluarnya Keputusan Direksi Bursa Efek Jakarta No: Ke-315/BEJ/06/2000 perihal: Peraturan Pencatatan Efek Nomor I-A: Tentang Ketentuan Umum Pencatatan Efek Bersifat Ekuitas di Bursa. Pada bagian ini dinyatakan bahwa dalam rangka penyelenggaraan pengelolaan perusahaan yang baik

(*good corporate governance*), perusahaan yang terdaftar di BEJ wajib memiliki Komisaris Independen, Komite Audit, dan Sekretaris Perusahaan. Jumlah Komisaris Independen proporsional sebanding dengan jumlah saham yang dimiliki oleh bukan pemegang saham pengendali dengan ketentuan jumlah Komisaris Independen sekurang-kurangnya 30% (tiga puluh persen) dari jumlah seluruh anggota komisaris. Di bagian lain peraturan ini juga disebutkan bahwa Komisaris Independen sekaligus menjabat sebagai ketua Komite Audit.

Di Indonesia melihat betapa pentingnya keberadaan Komite Audit yang efektif dalam rangka meningkatkan kualitas pengelolaan perusahaan, maka serangkaian ketentuan mengenai Komite Audit telah diterbitkan, antara lain sebagai berikut :

1. Pedoman *Good Corporate Governance* (Maret, 2001) yang menganjurkan semua perusahaan di Indonesia memiliki Komite Audit.
2. Surat Edaran BAPEPAM No. SE-03/PM/2000 yang merekomendasikan perusahaan-perusahaan publik memiliki Komite Audit, sebagaimana diperbaharui dengan Keputusan Ketua BAPEPAM No. Kep-41/PM/2003 tanggal 22 Desember 2003 tentang Peraturan Nomor IX.1.5: Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kerja Komite Audit.
3. Kep. 339/BEJ/07-200 1, yang mengharuskan semua perusahaan yang listed di Bursa Efek Jakarta memiliki Komite Audit.
4. Keputusan Menteri BUMN No. KEP-103/MBU/2002 yang mengharuskan semua BUMN mempunyai Komite Audit.

5. Keputusan Menteri BUMN No. KEP-1 17/M-MBU/2002 yang mengharuskan semua BUMN mempunyai Komite Audit.

2.4.1 Pengertian Komite Audit

Pengertian komite audit adalah salah satu komite yang dibentuk oleh dewan komisaris dan bertanggungjawab kepada dewan komisaris dengan tugas dan tanggungjawab utama untuk memastikan prinsip-prinsip *good corporate governance* terutama transparansi dan *disclosure* diterapkan secara konsisten dan memadai oleh para eksekutif. (Tjager dkk, 2003). Bursa Efek Jakarta (BEJ) menyatakan bahwa Komite Audit adalah komite yang dibentuk oleh Dewan Komisaris perusahaan, yang anggotanya diangkat dan diberhentikan oleh Dewan Komisaris, yang bertugas untuk membantu melakukan pemeriksaan atau penelitian yang dianggap perlu terhadap pelaksanaan fungsi direksi dalam pengelolaan perusahaan (Keputusan Direksi BEJ No. Kep-3 15/BEJ/062000).

Pengertian Komite Audit adalah komite yang bertugas untuk membantu dewan pengawas organisasi dalam memastikan efektivitas sistem pengendalian intern dan efektivitas tugas auditor eksternal dan auditor internal (Hiro, 2004). Di dalam perusahaan, Komite Audit sangat berguna untuk menangani masalah-masalah yang membutuhkan integrasi dan koordinasi sehingga dimungkinkan permasalahan-permasalahan yang signifikan atau penting dapat segera teratasi.

Pengertian Komite Audit menurut Arens et al (2006) adalah sebagai berikut:

"An audit committee is a selected number of members of company's Board of Directors whose responsibilities include helping auditors remain independent

of management. Most audit committees are made up of three to five or sometimes as many as seven directors who are not a part of company management."

Picket (2006) menyatakan pengertian Komite Audit sebagai berikut:

"The audit committee (AC) is a standing committee of the main board and tends to consist of a minimum of three non-executive directors (NEDs). Most audit committees meet quarterly and they are now found in all business and government sectors for larger organization. The format is normally that the CFO, external audit, CEO and CAE attend whenever required."

Sarbanes Oxley Act mengartikan Komite Audit sebagai sebuah komite (atau badan yang setingkat) yang didirikan oleh dan terdiri atas *Board of Directors* dengan tujuan mengawasi proses pelaporan akuntansi dan keuangan dan audit atas laporan keuangan perusahaan. Apabila komite ini belum dibentuk maka *Board of Directors* secara keseluruhan dianggap sebagai Komite Audit.

2.4.2 Latar Belakang Terbentuknya Komite Audit

Perkembangan teknologi setelah revolusi industri memberikan pengaruh yang besar terhadap perkembangan perekonomian dunia. Dengan perkembangan teknologi memungkinkan diadakannya mekanisme dan perubahan kerja di berbagai bidang. Pola kerja lebih cepat dan tepat sehingga lebih efisien dalam penggunaan sumber daya, dan produk yang dihasilkan lebih optimal. Perubahan itu berdampak kepada ekspansi usaha yang semakin cepat, yang mana mengakibatkan semakin besar modal yang dibutuhkan untuk melakukan investasi baru. Salah satu upaya yaitu dengan melakukan penambahan modal secara *go public*.

Karena kepemilikan saham yang dikuasai oleh masyarakat luas baik nasional maupun internasional, sehingga berakibat kepada sulitnya pengambilan keputusan pada tingkat tinggi. Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) sebagai kekuasaan tertinggi dalam perusahaan, tidak mungkin diadakan sesering mungkin karena beragamnya pemilik. Di lain pihak, banyak wewenang yang harus diputuskan oleh RUPS di antaranya (Hiro, 1996):

1. Melakukan perubahan dan pengesahan anggaran dasar dan anggaran rumah tangga perusahaan,
2. Mengesahkan pertanggungjawaban atas laporan keuangan tahunan.
3. Mengangkat dan memberhentikan Dewan Direksi.
4. Mengangkat dan memberhentikan Dewan Komisaris.
5. Menyetujui pengeluaran saham baru.
6. Penunjukkan auditor internal.
7. Menyetujui dan mengesahkan revisi rencana kerja dan anggaran sampai dengan batas tertentu.
8. Menghibahkan harta perusahaan.
9. Mengesahkan dan menyetujui pembentukan perusahaan anak.
10. Menyetujui rencana penjualan aktiva tetap.

Oleh karena itu, perlu dilakukan deregulasi wewenang sehingga sebagian tugas dan wewenang RUPS dilimpahkan kepada Dewan Komisaris. Tugas RUPS dibatasi hanya membahas hal-hal yang sangat signifikan yaitu (Hiro, 1995:8):

1. Pertanggungjawaban laporan keuangan.
2. Perubahan anggaran dasar perusahaan.
3. Pengangkatan Dewan Direksi dan Dewan Komisaris.

Akibat adanya pelimpahan wewenang kepada Dewan Komisaris, tugas yang diemban Dewan Komisaris semakin berat. Untuk menangani pekerjaan Dewan Komisaris, khususnya mengenai masalah pengendalian, dibentuklah suatu komite, yang beranggotakan Komisaris yang tidak terlibat dalam manajemen serta dapat dibantu oleh pihak luar yang independen. Komite itu dinamakan Komite Audit.

Secara kuantitatif maupun kualitatif, pembentukan Komite Audit akan banyak membantu efektivitas dan efisiensi perusahaan. Bahkan adanya Komite Audit merupakan suatu keharusan apabila perusahaan tersebut mendaftarkan diri pada bursa saham di *New York Stock Exchange*, seperti yang dikemukakan oleh Arens (1994: 84) : *"An audit committee is required for all companies listed on the New York Stock Exchange"*

Menurut Hiro Tugiman, keuntungan yang dicapai dengan dibentuknya suatu Komite Audit, yaitu :

1. Penggabungan keahlian khusus yang dimiliki para anggota komite yang diperlukan untuk menyelesaikan aktivitas atau masalah tertentu.
2. Dapat memfokuskan diri secara intensif pada pokok permasalahan, sehingga masalah dapat diselesaikan dalam periode yang relatif lebih singkat.

3. Masalah-masalah yang berlanjut untuk periode waktu yang lama dapat terus diawasi.
4. Dapat menimbulkan perasaan terlibat dan partisipasi yang tinggi dalam diri anggota komite, karena mereka membagi tanggung jawab yang sama atas penyelesaian masalah.
5. Anggota dapat mengembangkan keterampilan secara bersama-sama.

Dalam hal ini untuk kepentingan Dewan Komisaris, pembentukan Komite Audit kelihatannya berarti suatu perusahaan/peningkatan penugasan dalam arti:

1. Aktif dalam mekanisme pemeriksaan, baik pemeriksaan yang dilakukan oleh eksternal auditor maupun yang dilaksanakan oleh internal auditor.
2. Aktif dalam mengadakan penelaahan terhadap kebijakan akuntansi yang dilaksanakan oleh perusahaan khususnya mengenai laporan keuangan.

2.4.3 Struktur Komite Audit

Struktur Komite Audit di tiap negara tidak sama. Di Indonesia struktur Komite Audit diatur dalam Kep. Men. 117/2002 untuk perusahaan BUMN dan untuk perusahaan publik diatur dalam Keputusan BEJ dan Peraturan BAPEPAM yang relevan. Ketentuan mengenai Struktur Komite Audit menurut Keputusan Ketua BAPEPAM No. Kep-41/PM/2003 tanggal 22 Desember 2003 tentang Peraturan Nomor IX.1.5: Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kerja Komite Audit adalah sebagai berikut :

1. Anggota Komite Audit diangkat dan diberhentikan oleh Dewan Komisaris dan dilaporkan kepada Rapat Umum Pemegang Saham

2. Anggota Komite Audit yang merupakan Komisaris Independen bertindak sebagai Ketua Komite Audit. Dalam hal ini Komisaris Independen yang menjadi anggota
3. Komite Audit lebih dari satu orang maka salah satunya bertindak sebagai Ketua Komite Audit.

Adapun Persyaratan Keanggotaan Komite Audit sesuai Keputusan Ketua BAPEPAM No. Kep-41/PM/2003 tanggal 22 Desember 2003 tentang Peraturan Nomor IX.1.5 : Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kerja Komite Audit adalah sebagai berikut:

1. Memiliki integritas yang tinggi, kemampuan, pengetahuan dan pengalaman yang memadai sesuai dengan latar belakang pendidikannya, serta mampu berkomunikasi dengan baik.
2. Salah seorang dari anggota Komite Audit memiliki latar belakang pendidikan akuntansi atau keuangan.
3. Memiliki pengetahuan yang cukup untuk membaca dan memahami laporan keuangan.
4. Memiliki pengetahuan yang memadai tentang peraturan perundangan di bidang Pasar Modal dan peraturan perundang-undangan terkait lainnya.
5. Bukan merupakan orang dalam Kantor Akuntan Publik yang memberikan jasa audit dan atau non audit pada emiten atau perusahaan publik yang bersangkutan dalam 1 (satu) tahun terakhir sebelum diangkat oleh Komisaris sebagaimana dimaksudkan dalam peraturan Nomor VIII A.2 tentang Independensi Akuntan yang memberikan Jasa Audit di Pasar Modal.

6. Bukan merupakan karyawan kunci emiten atau perusahaan publik dalam 1 (satu) tahun terakhir sebelum diangkat oleh Komisaris.
7. Tidak mempunyai saham baik langsung maupun tidak langsung pada emiten atau perusahaan publik. Dalam hal anggota Komite Audit memperoleh saham akibat suatu peristiwa hukum maka dalam jangka waktu paling lama 6 (enam) bulan setelah diperolehnya saham tersebut wajib mengalihkan kepada pihak lain.
8. Tidak mempunyai hubungan afiliasi dengan emiten atau perusahaan publik, Komisaris, Direksi atau Pemegang Saham Utama Emiten atau perusahaan publik.
9. Tidak memiliki hubungan usaha baik langsung maupun tidak langsung yang berkaitan dengan kegiatan usaha emiten atau perusahaan publik.

2.4.4 Peran dan Tanggung Jawab Komite Audit

Manfaat Komite Audit yang dibentuk sebagai sebuah komite khusus di perusahaan untuk mengoptimalkan fungsi pengawasan yang sebelumnya merupakan tanggung jawab penuh Dewan Komisaris. Surat edaran PT. Bursa Efek Jakarta No.SE-008/BEJ/1 2-2001 tanggal 7 Desember 2001 telah mengatur mengenai keanggotaan Komite Audit dengan anggota Komite Audit yang berasal dari eksternal. Peranan Komite Audit diatur melalui surat edaran Bapepam nomor SE03/PM/2002. Dalam surat itu dinyatakan bahwa Komite Audit terdiri dari sedikitnya tiga orang, diketuai oleh komisaris independen perusahaan dengan proporsi 30% untuk terselenggaranya pengelolaan korporasi yang baik.

Tanggung jawab Komite Audit meliputi: memilih auditor independen, mengawasi proses audit dan memastikan kualitas laporan keuangan. Bapepam (2000) juga menyatakan bahwa Komite Audit bertanggung jawab untuk:

1. Melakukan penelaahan atas informasi keuangan yang akan dikeluarkan perusahaan, seperti laporan keuangan, proyeksi, serta informasi keuangan lainnya.
2. Melakukan penelaahan atas ketaatan perusahaan terhadap peraturan perundangundangan di bidang pasar modal dan peraturan lain yang berkaitan dengan kegiatan perusahaan.
3. Melakukan penelaahan atas kecukupan pemeriksaan yang dilakukan oleh Akuntan Publik untuk memastikan semua resiko yang penting telah dipertimbangkan.

Dalam *Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI)* menyatakan bahwa wewenang Komite Audit harus meliputi:

1. Menyelidiki semua aktivitas dalam batas ruang lingkup tugasnya
2. Mencari informasi yang relevan dari setiap karyawan
3. Mengusahakan saran hukum dan saran profesional lainnya yang independen apabila dipandang perlu
4. Mengundang kehadiran pihak luar dengan pengalaman yang sesuai, apabila dianggap perlu.

Hubungan yang erat antara Komite Audit dengan Dewan Komisaris ini juga nampak dalam kewajiban pelaporan Komite Audit. Komite Audit

bertanggung jawab kepada Dewan Komisaris atas pelaksanaan tugas yang telah ditentukan dan wajib membuat laporan kepada Dewan Komisaris atas setiap penggunaan yang diberikan (BEJ, 2001).

2.5 Kajian Teori tentang Struktur Modal

Pengambilan keputusan tentang di mana dan bagaimana mendapatkan dana berkaitan dengan pemilihan sumber dana. Dana bagi perusahaan adalah amat penting untuk dapat mempertahankan usahanya. Dalam hal ini Weston dan Brigham (1993: 585) mengemukakan bahwa *"Capital is a necessary factors of production"*.

Setiap perusahaan akan berusaha mempertahankan dana yang cukup untuk memenuhi segala kebutuhan perusahaan. Kondisi ini disebut keseimbangan dana, yaitu suatu kondisi di mana terdapat keseimbangan antara dana yang tersedia dengan jumlah dana yang diperlukan perusahaan. Dalam kondisi keseimbangan seperti ini perusahaan tidak akan mengalami gangguan-gangguan keuangan. Penyimpangan dari keseimbangan dana dapat menimbulkan terjadinya ketidakseimbangan (*unequilibrium*) antara dana yang tersedia dengan jumlah dana yang dibutuhkan.

Terdapat dua kemungkinan penyimpangan dari kondisi keseimbangan dana, yaitu kekurangan dana atau kelebihan dana. Kekurangan dana akan terjadi apabila jumlah dana yang tersedia dalam perusahaan atau tertanam dalam perusahaan kurang cukup untuk memenuhi seluruh kebutuhannya. Gejala-gejala yang nampak dalam perusahaan jika kondisi ini terjadi adalah antara lain: persediaan kas yang terlalu kecil dibandingkan dengan

kewajiban membayarnya, terlalu sedikit persediaan bahan mentah sehingga tidak mampu memproduksi sesuai dengan permintaan atau pesanan dan banyaknya bangunan – bangunan atau peralatan yang tidak terpakai karena kurangnya persediaan alat likuid untuk membelanjai operasinya.

Kekurangan dana akan menghambat produksi karena perusahaan tidak mampu membeli bahan mentah. Hambatan dalam memproduksi akan berpengaruh terhadap pemasaran hasil produksinya, pemenuhan pesanan tidak terjadi pada waktunya dan lama kelamaan perusahaan tidak dapat memproduksi lagi.

Kemungkinan penyimpangan kedua adalah kelebihan dana. Kelebihan dana ini terjadi apabila jumlah uang yang tersedia dan tertanam dalam perusahaan melebihi jumlah yang diperlukan untuk membelanjai usaha-usahanya.

Gejala gejala yang nampak pada perusahaan akibat kelebihan dana antara lain adalah persediaan kas yang terlalu besar, simpanan di bank yang tidak dipergunakan untuk tujuan yang produktif, terlalu banyaknya persediaan bahan mentah, dan adanya investasi yang berlebihan dalam aktiva. Pada suatu sisi kelebihan dana menguntungkan karena kebutuhan perusahaan untuk mempertahankan produksi dapat dipenuhi, tapi pada sisi yang lain, apabila jumlah dana yang terlalu banyak dana tersebut pasti menganggur. Ditinjau dari segi profitabilitas dana yang menganggur akan menurunkan profitabilitas karena tidak menghasilkan laba. Selain itu dana

yang berlebihan menyebabkan semakin besarnya kemungkinan terjadinya pemborosan disebabkan pengeluaran yang tidak terkendali.

Dalam menjalankan kegiatan usahanya, pengusaha selalu menginginkan untuk mengembangkan usaha atau memperbesar operasi kegiatannya. Untuk maksud tersebut dibutuhkan tambahan dana yang relatif besar. Misalnya bila kapasitas mesin terpasang yang ada pada perusahaan belum dimanfaatkan secara optimal, maka perluasan usaha dapat dilakukan dengan mengoptimalkan kapasitas mesin tersebut sehingga jumlah hasil produksi dapat meningkat. Akan tetapi apabila kapasitas mesin terpasang sudah optimal, pengembangan usaha dapat dilakukan dengan melakukan perluasan usaha dengan membangun sarana baru.

Perluasan usaha memerlukan tambahan dana yang relatif besar dan dana tersebut harus tertanam dalam perusahaan untuk jangka waktu yang lama. Bila dana untuk keperluan perluasan usaha atau pendirian sarana produksi baru tidak dapat sepenuhnya dibelanjai oleh perusahaan sendiri, maka perusahaan memerlukan tambahan dana yang bersumber dari luar perusahaan.

Teori struktur modal modern dimulai pada tahun 1958, ketika Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller menerbitkan apa yang disebut sebagai salah satu artikel keuangan paling berpengaruh yang pernah ditulis. Modigliani dan Miller membuktikan, dengan sekumpulan asumsi yang sangat membatasi, bahwa nilai sebuah perusahaan tidak terpengaruh oleh struktur modalnya. Atau dengan kata lain, hasil yang diperoleh Modigliani dan Miller

menunjukkan bahwa bagaimana cara sebuah perusahaan akan mendanai operasinya tidak akan berarti apa-apa, sehingga struktur modal adalah suatu hal yang tidak relevan. Akan tetapi, studi Modigliani dan Miller didasarkan pada beberapa asumsi yang tidak realistis, termasuk hal-hal berikut: 1) tidak ada biaya pialang, 2) tidak ada pajak, 3) tidak ada biaya kebangkrutan, 4) investor dapat meminjam pada tingkat yang sama dengan perusahaan, 5) semua investor memiliki informasi yang sama dengan manajemen tentang peluang-peluang investasi perusahaan dimasa depan, 6) EBIT tidak terpengaruh oleh penggunaan hutang.

Meskipun beberapa asumsi di atas jelas-jelas merupakan suatu hal yang tidak realistis, hasil ketidakrelevanan Modigliani dan Miller memiliki arti yang sangat penting. Dengan menunjukkan kondisi-kondisi di mana struktur modal tersebut tidak relevan, Modigliani dan Miller juga telah memberikan petunjuk mengenai hal-hal apa yang dibutuhkan agar membuat struktur modal menjadi relevan yang selanjutnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil karya Modigliani dan Miller menandai awal penelitian struktur modal modern, dengan penelitian selanjutnya berfokus pada melonggarkan asumsi-asumsi Modigliani dan Miller guna mengembangkan suatu teori struktur modal yang lebih realistis.

Modigliani dan Miller menerbitkan makalah lanjutan pada tahun 1963 di mana di dalamnya mereka melonggarkan asumsi tidak adanya pajak perusahaan. Peraturan perpajakan memperbolehkan perusahaan untuk mengurangi pembayaran bunga sebagai suatu beban, akan tetapi

pembayaran deviden kepada pemegang saham tidak dapat menjadi pengurangan pajak. Perbedaan perlakuan ini mendorong perusahaan menggunakan hutang dalam struktur modalnya. Tentu Modigliani dan Miller mendemonstrasikan bahwa jika seluruh asumsi mereka lain yang tetap berlaku, perlakuan yang berbeda ini akan mengarah pada terjadinya suatu situasi dimana perusahaan didanai 100 persen oleh hutang.

Hasil irelevansi Modigliani dan Miller juga tergantung pada asumsi bahwa perusahaan tidak akan bangkrut, sehingga tidak akan ada biaya kebangkrutan. Namun, kebangkrutan pada praktiknya terjadi, dalam hal ini sangat mahal biayanya. Perusahaan yang bangkrut akan memiliki beban akuntansi dan hukum yang sangat tinggi, dan juga mengalami kesulitan untuk mempertahankan pelanggan, pemasok dan karyawannya. Masalah-masalah yang berhubungan dengan kebangkrutan kemungkinan besar akan timbul ketika sebuah perusahaan memasukkan lebih banyak hutang dalam struktur modalnya. Karena itu, biaya kebangkrutan menahan perusahaan mendorong penggunaan hutangnya hingga ke tingkat yang berlebihan.

Fakta bahwa bunga adalah beban pengurangan pajak menjadikan hutang lebih murah daripada saham biasa atau saham preferen. Akibatnya, secara tidak langsung pemerintah akan membayarkan sebagian biaya dari modal hutang, atau dengan cara lain, hutang memberikan manfaat perlindungan pajak. Semakin banyak perusahaan menggunakan hutang, maka semakin tinggi nilai dan harga sahamnya, menurut asumsi tulisan Modigliani & Miller dengan pajak, harga saham sebuah perusahaan akan

mencapai nilai maksimal jika perusahaan sepenuhnya menggunakan hutang 100 persen. Dalam dunia nyata, perusahaan jarang menggunakan hutang 100 persen. Alasan utama perusahaan membatasi penggunaan hutang adalah untuk menjaga biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan tetap rendah.

Modigliani dan Miller berasumsi bahwa investor memiliki informasi yang sama tentang prospek sebuah perusahaan seperti para manajernya, hal ini disebut informasi simetris (*symmetric information*). Namun kenyataannya, para manajer seringkali memiliki informasi yang lebih daripada pihak luar. Hal ini disebut informasi asimetris (*asymmetric information*), dan memiliki pengaruh yang penting pada struktur modal yang optimal.

Perusahaan dapat mengurangi arus kas yang berlebihan dengan beragam cara. Salah satunya adalah dengan menyalurkan kembali kepada pemegang saham melalui deviden yang lebih tinggi atau pembelian kembali saham. Alternatif yang lain adalah untuk mengubah struktur modal ke arah hutang dengan harapan adanya persyaratan penutupan hutang yang lebih tinggi akan memaksa manajer untuk lebih disiplin. Jika hutang tidak tertutupi seperti yang diharuskan, perusahaan akan terpaksa dinyatakan bangkrut. Pembelian melalui hutang (*Leverage buyout-LBO*) adalah satu cara untuk mengurangi kelebihan arus kas. Dalam suatu LBO hutang digunakan untuk mendanai pembelian saham sebuah perusahaan, dimana selanjutnya akan dimiliki secara pribadi.

Struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya dan dapat dilihat pada seluruh sisi kanan dari neraca yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dan modal pemegang saham. Sedangkan struktur modal perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Jadi, struktur modal suatu perusahaan hanya merupakan sebagian dari struktur keuangannya. Sedangkan struktur modal adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen, dan saham biasa.

Pada dasarnya, keputusan pendanaan (*financing*) perusahaan berkaitan dengan penentuan sumber-sumber dana yang digunakan untuk membiayai usulan usulan investasi yang telah diputuskan sebelumnya. Pemenuhan kebutuhan dana tersebut dapat disediakan atau diperoleh dari sumber internal maupun eksternal perusahaan. Apabila perusahaan memenuhi kebutuhan dananya dari sumber internal, maka perusahaan tersebut melakukan pendanaan internal (*internal financing*) yaitu dalam bentuk laba ditahan. Sebaliknya, jika perusahaan memenuhi kebutuhan dananya dari sumber eksternal, maka perusahaan tersebut melakukan pendanaan eksternal (*external financing*). Pemenuhan kebutuhan dana secara eksternal dipisahkan menjadi 2 yaitu pembiayaan hutang (*debt financing*) dan pendanaan modal sendiri (*equity financing*). Pembiayaan hutang diperoleh melalui pinjaman, sedangkan pendanaan modal sendiri berasal dari emisi atau penerbitan saham.

Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Oleh karena itu, struktur modal diukur dengan *debt to equity ratio* (DER). DER merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan hutang) terhadap *total shareholder's equity* yang dimiliki perusahaan. Secara matematis DER dapat dirumuskan sebagai berikut (Robert, 1997):

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Pinjaman (hutang) terhadap total modal yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang (jangka pendek dan jangka panjang) semakin besar dibandingkan dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). (Robert, 1997).

Selain teori yang telah dikemukakan oleh Modigliani dan Miller masih terdapat teori struktur modal yang lain yang membahas hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Model *trade-off* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan hutang dengan biaya yang akan timbul sebagai akibat penggunaan hutang tersebut. Esensi *trade-off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat lebih besar, tambahan hutang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak

diperbolehkan. *Trade-off theory* telah mempertimbangkan berbagai faktor seperti *corporate tax*, biaya kebangkrutan, dan *personal tax*, dalam menjelaskan mengapa suatu perusahaan memilih struktur modal tertentu (Husnan, 2000). Kesimpulannya adalah penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya pada sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru menurunkan nilai perusahaan. Walaupun model *trade-off theory* tidak dapat menentukan secara tepat struktur modal yang optimal, namun model tersebut memberikan kontribusi penting yaitu;

1. Perusahaan yang memiliki aktiva yang tinggi, sebaiknya menggunakan sedikit hutang.
2. Perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan perusahaan yang membayar pajak rendah.

2.6 Kajian Teori tentang Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan saham adalah proporsi kepemilikan institusional dan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan.

1. Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh institusi dalam hal ini institusi pendiri perusahaan, bukan institusi pemegang saham publik yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusi intern. Pengukuran ini mengacu dari penelitian Sudarma (2003), Friend dan Hasbrouk (1988).

2. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan saham manajerial merupakan kepemilikan saham terbesar oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki manajemen. Pengukuran ini mengacu dari Sudarma (2003).

Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi *agency cost*, sehingga perusahaan akan menggunakan dividen yang rendah. Dengan adanya kontrol yang ketat, menyebabkan manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan (Crutclley, 1999). Kim dan Sorenson (1986) mengemukakan *demand* dan *supply hypothesis*. *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh *insider* menggunakan hutang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan.

Dengan kepemilikan besar, pihak *insider* ingin mempertahankan efektivitas kontrol terhadap perusahaan. *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki *debt agency cost* kecil sehingga meningkatkan penggunaan utang. Menurut Jensen dan Meckling (1976), penggunaan utang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial. Penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan *bankruptcy cost* sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan (Friend dan Lang, 1988).

Pengertian struktur kepemilikan saham manajerial menurut beberapa peneliti diantaranya (Mehran *et.al*,1992), struktur kepemilikan saham manajerial merupakan proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manajemen. Sedangkan menurut (Bagnani, *et.al* ,1996), struktur kepemilikan saham manajerial itu sendiri adalah presentase saham biasa atau opsi saham yang dimiliki direktur atau *officer*, serta menurut (Setiyono, 2000), adalah prosentasi saham biasa yang dimiliki *Board of Management*, didalamnya terdapat direktur dan komisaris. Peran struktur kepemilikan manajerial menurut (Iturriagi dan Sanz, 2000) dapat dilihat dari dua sudut pandang yaitu : pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan informasi asimetri atau ketidak seimbangan informasi (*asymmetric information approach*). Christiawan dan Tarigan (2004) menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Semakin besar kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan cenderung untuk berusaha meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang saham dan untuk kepentingan dirinya sendiri (Siallagan dan Machfoedz, 2006).

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham perusahaan oleh manajer atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham (Christiawan dan Tarigan, 2007). Dalam laporan keuangan, keadaan ini ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Karena hal ini merupakan informasi

penting bagi stakeholder perusahaan maka informasi ini akan diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan. Dalam teori keagenan, hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara agent dan principal (Rachmawati dan Triatmoko, 2007).

Keputusan dan aktivitas di perusahaan dengan kepemilikan manajerial tentu akan berbeda dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial, manajer yang sekaligus pemegang saham tentunya akan menyelaraskan kepentingannya sebagai manajer dan pemegang saham. Hal ini akan berbeda jika manajernya tidak sekaligus sebagai pemegang saham, kemungkinan manajer tersebut hanya mementingkan kepentingannya sebagai manajer.

Perusahaan besar seringkali memiliki struktur kepemilikan yang terdispersi dikarenakan mereka dapat mendistribusikan biaya modal antara sejumlah besar *shareholder* dan karenanya meningkatkan nilai dari masing-masing sahamnya. Namun seperti diketahui regulasi dari industri di mana perusahaan berada dapat mengurangi derajat konsentrasi, dan seperti juga dalam industri yang teregulasi maka monitoring disediakan oleh pemerintah atau insititusi regulator lainnya. Hal ini menyebabkan pengendalian langsung oleh beberapa *shareholder* dan kepemilikan yang terkonsentrasi kurang diperlukan. Perusahaan yang beroperasi dalam industri yang teregulasi dengan karena itu cenderung untuk memiliki struktur kepemilikan yang terdispersi.

Namun di lain sisi, kemungkinan untuk melakukan pengendalian ialah argumentasi yang mendukung terbentuknya kepemilikan yang terkonsentrasi. Hal ini dikarenakan pengendalian oleh beberapa *shareholder* dibutuhkan dalam kasus apabila lingkungan perusahaan tidak stabil, yang dapat terkait dengan harga produk atau pangsa pasar yang cenderung berfluktuasi. Dalam rangka untuk meminimalkan kesalahan manajemen dalam lingkungan bisnis yang penuh risiko tersebut, maka perusahaan cenderung memilih struktur kepemilikan yang terkonsentrasi.

Jika dipertimbangkan, maka keunggulan dari kepemilikan yang terkonsentrasi ini terkait dengan kemampuan segelintir *shareholder* mayoritas untuk mengganti manajer yang tidak efisien dengan mudah, memiliki kekuasaan untuk melakukan negoisasi secara tidak formal dengan manajer, serta terakhir untuk melakukan supervisi terhadap manajer secara tidak resmi. Dan dengan bagian kepemilikannya yang dapat diperhitungkan, maka *shareholder* mayoritas dapat juga melakukan takeover.

Asumsi dasar yang berlaku disini ialah bahwa manajer hanya dapat meningkatkan biaya takeover secara marjinal, bahkan jika para *shareholder* mayoritas tersebut tidak termotivasi untuk melakukan takeover terhadap perusahaan namun mereka dapat memfasilitasi dilakukannya takeover oleh pihak luar. Tentu saja, hal menunjukkan bahwa sanksi takeover hanya akan efektif dalam struktur kepemilikan yang terkonsentrasi di mana *shareholder* mayoritas mampu menanggung biaya takeover (Shleifer & Vishny, 1986).

Struktur kepemilikan dari suatu perusahaan hanyalah salah satu dari sekian isu-isu dalam tata kelola perusahaan. Dengan melihat fakta bahwa perusahaan tidak dapat dengan mudah memilih atau merubah struktur kepemilikannya, maka keberadaan instrumen atau mekanisme lainnya juga penting dianalisis untuk memecahkan masalah yang muncul dari pemisahan kepemilikan dan pengendalian.

Dari sudut pandang teori akuntansi, manajemen laba sangat ditentukan oleh motivasi manajer perusahaan. Motivasi yang berbeda akan menghasilkan besaran motivasi manajemen laba yang berbeda pula, seperti antara manajer yang juga sekaligus sebagai pemegang saham dan manajer yang tidak sebagai pemegang saham. Dua hal tersebut akan mempengaruhi manajemen laba, sebab kepemilikan seorang manajer akan ikut menentukan kebijakan dan pengambilan keputusan terhadap metode akuntansi yang diterapkan pada perusahaan. Secara umum dapat dikatakan bahwa persentase tertentu kepemilikan saham oleh manajemen cenderung mempengaruhi manajemen laba. (Boediono, 2005).

Dengan semakin meningkatnya persentase kepemilikan saham oleh manajer, diharapkan manajer akan bertindak sesuai dengan keinginan para *principal* karena manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja. Disamping itu juga dari penelitian tersebut terdapat *feedback* dari kepemilikan manajerial yang dapat mengurangi pengelolaan laba yang dilakukan oleh manajer. Jika pengelolaan laba tersebut efisien maka kepemilikan manajerial yang tinggi akan mengurangi pengelolaan laba akan

tetapi jika pengelolaan yang dilakukan manajemen perusahaan bersifat oportunistik maka kepemilikan manajerial yang tinggi akan menambah manajemen laba.

Struktur kepemilikan dapat diklasifikasikan menjadi blok kepemilikan eksternal (*external block ownership*) dan blok kepemilikan internal (*insider block ownership*) atau kepemilikan manajerial (*managerial block ownership*). Struktur kepemilikan dalam suatu perusahaan mengimplikasikan adanya pengorbanan dalam penggunaan sumber daya secara efisien untuk memaksimalkan profit yang diperoleh, di mana kepemilikan yang tersebar akan mengurangi insentif bagi manajer untuk memaksimalkan profit. Dalam penelitian terbaru, struktur kepemilikan dihubungkan dengan kerangka legal. Pada negara yang perlindungan terhadap investornya lemah, pemusatan kepemilikan menjadi pengganti dari perlindungan legal. Dengan demikian, pemegang saham mayoritas dapat mengharapkan untuk memperoleh pengembalian investasi mereka (La Porta et al., 1998).

Pemusatan kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan tersebut dengan meminimumkan *agency cost* (Classens et al, 1999; Jensen dan Meckling, 1976). Namun, pemusatan kepemilikan tersebut juga mengandung biaya potensial. Bukti empiris pada negara berkembang menunjukkan bahwa pemusatan kepemilikan, khususnya keluarga yang juga mengendalikan perusahaan, kemungkinan dapat menimbulkan mudahnya perilaku meminjam, sehingga akan meningkatkan tingkat hutang perusahaan (Alba, Classens dan Djankov, 1998).

Jika dihubungkan dengan keadaan di Indonesia sebagai negara berkembang, Taridi (1999) mengambil kesimpulan bahwa peningkatan penggunaan hutang dalam suatu perusahaan berhubungan dengan beberapa ciri khas dan perekonomian yang berada dalam tahap transisi, antara lain perlindungan legal yang lemah terhadap kepentingan pemegang saham minoritas, penegakan hukum yang lemah, dan pemusatan kepemilikan. Penggunaan hutang yang meningkat ini akan menyebabkan penurunan kinerja perusahaan (Taridi, 1999).

Kepemilikan eksternal dapat didefinisikan sebagai kepemilikan saham yang dimiliki oleh investor besar yang bukan berasal dari kalangan manajerial. Menurut Friend dan Lang (1988), pemegang saham eksternal mempunyai insentif untuk memonitor dan mempengaruhi manajemen secara wajar untuk melindungi investasi mereka dalam perusahaan. Shleifer dan Vishny (1986) mengungkapkan bahwa pemegang saham eksternal mengurangi perilaku manajer yang oportunistik, sehingga mengakibatkan rendahnya konflik agensi langsung antara manajemen dan pemegang saham.

Menurut *active monitoring hypothesis*, perusahaan dengan tingkat kepemilikan eksternal yang tinggi akan memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi (Friend dan Lang, 1988). Sebaliknya, McConnel dan Servaes (1990) menunjukkan bahwa pemilik saham mayoritas dapat menjadi *passive voters*. *Passive voters hypothesis* mengungkapkan bahwa tingkat hutang perusahaan dapat berhubungan secara negatif terhadap tingkat kepemilikan

pemegang saham eksternal. Kedua hipotesis tersebut mengindikasikan bahwa hubungan antara kepemilikan saham eksternal dengan tingkat hutang adalah non-linear (Brailsford et. al., 1999). Jensen dan Meckling (1976) mengungkapkan bahwa struktur kepemilikan ekuitas berpengaruh penting terhadap insentif manajerial dan nilai perusahaan. Mereka berargumen bahwa kepemilikan saham manajerial dapat mengurangi insentif manajer untuk mengkonsumsi kemewahan, menyedot kekayaan pemegang saham, atau terlibat dalam perilaku yang tidak memaksimalkan nilai lainnya. Argumen ini dikenal sebagai hipotesis penyatuan kepentingan (*convergence of interests' hypothesis*).

Hipotesis *managerial self-interest* (Brailsford et. al., 1999) atau hipotesis managerial entrenchment (Friend dan Lang, 1988) mengungkapkan bahwa apabila dihadapkan pada kesempatan, manajer yang tidak menyukai risiko akan lebih berinsentif untuk merendahkan risiko kehilangan pekerjaan yang tidak dapat didiversifikasi dengan memastikan kelangsungan hidup perusahaan. Hal ini dikarenakan mereka menanggung beban risiko yang tidak dapat dihindarkan atas kekayaan perusahaan yang mempekerjakan mereka.

Namun, apabila manajer pada awalnya telah memiliki porsi yang signifikan atas ekuitas perusahaan, peningkatan dalam kepemilikan saham manajerial dapat mengarah pada penguatan posisi manajer dan penurunan tingkat hutang (McConnel dan Servaes, 1995). Penurunan tingkat hutang ini dikarenakan manajer yang posisinya kuat dalam perusahaan akan

pemegang saham eksternal. Kedua hipotesis tersebut mengindikasikan bahwa hubungan antara kepemilikan saham eksternal dengan tingkat hutang adalah non-linear (Brailsford et. al., 1999). Jensen dan Meckling (1976) mengungkapkan bahwa struktur kepemilikan ekuitas berpengaruh penting terhadap insentif manajerial dan nilai perusahaan. Mereka berargumen bahwa kepemilikan saham manajerial dapat mengurangi insentif manajer untuk mengkonsumsi kemewahan, menyedot kekayaan pemegang saham, atau terlibat dalam perilaku yang tidak memaksimalkan nilai lainnya. Argumen ini dikenal sebagai hipotesis penyatuan kepentingan (*convergence of interests' hypothesis*).

Hipotesis *managerial self-interest* (Brailsford et. al., 1999) atau hipotesis managerial entrenchment (Friend dan Lang, 1988) mengungkapkan bahwa apabila dihadapkan pada kesempatan, manajer yang tidak menyukai risiko akan lebih berinsentif untuk merendahkan risiko kehilangan pekerjaan yang tidak dapat didiversifikasi dengan memastikan kelangsungan hidup perusahaan. Hal ini dikarenakan mereka menanggung beban risiko yang tidak dapat dihindarkan atas kekayaan perusahaan yang mempekerjakan mereka.

Namun, apabila manajer pada awalnya telah memiliki porsi yang signifikan atas ekuitas perusahaan, peningkatan dalam kepemilikan saham manajerial dapat mengarah pada penguatan posisi manajer dan penurunan tingkat hutang (McConnel dan Servaes, 1995). Penurunan tingkat hutang ini dikarenakan manajer yang posisinya kuat dalam perusahaan akan

mempertimbangkan dengan hati-hati pilihan tingkat hutang perusahaan (Berger et. al., 1997). Manajer dapat lebih menyukai tingkat hutang yang lebih rendah dari seharusnya dikarenakan keinginan mereka mengurangi risiko perusahaan untuk melindungi modal sumber daya mereka, atau ketidaksukaan mereka terhadap tekanan kinerja yang timbul akibat komitmen penggunaan uang tunai dalam jumlah yang besar. McConnel dan Servaes (1995) menemukan hubungan yang non-linear antara kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan.

2.7 Kajian Teori tentang Manajemen Laba

Manajemen laba adalah pemilihan kebijakan akuntansi tertentu oleh manajer untuk mencapai tujuan-tujuan tertentu (Scott, 2000). Schipper (1989) mendefinisikan manajemen laba sebagai *"the purposeful intervention in the Eksternal financial reporting process with intent obtain some private gain."* Jadi Schipper (1989) mendefinisikan manajemen laba sebagai intervensi dengan maksud tertentu terhadap proses pelaporan keuangan untuk memaksimalkan keuntungan pribadi. Defenisi tersebut mengartikan bahwa manajemen laba merupakan perilaku oportunistik manajer untuk memaksimumkan utilitas mereka.

Manajer melakukan manajemen laba dengan memilih metoda atau kebijakan akuntansi tertentu untuk menaikkan laba atau menurunkan laba. Manajer dapat menaikkan laba dengan menggeser laba periode akan datang ke periode kini dan begitupula sebaliknya. Manajer dapat memanipulasi laba dengan berbagai cara, baik yang secara langsung

berpengaruh terhadap keputusan operasi, pendanaan dan investasi dan dalam bentuk pemilihan prosedur akuntansi yang diperbolehkan dalam prinsip akuntansi.

Menurut Watt & Zimmerman (1986) manajemen laba dilakukan berdasarkan tiga hipotesis, yakni (1) *bonus plan hypothesis*, (2) *debt covenant hypothesis* atau *leverage hypothesis*, dan (3) *political cost hypothesis*. Terdapat dua motivasi manajer melakukan manajemen laba yaitu motivasi oportunistik dan motivasi signaling (Chen dan Cheng, 2002). Kedua motivasi tersebut dapat dijelaskan oleh teori keagenan dan teori signaling.

Teori keagenan menjelaskan bahwa kontrak yang dibuat dalam hubungan keagenan biasanya didasarkan pada kinerja perusahaan. Kinerja buruk perusahaan dapat mengakibatkan suatu bentuk pelanggaran kontrak dan manajer sebagai agen akan berada dalam kondisi tidak menguntungkan karena menghadapi kemungkinan dianggap melanggar kontrak.

Manajer mungkin mempunyai inisiatif mempengaruhi kebijakan akuntansi karena angka akuntansi sering dipakai dalam kontrak sebagai alat pengukuran kinerja manajemen. Kinerja buruk perusahaan dapat mendorong pemegang saham melakukan penggantian manajer, yang kemudian juga dapat menurunkan nilai pasar manajer yang bersangkutan di pasar tenaga kerja. Kinerja buruk perusahaan mungkin mendorong manajer untuk melakukan manajemen laba.

1. Penjelasan teori keagenan dan teori akuntansi positif terhadap manajemen laba.

Teori keagenan sering digunakan dalam penelitian manajemen laba untuk menjelaskan dan memprediksi pilihan akuntansi oleh manajemen. Dalam teori keagenan suatu perusahaan dipandang sebagai *nexus of contacts*. Insentif pihak-pihak dalam pengontrakan dapat mempengaruhi pilihan akuntansi karena angka-angka akuntansi sering digunakan dalam kontrak atau sebagai mekanisme monitoring dalam hubungan keagenan. Manajemen laba merupakan suatu intervensi langsung dalam proses pelaporan keuangan eksternal dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan tertentu (Peltier - Rivest, 2002). Teori akuntansi positif menggunakan teori keagenan untuk menjelaskan dan memprediksi pilihan kebijakan akuntansi oleh manajer (Peltier - Rivest, 1999, Peltier - Rivest dan Swirsky, 2000).

Watts dan Zimmerman (1986) menggunakan teori keagenan untuk menjelaskan dan memprediksi perilaku manajemen sehubungan dengan pemilihan prosedur-prosedur akuntansi oleh manajer untuk mencapai tujuan tertentu.

2. Penjelasan teori signaling terhadap manajemen laba

Teori signaling menjelaskan bahwa manajemen memberi sinyal untuk mengurangi asimetri informasi. Jika manajemen mempunyai lebih banyak mengenai kinerja dan prospek perusahaan daripada pemegang saham, mereka dapat memberi sinyal dengan mencatat acrual diskresioner. Apabila kinerja dan prospek perusahaan baik, manajemen dapat memberi sinyal dengan mencatat acrual diskresioner positif untuk

menunjukkan bahwa laba periode kini serta akan datang lebih baik daripada yang diimplikasikan oleh laba non diskresioner.

Manajer perusahaan memberikan sinyal kabar baik maupun sinyal kabar buruk kepada pihak luar perusahaan. Jika kinerja perusahaan buruk, manajer melakukan manajemen laba untuk memberikan sinyal buruk dengan tujuan memberikan informasi kepada pasar bahwa manajer mempunyai integritas, bertindak jujur, dan mempunyai keyakinan dapat mengatasi masalah yang dihadapi. Selain untuk menunjukkan kualitas manajerial dengan memberi sinyal buruk sebagaimana adanya, manajer berharap memperoleh apresiasi pasar untuk menahan penurunan harga saham perusahaan.

Manajemen laba sebagai suatu proses mengambil langkah yang disengaja dalam batas prinsip akuntansi yang berterima umum baik didalam maupun diluar batas *General Accepted Accounting Principle* (GAAP). Menurut Sugiri (1998) membagi definisi manajemen laba menjadi dua, yaitu :

1. Definisi Sempit.

Manajemen laba dalam hal ini hanya berkaitan dengan pemilihan metode akuntansi. Manajemen laba dalam artian sempit ini didefinisikan sebagai perilaku manajer untuk bermain dengan komponen discretionary accruals dalam menentukan besarnya laba.

2. Definisi Luas.

Manajemen laba merupakan tindakan manajer untuk meningkatkan (mengurangi) laba yang dilaporkan saat ini atas suatu unit usaha dimana

manajer bertanggung jawab, tanpa mengakibatkan peningkatan (penurunan) profitabilitas ekonomi jangka panjang unit tersebut.

Pengertian manajemen laba oleh Merchan (1989) dalam Merchan dan Rockness (1994) dalam Ma'ruf (2006) didefinisikan sebagai tindakan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk mempengaruhi laba yang dilaporkan yang bias memberikan informasi mengenai keuntungan ekonomis (*economic advantage*) yang sesungguhnya tidak dialami perusahaan, yang dalam jangka panjang tindakan tersebut bisa merugikan perusahaan.

Schipper (1989) mendefinisikan manajemen laba sebagai *"the purposeful intervention in the Eksternal financial reporting process with intent obtain some private gain."* Jadi Schipper (1989) mendefinisikan manajemen laba sebagai intervensi dengan maksud tertentu terhadap proses pelaporan keuangan untuk memaksimalkan keuntungan pribadi. Defenisi tersebut mengartikan bahwa manajemen laba merupakan perilaku oportunistik manajer untuk memaksimalkan utilitas mereka. Manajer melakukan manajemen laba dengan memilih metoda atau kebijakan akuntansi tertentu untuk menaikkan laba atau menurunkan laba. Manajer dapat menaikkan laba dengan menggeser laba periode akan datang ke periode kini dan begitupula sebaliknya.

Manajer dapat memanipulasi laba dengan berbagai cara, baik yang secara langsung berpengaruh terhadap keputusan operasi, pendanaan dan investasi dan dalam bentuk pemilihan prosedur akuntansi yang diperbolehkan dalam prinsip akuntansi. Terdapat dua motivasi manajer

melakukan manajemen laba yaitu motivasi oportunistik dan motivasi signaling (Chen dan Cheng, 2002). Kedua motivasi tersebut dapat dijelaskan oleh teori keagenan dan teori signaling. Teori keagenan menjelaskan bahwa kontrak yang dibuat dalam hubungan keagenan biasanya didasarkan pada kinerja perusahaan.

Jadi alasan dilakukan manajemen laba karena :

1. Manajemen laba dapat meningkatkan kepercayaan pemegang saham terhadap manajer. Manajemen laba berhubungan erat dengan tingkat perolehan laba atau prestasi usaha suatu organisasi, hal ini karena tingkat keuntungan atau laba dikaitkan dengan prestasi manajemen dan juga besar kecilnya bonus yang akan diterima oleh manajer.
2. Manajemen laba dapat memperbaiki hubungan dengan pihak kreditor. Perusahaan yang terancam default yaitu tidak dapat memenuhi kewajiban pembayaran utang pada waktunya, perusahaan berusaha menghindarinya dengan membuat kebijakan yang dapat meningkatkan pendapatan maupun laba. Dengan demikian akan memberi posisi bargaining yang relatif baik dalam negoisasi atau penjadwalan ulang utang antara pihak kreditor dengan perusahaan.
3. Manajemen laba dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya.

Menurut Ayres (1994) manajemen laba dapat dilakukan oleh manajer dengan cara-cara sebagai berikut:

1. Manajer dapat menentukan kapan waktu akan melakukan manajemen laba melalui kebijakannya. Hal ini biasanya dikaitkan dengan segala

aktivitas yang dapat mempengaruhi aliran kas dan juga keuntungan yang secara pribadi merupakan wewenang dari para manajer.

2. Keputusan manajer untuk menerapkan suatu kebijakan akuntansi yang wajib diterapkan oleh suatu perusahaan. Yaitu antara menerapkan lebih awal atau menunda sampai saat berlakunya kebijakan tersebut.
3. Upaya manajer untuk mengganti atau merubah suatu metode akuntansi tertentu dari sekian banyak metode yang dapat dipilih yang tersedia dan diakui oleh badan akuntansi yang ada (GAAP).

Berdasarkan penelitian sebelumnya (Watts dan Zimmerman 1986) secara empiris membuktikan bahwa hubungan *principal* dan *agent* sering ditentukan oleh angka akuntansi. Hal ini memacu agent untuk memikirkan bagaimana angka akuntansi tersebut dapat digunakan sebagai sarana untuk memaksimalkan kepentingannya. Salah satu bentuk tindakan *agent* tersebut adalah manajemen laba. Faktor-faktor yang diajukan oleh Watt dan Zimmerman sebagaimana dikutip oleh Sugiri (1998):

1. *Hipotesis Bonus Plan.*

Bahwa pada perusahaan dengan bonus plan cenderung untuk menggunakan metode akuntansi yang akan meningkatkan *income* saat ini.

2. *Debt To Equity Hypothesis.*

Bahwa pada perusahaan yang mempunyai rasio *debt to equity* besar maka manajer perusahaan tersebut cenderung menggunakan metode akuntansi yang akan meningkatkan pendapatan atau laba.

3. *Political Cost Hypothesis*

Bahwa pada perusahaan yang besar, yang kegiatan operasinya menyentuh sebagian besar masyarakat akan cenderung untuk mengurangi laba yang dilaporkan.

2.8 Kajian Teori tentang Kebijakan Dividen

Dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (*retained earnings*) yang ditahan sebagai cadangan perusahaan (Ang, 1997). Menurut Hanafi (2004), dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, disamping *capital gain*. Dividen ini untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Ross (1997) mendefinisikan dividen sebagai pembayaran kepada pemilik perusahaan yang diambil dari keuntungan perusahaan, baik dalam bentuk saham maupun tunai. Artinya perusahaan yang membukukan keuntungan dapat membagikan dividen karena dividen diambil dari keuntungan perusahaan. Namun, tidak setiap perusahaan yang mengalami keuntungan selalu membagi dividen.

Kebijakan dividen menyangkut keputusan apakah laba akan dibayarkan sebagai dividen *payout* atau ditahan untuk reinvestasi dalam perusahaan. Beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan biaya modal alternatif dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan pada saat ini atau di masa yang akan datang.

Terdapat beberapa teori kebijakan dividen yaitu (Sartono, 2001):

1. Teori Dividen adalah tidak Relevan
 - Menurut Modigliani dan Miller (MM), nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR, tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan kelas risiko perusahaan. Jadi menurut MM, dividen adalah tidak relevan.
2. *Teori Bird in the Hand Theory*

Teori ini menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimalkan dengan menentukan rasio pembagian dividen yang tinggi. Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika *dividend payout ratio* rendah karena investor lebih suka menerima dividen dari pada *capital gains*. Menurut mereka, investor memandang *dividend yield* lebih pasti dari pada *capital gains yield*.
3. *Tax Differential Theory*

Dalam pembebanan pajak, dimana adanya perbedaan pajak bagi individu maka pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai *capital gains*. Hal tersebut dikarenakan pemegang saham tersebut dapat menunda pembayaran pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagi dividen yang kecil. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif rendah cenderung menyukai dividen yang besar.
4. *Stewardship Theory*

Teori *stewardship* adalah teori yang menggambarkan situasi dimana para manajer tidaklah termotivasi oleh tujuan-tujuan individu tetapi lebih

ditujukan pada sasaran hasil utama mereka untuk kepentingan organisasi, sehingga teori ini mempunyai dasar psikologi dan sosiologi yang telah dirancang dimana para eksekutif sebagai *steward* termotivasi untuk bertindak sesuai keinginan prinsipal, selain itu perilaku *steward* tidak akan meninggalkan organisasinya sebab *steward* berusaha mencapai sasaran organisasinya.

5. *Information Content Hypothesis*

Pada teori ini berpendapat berdasarkan kenyataan bahwa manajemen cenderung memiliki informasi yang lebih baik tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan investor.

6. *Clientile Effects*

Terdapat banyak kelompok investor dengan berbagai kepentingan. Di satu pihak, terdapat investor yang lebih menyukai memperoleh pendapatan saat ini dalam bentuk dividen, dipihak lain terdapat investor yang lebih menyukai untuk menginvestasikan kembali pendapatan mereka karena kelompok investor ini berada dalam tarif pajak cukup tinggi.

Variabel endogen kebijakan dividen dalam penelitian ini menyangkut kebijakan perusahaan yang berhubungan dengan penentuan persentase laba bersih perusahaan yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Sebagai variabel laten, kebijakan dividen dikonfirmasi melalui variabel terukur seperti yang dilakukan oleh, Smith&Watts (1992); Kallapur &

Trombley (1999); Kaaro (2002a, b), yaitu *dividend yield* dan *dividend payout ratio*.

1. *Dividend payout rasio*

Analisis DPR (Dividend Payout Ratio) ini bertujuan untuk mengetahui berapa besar bagian dari laba bersih yang dibagikan sebagai dividen. Hasil yang diperoleh dari analisis ini yaitu, dalam bentuk presentase dari laba bersih yang dibagikan sebagai dividen sedangkan sisanya (100% - X% dari DPR) merupakan laba ditahan yang akan diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan.

2. *Dividen Yield*

Analisis dividen yield merupakan keuntungan dari dividen saham. Analisis ini bertujuan untuk mengetahui berapa persen keuntungan yang diperoleh oleh pemegang saham yang dimilikinya yang didasarkan atas perbandingan antara dividen per share dengan harga pasar saham beredar.

Terdapat dua teori yang saling bertentangan mengenai kebijakan dividen yang seharusnya dianut oleh perusahaan. Yang pertama adalah teori yang dikembangkan oleh Modigliani dan Miller (1961) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan. Modigliani dan Miller (1961) menyatakan juga bahwa dengan suatu keputusan investasi tertentu, rasio dividen yang dibagikan tidak ada pengaruhnya dengan nilai perusahaan. Inti dari pendapat mereka bahwa kebijakan dividen tidak relevan. Menurut Modigliani dan Miller (1961) sebagai penganjur utama teori ketidakrelevanan dividen (*dividend irrelevance theory*), bahwa nilai perusahaan (perubahan

harga saham) hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba serta resiko bisnisnya, dengan kata lain mereka berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan tergantung semata-mata pada laba yang dihasilkan oleh aktivitya bukan pada bagaimana laba tersebut dibagikan diantara pembayaran dividen dengan laba yang ditahan.

Di lain pihak, Gordon dan Lintner (1956), mengemukakan teori *bird in the hand*. Mereka berpendapat bahwa dividen akan kecil resikonya jika dibandingkan dengan kenaikan nilai modal, dan oleh karena itu biaya ekuitas perusahaan akan naik apabila dividen dikurangi. Dengan demikian suatu perusahaan dapat menetapkan suatu rasio pembagian dividen yang tinggi dan menawarkan hasil dividen yang tinggi guna meminimumkan biaya modalnya. Disamping itu, pembagian dividen merupakan suatu pertanda bagi investor, dimana kenaikan dividen yang sangat besar menandakan bahwa manajemen merasa optimis, sedangkan penurunan dividen menunjukkan bahwa manajemen, pesimistis atas masa depan perusahaan. Kebijakan dividen perusahaan akan menarik minat dari kalangan investor tertentu yang sepaham dengan kebijakan dividen perusahaan.

Bird in the Hand Theory yang diajukan Gordon dan Lintner (1956), mengemukakan bahwa ada hubungan antara nilai perusahaan dengan kebijakan dividen. Mereka mengemukakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimumkan oleh rasio pembayaran dividen yang tinggi, karena investor menganggap bahwa resiko dividen tidak sebesar resiko kenaikan nilai modal.

Dengan kata lain investor lebih menyukai keuntungan dalam bentuk dividen daripada keuntungan yang diharapkan dari kenaikan nilai modal.

Dalam prakteknya, kebijakan dividen sangat dipengaruhi oleh peluang investasi dan ketersediaan dana untuk membiayai investasi baru. Kenyataan ini cenderung menimbulkan kebijakan dividen residual. Kebijakan dividen residual adalah kebijakan tentang besarnya pembayaran dividen yang sama dengan laba aktual dikurangi dengan laba yang perlu ditahan untuk membiayai anggaran modal perusahaan yang optimal. (Keown, 2003) mengemukakan beberapa langkah yang perlu diikuti dalam menentukan besarnya rasio pembagian dividen pada kebijakan dividen residual ;

1. menentukan anggaran barang modal yang optimal,
2. menentukan jumlah modal yang dibutuhkan untuk membelanjai anggaran tersebut,
3. Sedapat mungkin menggunakan laba yang ditahan untuk memenuhi komponen penyertaan modal,
4. Membayar dividen, jika laba yang tersedia lebih besar daripada yang dibutuhkan untuk mendukung anggaran modal yang optimal.

Keown, (2003), juga mengemukakan beberapa faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan dividen, diantaranya adalah:

1. Kendala atas pembagian dividen
2. Peluang investasi
3. Ketersediaan dan biaya dari sumber modal alternative
4. Pengaruh kebijakan dividen terhadap biaya ekuitas perusahaan

Para peneliti telah mengajukan banyak teori yang berbeda tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Beberapa teori itu meliputi pajak, biaya keagenan, informasi asimetris (*signaling*) dan penjelasan-penjelasan perilaku. Sementara itu, para peneliti lainnya mempunyai usulan model pengembangan dan pengujian empiris yang berbeda untuk dapat menjelaskan tentang perilaku dividen (Baker et al, 2001).

Lintner (1956) melakukan suatu studi klasik tentang bagaimana para manajer U.S. membuat keputusan dividen. Lintner adalah orang yang pertama menjawab pertanyaan tentang bagaimana persepsi para manajer perusahaan mengenai dividen dan kebijakan dividen. Setelah mengidentifikasi 15 variabel yang berkenaan dengan keputusan dividen, Lintner mengadakan wawancara intensif dengan para manajer untuk mengetahui tanggapan mereka tentang keputusan dividen dari 28 perusahaan yang mapan dalam industrinya. Hasil studi Lintner (1956) menyatakan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah tingkat pendapatan baik untuk periode yang bersangkutan maupun harapan tingkat pendapatan untuk periode-periode yang akan datang, dan pola pembayaran dividen sebelumnya.

Selanjutnya, studi Lintner (1956) dapat dirangkum menjadi tiga temuan sebagai berikut: Pertama, perusahaan-perusahaan mempunyai target *dividen payout ratio* untuk jangka panjang. Ditemukan bahwa *dividend payout ratio* adalah tinggi pada kasus perusahaan-perusahaan dengan

earnings yang stabil dan rendah pada kasus perusahaan-perusahaan yang tumbuh. Kedua, perubahan dividen mengikuti pergeseran dalam keberlanjutan earnings jangka panjang. Perusahaan cenderung untuk membuat penyesuaian secara periodik dan parsial dalam mengarahkan pencapaiannya pada target payout ratio, daripada membuat perubahan yang dramatik dalam pembayaran dividen tunai. Para manajer lebih memperhatikan perubahan-perubahan dividen dari pada tingkat yang absolut. Ketiga, para manajer tidak bermaksud untuk melakukan perubahan dalam kebijakan dividen, atau manajemen perusahaan biasanya menunjukkan suatu keengganan atau hambatan yang kuat untuk mengurangi pembayaran dividen mereka.

Brittain (1964) dan Fama dan Babiak (1968) mengevaluasi kembali model Litner, dan hasil-hasil mereka mendukung pandangan Litner (1956) bahwa para manajer lebih menyukai suatu pembayaran dividen yang stabil dan enggan untuk menaikkan dividen pada suatu tingkat dimana perusahaan tidak mampu untuk menopangnya. Fama dan Babiak (1968) menemukan bukti bahwa perubahan dalam *dividend per share* suatu perusahaan pada umumnya adalah suatu fungsi dari target *dividend payout ratio* perusahaan, laba periode berjalan dan laba yang lalu, dan dividen periode sebelumnya. Mereka menyimpulkan bahwa model yang menjadi dasar bagi Litner (1956) bekerja adalah relatif baik untuk alternatif pengspesifikasian. Baker, Farrelly dan Edelman (1985) dan Farrelly, Baker dan Edelman (1986) melakukan survei terhadap 318 perusahaan NYSE yang mempunyai apa yang mereka

gambarkan sebagai kebijakan dividen yang normal. Berdasarkan pada hasil analisis Baker et al. (1986) terhadap tanggapan dari perusahaan-perusahaan manufaktur, pedagang besar dan atau pedagang kecil, serta perusahaan jasa, Baker et al. (1986) menyimpulkan bahwa penentu utama dari pembayaran dividen adalah antisipasi tingkat laba untuk masa yang akan datang dan pola dari deviden yang lalu. Faktor-faktor ini adalah konsisten dengan apa yang diidentifikasi oleh Litner (1956). Hasil penelitian Baker et al. (1986) juga menyatakan bahwa para manajer percaya bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai saham dan bahwa para manajer adalah mempunyai perhatian yang tinggi terhadap kontinuitas dividen. Sebagai tambahan, dapat dikemukakan bahwa temuan Baker et al. (1986) mengungkapkan para manajer dari perusahaan jasa mempunyai keputusan dividen yang agak sedikit berbeda dengan perusahaan manufaktur dan pedagang besar dan atau pedagang eceran.

Beberapa studi telah dilakukan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang dipertimbangkan para manajer dalam menentukan kebijakan dividennya seperti: DeAngelo, DeAngelo dan Skinner (1996); Benartzi, Michaely, dan Thaler (1997) dan yang lainnya, semua mendukung kesimpulan dari Litner (1956). Studi Baker, Varelly dan Edelman (1985); Farelly, Baker, dan Edelman (1986); Baker and Farrelly (1988), Pruitt dan Gitman (1991), Lazo (1999); Mohanty (1999), Baker dan Powell (2000); dan Baker et al. (2001) juga mendukung kesimpulan dari Litner ini. Bond dan Maugoue (1991) dan Benartzi et al. (1997) menguji secara kritis kemampuan

penerapan dari model matematika Litner (1956) untuk menggambarkan proses keputusan dividen. Bond and Mongone (1991) mengadakan test secara empiris untuk mengetahui pencapaian target tingkat *dividend payout* dan kecepatan penyesuaiannya dari model perilaku dividennya Litner (1956). Bond and Mongone (1991) dengan teliti menggolongkan kebijakan dividen perusahaan, dan menyimpulkan bahwa model penyesuaian parsial dividen tidak menggambarkan kebijakan dividen yang unik dari perusahaan-perusahaan secara individual.

Frankfurter dan Wood (1997) berpendapat bahwa kebijakan dividen adalah lebih dari sekedar suatu model perilaku, dan berdasarkan observasi yang telah dilakukan mereka menyatakan bahwa pola pembayaran dividen perusahaan adalah sebuah fenomena cultural. Selanjutnya Frankfurter and Wood (1997) menyimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat dibuat model secara matematik dan diseragamkan untuk semua perusahaan pada seluruh waktu. Jadi Frankfurter dan Wood (1997) menasehati para peneliti untuk mempelajari kebijakan dividen secara lebih berhati-hati sebagai suatu fenomena cultural dari pada upaya untuk menghasilkan dalam bangunan model matematika. Malahan dari model-model bangunan atau pengembangan teori tentang kebijakan dividen, beberapa peneliti mempunyai usaha untuk studi ini, yaitu fenomena budaya (*cultural phenomem*), dengan cara melakukan survei kepada para manajer perusahaan. Beberapa studi berusaha untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang dipertimbangkan para manajer keuangan untuk menjadi faktor

yang paling penting dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan mereka.

Studi yang dilakukan oleh Baker dan Farrelly (1988) melaporkan hasil-hasil yang sama untuk apa yang mereka sebut pencapaian dividen (perusahaan-perusahaan mempunyai catatan yang tak putus-putus untuk menaikkan dividen yang berturut-turut pada 10 tahun terakhir). Farrelly dan Baker (1989) mengadakan suatu survei terhadap investor-investor institusional untuk mempelajari apa yang menjadi pertimbangan penting suatu perusahaan dalam kebijakan dividen. Temuan-temuan mereka memperlihatkan bahwa para investor berpengalaman percaya kebijakan dividen mempengaruhi harga saham dan dividen yang konsisten adalah sangat penting, hasil-hasil ini adalah juga konsisten dengan Litner (1956), Pruitt and Gitman (1991) yang mewawancarai para manajer keuangan dari 1000 perusahaan besar di U.S. untuk menggambarkan saling keterkaitan diantara investasi, pendanaan dan keputusan dividen dalam perusahaan-perusahaan mereka. Hasil investigasi memberikan kesan bahwa faktor-faktor penting yang mempengaruhi atas jumlah pembayaran dividen adalah: profit tahun berjalan dan sebelumnya, variasi laba dari tahun ke tahun, tingkat pertumbuhan dari laba, dan dividen tahun sebelumnya.

Baker dan Powell (2000) melakukan penelitian dengan tujuan utama untuk melakukan investigasi terhadap pandangan-pandangan para manajer dari perusahaan-perusahaan besar di U.S. mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Sampel yang digunakan adalah 198

tanggapan dari mail survey yang dikirim pada pertengahan tahun 1997 kepada CFOs dari perusahaan-perusahaan yang membayar *cash dividends* yang tercatat di NYSE. Hasil penelitian dari Baker dan Powell (2000) ini dapat dirangkum sebagai berikut: Pertama, hasil-hasil menunjukkan bahwa sebagian besar penentu-penentu penting dari kebijakan dividen dari suatu perusahaan adalah tingkat dari *earnings* saat ini dan harapan *earnings* untuk masa mendatang serta pola atau kontinuitas dari *dividends* sebelumnya. Faktor-faktor ini adalah sama dengan apa yang telah diidentifikasi oleh Lintner (1956) dalam model perilakunya tentang *dividends* lebih dari empat dekade yang lalu. Kedua, faktor-faktor yang sangat penting yang mempengaruhi kebijakan dividen dalam survey *dividend* tahun 1983 mempunyai kesamaan yang tinggi dengan yang ada dalam survey saat ini. Temuan ini menyarankan bahwa penentu-penentu kunci dari kebijakan dividen mengalami *remained remarkably* yang stabil sepanjang waktu. Terakhir, tipe industri muncul untuk berpengaruh penting sebagai penentu-penentu dari kebijakan dividen. Hasil-hasil Baker dan Powell menegaskan bahwa betapa pentingnya bagi para manajer untuk memelihara kontinuitas dari *dividends*. Tanggapan sebagian besar dari para manajer yang disurvei dengan sangat jelas mereka percaya bahwa kebijakan dividen dapat mempengaruhi harga saham. Implikasi lain dari temuan-temuan ini adalah bahwa para manajer memperhatikan mengenai perubahan dividen yang mungkin menyediakan isyarat bagi para investor.

Studi Baker et al. (2001) mempunyai tujuan: (1) untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang terpenting yang digunakan oleh perusahaan-perusahaan U.S. dalam membuat keputusan kebijakan dividen; (2) untuk menentukan apakah faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen berbeda berdasarkan tipe industri; (3) untuk mengumpulkan dan melaporkan informasi tentang bagaimana para manajer menjalankan kebijakan dividen, dan apakah perusahaan-perusahaan mempunyai suatu target *payout ratio* secara eksplisit. Studi Baker et al. dilakukan terhadap 188 *top financial officer* dari perusahaan-perusahaan yang sahamnya diperdagangkan di Nasdaq dan perusahaan tersebut harus membayar dividen setiap kuartal selama tahun 1996 dan 1997. Hasil studi Baker et al. adalah sebagai berikut: Pertama, faktor penentu yang paling penting dari keputusan dividen adalah pola dari dividends masa yang lalu, stabilitas dari *earnings*, dan tingkat *earnings* untuk saat ini dan harapan *earnings* untuk masa mendatang. Secara umum, faktor-faktor yang sangat penting untuk perusahaan-perusahaan yang tercatat di Nasdaq adalah juga sangat penting untuk perusahaan-perusahaan yang tercatat di NYSE, sebagaimana yang dilaporkan dalam survei-survei sebelumnya. Hasil studi Baker et al. juga menyatakan bahwa banyak manajer masih membuat keputusan-keputusan dividen yang konsisten dengan hasil-hasil survei dan model Lintner (1956). Kedua, hasil studi ini tidak mengimplikasikan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan-keputusan dividen adalah sama untuk seluruh perusahaan. Kenyataannya, Baker et al. mengidentifikasi secara signifikan

bahwa terdapat perbedaan antara manajer dari perusahaan keuangan dengan manajer dari perusahaan non-keuangan untuk sembilan dari 22 faktor yang dianalisis. Tiga faktor, yaitu stabilitas *earnings*, tingkat *earnings* saat ini dan *earnings* yang diharapkan masa mendatang, antara lain adalah merupakan faktor-faktor yang sangat penting yang mempengaruhi keputusan kebijakan dividen. Berbagai market frictions atau pasar tidak sempurna mungkin mempengaruhi perusahaan-perusahaan dalam cara-cara yang berbeda, tidak ada sekumpulan dari faktor-faktor yang secara universal yang memungkinkan untuk dapat diterapkan bagi seluruh perusahaan. Kebijakan dividen optimal itu adalah mungkin bersifat unik untuk beberapa perusahaan. Meskipun demikian, studi Baker et al., ketika dipasangkan dengan studi-studi empiris lain dan model-model matematika, dengan kuat menyarankan bahwa faktor-faktor tertentu muncul seperti menjadi penting secara konsisten sepanjang waktu.

Studi Dickens et al. (2002) bertujuan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang dapat menjelaskan kebijakan dividen pada perusahaan perbankan dengan mengikuti model dari Barclay, Smith, dan Watts (1995). Sampel yang digunakan adalah 667 perusahaan perbankan untuk tahun 1998. Dickens et al. mengidentifikasi perusahaan-perusahaan menurut industri dengan menggunakan kode *Standard Industrial Classification* (SIC) dan menghilangkan perusahaan-perusahaan yang tidak tergabung dalam U.S. serta perusahaan-perusahaan dengan data yang tidak lengkap. Studi Dickens et al. mengidentifikasi tujuh faktor yang diyakini dapat

mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, dan hasil studi ini menemukan dukungan secara empiris untuk lima dari tujuh faktor tersebut. lima faktor yang secara empiris mendukung itu adalah *investment opportunity*, *size*, *agency problems*, *dividend history*, dan *risk*. Temuan-temuan itu menyarankan suatu garis petunjuk yang dapat diikuti untuk kebijakan dividen bank: (1) Bank-bank dengan peluang investasi yang lebih besar harus menghemat cash untuk mendanai peluang itu dan, oleh karenanya, membayar lebih sedikit dividends, (2) Bank-bank yang mempunyai ukuran yang besar, dan mungkin mempunyai biaya kebangkrutan yang lebih rendah, akan dapat membayar dividends yang lebih tinggi, (3) Bank-bank dengan *agency problems* yang lebih sedikit dapat membayar *dividends* yang lebih sedikit, (4) Bank-bank akan menggunakan *dividend history* mereka untuk mengatur kebijakan dividen, (5) Bank-bank yang mempunyai risiko tinggi akan membayar dividends rendah.

Anand (2004) melakukan studi dengan tujuan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang dipertimbangkan CFOs perusahaan India dalam memformulasikan kebijakan dividen. Sampel yang digunakan dalam studi ini terdiri dari 474 perusahaan sektor swasta dan 51 perusahaan sektor publik yang utama berdasarkan pada kapitalisasi pasar di India. Berdasarkan 525 perusahaan tersebut hanya sebesar 81 atau 15,4% CFOs (*Chief Financial Officers*) yang tanggapannya dapat dianalisis. Hasil studi ini konsisten dengan teori dan mereka bereaksi secara bersama-sama mengungkapkan dengan baik. Manajemen dari perusahaan-perusahaan India percaya bahwa

keputusan-keputusan dividen adalah penting karena kebijakan dividen menyediakan suatu mekanisme pemberian isyarat untuk prospek masa yang akan datang dari perusahaan dan dengan demikian akan mempengaruhi nilai pasar. CFOs melakukan pertimbangan terhadap preferensi dari para investor untuk dividends dan profil para pemegang saham ketika merancang kebijakan dividen. CFOs juga mempunyai suatu target dividend payout ratio tetapi juga menginginkan untuk membayar dividends dengan stabil dalam pertumbuhan. Oleh karena itu, kebijakan dividen merupakan persoalan untuk CFOs dan para investor.

Liu dan Hu (2005) melakukan penelitian dengan tujuan untuk menjawab beberapa pertanyaan, yang dapat diuraikan sebagai berikut: (1) mengapa *cash dividend* dan *free cash flow* dengan ekuitas adalah tidak sama.; (2) ada hubungan apa antara cash dividend, kemampuan dari cash payout dan juga peluang dari investasi; (3) apa ciri-ciri atau keistimewaan dari cash dividend payout dalam industri-industri yang berbeda. Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah cross section data dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di China (shanghai dan Shenzhen) *Stock Exchanges* pada akhir tahun 2000. Sejumlah 299 perusahaan yang tercatat telah dipilih secara random. Hasil penelitian Liu dan Hu (2005) dapat dikemukakan sebagai berikut: Pertama, pembayaran *cash dividend* adalah selalu lebih kecil dari laba akuntansi. Kedua, pembayaran dari *cash dividend* adalah berhubungan positif dengan *current return per share* dan *total assets* tetapi negatif untuk *debt to asset ratio*. Terakhir, hasil penelitian ini

keputusan-keputusan dividen adalah penting karena kebijakan dividen menyediakan suatu mekanisme pemberian isyarat untuk prospek masa yang akan datang dari perusahaan dan dengan demikian akan mempengaruhi nilai pasar. CFOs melakukan pertimbangan terhadap preferensi dari para investor untuk dividends dan profil para pemegang saham ketika merancang kebijakan dividen. CFOs juga mempunyai suatu target dividend payout ratio tetapi juga menginginkan untuk membayar dividends dengan stabil dalam pertumbuhan. Oleh karena itu, kebijakan dividen merupakan persoalan untuk CFOs dan para investor.

Liu dan Hu (2005) melakukan penelitian dengan tujuan untuk menjawab beberapa pertanyaan, yang dapat diuraikan sebagai berikut: (1) mengapa *cash dividend* dan *free cash flow* dengan ekuitas adalah tidak sama.; (2) ada hubungan apa antara cash dividend, kemampuan dari cash payout dan juga peluang dari investasi; (3) apa ciri-ciri atau keistimewaan dari cash dividend payout dalam industri-industri yang berbeda. Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah cross section data dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di China (shanghai dan Shenzhen) *Stock Exchanges* pada akhir tahun 2000. Sejumlah 299 perusahaan yang tercatat telah dipilih secara random. Hasil penelitian Liu dan Hu (2005) dapat dikemukakan sebagai berikut: Pertama, pembayaran *cash dividend* adalah selalu lebih kecil dari laba akuntansi. Kedua, pembayaran dari *cash dividend* adalah berhubungan positif dengan *current return per share* dan *total assets* tetapi negatif untuk *debt to asset ratio*. Terakhir, hasil penelitian ini

mengidentifikasi bahwa perusahaan-perusahaan dengan suatu ROE, ONCF (*Operating Net Cash Flow*) yang lebih tinggi melakukan pembayaran *cash dividend* yang lebih tinggi, dan itu dimiliki oleh industri tradisional; perusahaan-perusahaan dengan suatu ROE yang lebih tinggi, ONCF yang lebih rendah melakukan pembayaran *cash dividend* yang lebih rendah, dan itu dimiliki oleh industri dengan teknologi tinggi. Liu dan Hu (2005) menemukan terdapat banyak perusahaan yang tidak dapat membuat *residual cash flow* yang cukup, tetapi mereka tetap berinvestasi pada proyek-proyek besar.

Baker et al. (2005) melakukan survei kepada para manajer dari perusahaan-perusahaan yang membayar dividen yang tercatat di *Oslo Stock Exchange* Norwegia. Tujuan dari survei ini adalah untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang paling penting dalam membuat keputusan-keputusan kebijakan dividen, dan untuk mempelajari pandangan-pandangan para manajer tentang berbagai permasalahan yang berhubungan dengan dividen. Baker et al. (2005) juga membandingkan pandangan-pandangan dari para manajer perusahaan-perusahaan dari Norwegia dan U.S. Temuan-temuan dari survei ini menuntun kepada beberapa kesimpulan tentang kebijakan dividen. Pertama, faktor terpenting yang mempengaruhi kebijakan dividen dari perusahaan-perusahaan Norwegia adalah berhubungan dengan *earnings*.

Tegasnya adalah tingkat *earnings* dari periode yang bersangkutan dan harapan *earnings* untuk masa mendatang, jadi merupakan stabilitas dari

earnings. Penentu-penentu yang signifikan lainnya dari kebijakan dividen adalah termasuk tingkat financial leverage periode yang bersangkutan dan batasan-batasan likuiditas. Berdasarkan bukti yang diperoleh, Baker et al. (2005) juga menyimpulkan bahwa untuk faktor-faktor yang sama yang mempengaruhi keputusan-keputusan dividen adalah tidak sepadan pentingnya untuk seluruh perusahaan. Baker et al. (2005) menduga bahwa tidak ada sekumpulan dari faktor-faktor yang bersifat universal yang diterapkan secara sepadan untuk seluruh perusahaan. Kedua, Para manajer dari perusahaan Norwegia memandang aturan legal dan batasan-batasan sebagai suatu yang lebih penting daripada yang dilakukan rekan mereka di U.S. Sebaliknya, para manajer dari perusahaan-perusahaan U.S menempatkan pola dari dividen yang lalu sebagai suatu yang lebih penting daripada yang dilakukan para manajer dari perusahaan Norwegia. Ketiga, para manajer Norwegia secara umum mendukung beberapa pernyataan yang berhubungan dengan konsep bahwa kebijakan dividen suatu perusahaan adalah suatu permasalahan. Para manajer perusahaan Norwegia sangat menyetujui bahwa suatu perusahaan seharusnya merencanakan kebijakan dividen itu untuk menciptakan nilai yang maksimum bagi para pemegang saham. Selanjutnya, mereka setuju bahwa suatu kebijakan dividen yang optimal adalah suatu keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan masa mendatang yang memaksimalkan harga saham. Sekalipun begitu, para manajer ini kelihatan mempunyai pandangan yang bertentangan (*ambivalent*) ketika ditanya apakah suatu perubahan

dalam *cash dividends* suatu perusahaan itu mempengaruhi nilai perusahaan. Dibandingkan dengan rekan-rekan mereka U.S., responden dari perusahaan Norwegia menyatakan banyak kurang setuju dengan gagasan bahwa terdapat suatu hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Terakhir, para manajer dari perusahaan-perusahaan Norwegia menyatakan dukungan untuk penjelasan suatu signaling untuk pembayaran *dividends* daripada yang mereka lakukan untuk penjelasan suatu *tax-preference*. Sekalipun begitu, mayoritas dari tanggapan-tanggapan menunjukkan kemenduaan (*ambivalent*) terhadap apakah para investor secara umum menggunakan pengumuman dividen sebagai informasi untuk membantu menilai harga saham suatu perusahaan.

Naceur et al. (2006) melakukan studi dengan tujuan untuk menguji apakah para manajer dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di Tunisia memperlancar pembayaran dividen mereka atau tidak. Selanjutnya, studi juga bertujuan untuk menguraikan secara singkat faktor penentu utama yang mungkin mengarahkan kebijakan dividen dari perusahaan-perusahaan di Tunisia. Naceur et al. (2006) melakukan studi ini melalui 48 perusahaan yang tercatat di *Tunisia Stock Exchange* selama tahun 1996 sampai tahun 2002. Temuan-temuan Naceur et al. adalah sebagai berikut: Pertama, perusahaan-perusahaan dengan pendapatan yang lebih stabil dapat mengusahakan *free cash flows* yang lebih besar dan jadi, membayar dividen lebih besar. Lebih lanjut, mereka mendistribusikan dividen lebih besar kapan pun mereka sedang bertumbuh pesat. Bagaimanapun, tidak ada konsentrasi kepemilikan

maupun financial leverage kelihatannya yang banyak berdampak kepada kebijakan dividen di Tunisia. Juga, likuiditas dari pasar modal dan ukuran perusahaan secara negatif berdampak pada pembayaran dividen.

Papadopoulos dan Charalambidis (2007) melakukan penelitian dengan tujuan untuk menginvestigasi status saat ini dan faktor-faktor penentu dari kebijakan dividen. Sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang tercatat di *Athens Stock Exchange (ASE)*. Bank-bank dan institusi-institusi keuangan dikeluarkan dari analisis. Selanjutnya, seluruh perusahaan yang tidak tercatat dalam setiap tahun dari tahun 1995 sampai tahun 2002 atau yang mempunyai data yang tidak lengkap juga dikeluarkan. Pengklasifikasian dari perusahaan ke dalam industri berdasarkan data tahun 2005 dan industri-industri yang mempunyai kurang dari lima perusahaan juga dikeluarkan. Temuan-temuan dari penelitian Papadopoulos dan Charalambidis secara garis besar dapat dirangkum menjadi lima pernyataan, yaitu: 1) perubahan kebijakan *payout* dari tahun ke tahun adalah kecil; 2) kebanyakan perusahaan tidak mendistribusikan dividends khusus; 3) perbedaan antara kebijakan dividen dari perusahaan-perusahaan retail dan yang dari perusahaan-perusahaan industri adalah kecil (minor); 4) variabel-variabel yang digunakan untuk menjelaskan hanya suatu proporsi kecil dari variability kebijakan dividen; dan 5) cash flow adalah faktor penentu utama dari kebijakan dividen.

Denis dan Osobov (2007) melakukan studi dengan bertujuan untuk menguji dan membahas faktor-faktor yang diprediksi sebagai penentu yang

dapat menjelaskan mengapa perusahaan membayar dividen. Denis dan Osobov memperluas penelitiannya melalui pengujian bukti *cross-sectional* dan *time-series* pada kecenderungan untuk membayar dividends dalam beberapa pasar-pasar keuangan yang berkembang seperti; The United States (U.S.), Kanada, the United Kingdom (U.K.), Jerman, Perancis, dan Jepang yang meliputi periode tahun 1989 sampai dengan tahun 2002. Hasil penelitian Denis dan Osobov ini menyatakan bahwa secara empiris faktor-faktor penentu dari pembayaran dividen menunjukkan kasamaan diantara negara-negara yang diteliti. Dalam keenam Negara yang diteliti, dividen dipengaruhi oleh: *Firm Size*, *Profitability*, *Growth Opportunities* dan *Earned/Contributed Equity Mix (Ratio Retained Earning to the Book value of total Equity) REt/BEt*.

2.9 Kajian Teori tentang Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) (Salvatore, 2005). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Menurut Husnan (2000) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Sedangkan menurut

Keown (2004) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham.

Pengertian nilai perusahaan menurut Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2002:7) menyatakan bahwa, nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual, semakin tinggi nilai perusahaan semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan.

Sedangkan pengertian nilai perusahaan menurut Agus Sartono (2001) menyatakan bahwa, nilai perusahaan adalah nilai jual sebuah perusahaan sebagai suatu bisnis yang sedang beroperasi.

Memaksimumkan nilai perusahaan (atau harga saham) tidak identik dengan memaksimumkan laba per lembar saham (*earning per share*, EPS). Hal ini karena disebabkan oleh :

1. Memaksimumkan EPS mungkin memusatkan pada EPS saat ini.
2. Memaksimumkan EPS mengabaikan nilai waktu uang.
3. Tidak memperhatikan faktor risiko.

Perusahaan mungkin memperoleh EPS yang tinggi pada saat ini, tetapi apabila pertumbuhannya diharapkan rendah, maka dapat saja harga sahamnya lebih rendah apabila dibandingkan dengan perusahaan yang saat ini mempunyai EPS yang lebih kecil. Dengan demikian memaksimumkan nilai perusahaan juga tidak identik dengan memaksimumkan laba, apabila

laba diartikan sebagai laba akuntansi (yang bisa dilihat dalam laporan rugi laba perusahaan).

Sebaliknya memaksimalkan nilai perusahaan identik dengan memaksimalkan laba dalam pengertian ekonomi (*economic profit*). Hal ini disebabkan karena laba ekonomi diartikan sebagai jumlah kekayaan yang bisa dikonsumsi tanpa membuat pemilik kekayaan tersebut menjadi lebih miskin. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan.

Nurlela dan Islahuddin (2008) menjelaskan bahwa *enterprise value* (EV) atau dikenal juga sebagai *firm value* (nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Sedangkan Wahyudi (2006) dalam Nurlela dan Islahuddin (2008) menyebutkan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli andai perusahaan tersebut dijual. Dalam penilaian perusahaan terkandung unsur proyeksi, asuransi, perkiraan, dan judgment. Ada beberapa konsep dasar penilaian yaitu : nilai ditentukan untuk suatu waktu atau periode tertentu; nilai harus ditentukan pada harga yang wajar; penilaian tidak dipengaruhi oleh kelompok pembeli tertentu.

Menurut Christiawan dan Tarigan (2007), ada beberapa konsep yang menjelaskan nilai perusahaan yaitu nilai nominal, nilai intrinsik, nilai likuidasi,

nilai buku, nilai pasar dan nilai intrinsik. Nilai nominal adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan. Nilai likuidasi adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban yang harus dipenuhi. Nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan dasar konsep akuntansi. Nilai pasar adalah harga yang terjadi dan proses tawar-menawar di pasar saham sedangkan konsep yang paling representatif untuk menentukan nilai suatu perusahaan adalah konsep intrinsik. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekedar harga dari sekumpulan nilai aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan dikemudian hari.

Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan perusahaan. Penilaian perusahaan mengandung unsur proyeksi, asuransi dan *judgement*.

Secara umum banyak metode dan teknik yang telah dikembangkan dalam penilaian perusahaan, di antaranya adalah : a) pendekatan laba antara lain metode rasio tingkat laba atau *price earning ratio*, metode kapitalisasi proyeksi laba; b) pendekatan arus kas antara lain metode diskonto arus kas; c) pendekatan dividen antara lain metode pertumbuhan dividen; d) pendekatan aktiva antara lain metode penilaian aktiva; e) pendekatan harga saham; f) pendekatan *economic value added* (Suharli, 2002). Pada dasarnya tujuan manajemen keuangan adalah memaksimumkan

nilai perusahaan. Akan tetapi di balik tujuan tersebut masih terdapat konflik antara pemilik perusahaan dengan penyedia dana sebagai kreditur. Jika perusahaan berjalan lancar, maka nilai saham perusahaan akan meningkat, sedangkan nilai hutang perusahaan dalam bentuk obligasi tidak terpengaruh sama sekali. Jadi dapat disimpulkan bahwa nilai dari saham kepemilikan bisa merupakan index yang tepat untuk mengukur tingkat efektifitas perusahaan.

Berdasarkan alasan itulah, maka tujuan manajemen keuangan dinyatakan dalam bentuk maksimalisasi nilai saham kepemilikan perusahaan, atau memaksimalkan harga saham. Tujuan memaksimalkan harga saham tidak berarti bahwa para manajer harus berupaya mencari kenaikan nilai saham dengan mengorbankan para pemegang obligasi. Nilai perusahaan dapat juga dilihat melalui nilai pasar atau nilai buku perusahaan dari ekuitasnya.

Menurut Fama (1978) nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar dan saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai aset perusahaan sesungguhnya. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Suatu perusahaan dikatakan mempunyai nilai yang baik jika kinerja perusahaan juga baik. Nilai perusahaan dapat tercermin dari harga

sahamnya. Jika nilai sahamnya tinggi bisa dikatakan nilai perusahaannya juga baik. Karena tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham.

Teori organisasi dan korporasi modern dari Marshal (1920, dalam Berle dan Means, 1933) telah banyak diterapkan dalam perusahaan-perusahaan besar dan modern sampai saat ini. Teori ini menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus terdapat pemisahan yang tegas antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management-CEO* sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan. Perkembangan selanjutnya, teori keagenan (*agency theory*) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Hal ini disebabkan dengan adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen dan Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; dan Shleifer dan Vishny, 1997). Asumsi dasar dalam *agency theory* adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan

untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan para pemegang saham.

Perilaku oportunistik manajerial dalam kaitannya dengan pencapaian nilai perusahaan, dapat digambarkan melalui fungsi-fungsi pengelolaan keuangan perusahaan, yaitu fungsi investasi, pendanaan, dan fungsi dalam menjalankan kebijakan dividen. Jensen (1986) berpendapat bahwa manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi melebihi ukuran optimal, meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* (NPV) negatif. Kondisi *overinvestment* ini dilakukan dengan menggunakan dana internal yang dihasilkan oleh perusahaan dalam bentuk *free cash flow*. Masalah *free cash flow* merujuk pada aktivitas manajer yang lebih menyukai melakukan investasi (meskipun dengan NPV negatif) dari pada membaginya dalam bentuk dividen. Manajer tertarik untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi, walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, Bethel dan Julia (1993). Hasil penelitian Grand Jammie dan Thomas sebagaimana dikutip oleh Bethel dan Julia (1993), menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan publik cenderung untuk memperluas dan melakukan diversifikasi perusahaan, walaupun hal itu tidak meningkatkan nilai perusahaan.

Managerial opportunism hypothesis sebagaimana diungkapkan oleh Jensen (1986), menyatakan bahwa para manajer mempunyai kecenderungan untuk menahan *cash*, menyediakan mereka untuk

mengonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakan dalam membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan yang mungkin meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham (Jiraporn dan Ning, 2006). Disamping itu manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan mengakibatkan beban bunga pinjaman dan risiko kebangkrutan perusahaan meningkat, karena *agency cost of debt* semakin tinggi. Meningkatnya biaya keagenan tersebut pada akhirnya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan. Dengan demikian perilaku oportunistik manajerial tidak menciptakan atau meningkatkan nilai perusahaan, tetapi sebaliknya akan merusak atau menurunkan nilai perusahaan.

Teori keagenan menyatakan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol salah satunya adalah dengan meningkatkan dividend payout ratio, yang akan mengakibatkan tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, 1989). Rozeff (1982) mengemukakan bahwa pembayaran dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency cost of equity* karena konflik antara manajemen dengan pemegang saham akan berkurang. Pembayaran dividen menunjukkan bahwa manajemen mengelola perusahaan dengan baik dan dapat menjadi signal yang positif bagi para pemegang saham untuk

reinvestasi dalam perusahaan. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menjelaskan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan monitoring capital market yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru dari pihak eksternal, sehingga mengurangi biaya keagenan.

Pembayaran dividen dipahami dapat mengurangi permasalahan keagenan, namun penelitian yang membahas hubungan langsung antara dividen dan nilai perusahaan sampai saat ini hasilnya masih ambigu (Jensen dan Smith, 1984). Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna, perilaku rasional dan kepastian yang sempurna, menemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan dividen adalah tidak relevan. Hasil-hasil penelitian Black dan Scholes (1974), Miller dan Scholes (1978), dan Jose dan Stevens (1989) mendukung argumentasi *dividend irrelevant theory* ini. Bagaimanapun, dalam praktek-praktek di pasar secara nyata, ditemukan bahwa kebijakan dividen nampaknya menjadi permasalahan, dan melonggarkan satu atau lebih dari asumsi-asumsi pasar modal yang sempurna adalah sebagai suatu dasar telah terbentuknya teori-teori yang menjadi tandingan dari teori kebijakan dividen tersebut.

Muncul beberapa studi empiris yang menolak *dividend irrelevance theory* dan mendukung *bird-in-hand theory* sebagai suatu teori relevansi dividen dari Gordon dan Lintner (1963), Long (1978), dan Sterk dan

Vandenberg (1990). Selanjutnya muncul Teori *tax preference* yang menyatakan bahwa rendahnya *dividend payout ratio* akan menjadikan lebih rendahnya tingkat pengembalian yang disyaratkan dan pada gilirannya akan meningkatkan penilaian terhadap saham-saham perusahaan (Brennan, 1970). Beberapa studi seperti Litzenberger dan Ramaswamy (1979), Poterba and Summers, (1984), dan Barclay (1987) telah menyajikan bukti empiris dalam mendukung dari argumentasi pengaruh pajak. Sedangkan yang lainnya, seperti Black dan Scholes (1974), Miller dan Scholes (1982), dan Morgan dan Thomas (1998) mempunyai temuan-temuan yang bertentangan dengan itu atau menyediakan penjelasan yang berbeda. Dengan demikian, dampak dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan itu sampai saat ini adalah masih simpang siur.

Rasio-rasio keuangan digunakan investor untuk mengetahui nilai pasar perusahaan. Rasio tersebut dapat memberikan indikasi bagi manajemen mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan dimasa lampau dan prospeknya dimasa depan. Ada beberapa rasio untuk mengukur nilai pasar perusahaan, salah satunya Tobin's Q. Rasio ini dinilai bisa memberikan informasi paling baik, karena dalam Tobin's Q memasukkan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa saja dan tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh asset perusahaan. Dengan memasukkan seluruh asset perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada satu tipe investor saja yaitu investor dalam bentuk saham namun juga untuk

Vandenberg (1990). Selanjutnya muncul Teori *tax preference* yang menyatakan bahwa rendahnya *dividend payout ratio* akan menjadikan lebih rendahnya tingkat pengembalian yang disyaratkan dan pada gilirannya akan meningkatkan penilaian terhadap saham-saham perusahaan (Brennan, 1970). Beberapa studi seperti Litzenberger dan Ramaswamy (1979), Poterba and Summers, (1984), dan Barclay (1987) telah menyajikan bukti empiris dalam mendukung dari argumentasi pengaruh pajak. Sedangkan yang lainnya, seperti Black dan Scholes (1974), Miller dan Scholes (1982), dan Morgan dan Thomas (1998) mempunyai temuan-temuan yang bertentangan dengan itu atau menyediakan penjelasan yang berbeda. Dengan demikian, dampak dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan itu sampai saat ini adalah masih simpang siur.

Rasio-rasio keuangan digunakan investor untuk mengetahui nilai pasar perusahaan. Rasio tersebut dapat memberikan indikasi bagi manajemen mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan dimasa lampau dan prospeknya dimasa depan. Ada beberapa rasio untuk mengukur nilai pasar perusahaan, salah satunya Tobin's Q. Rasio ini dinilai bisa memberikan informasi paling baik, karena dalam Tobin's Q memasukkan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa saja dan tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh asset perusahaan. Dengan memasukkan seluruh asset perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada satu tipe investor saja yaitu investor dalam bentuk saham namun juga untuk

kepercayaan kreditur karena sumber pembiayaan operasional perusahaan bukan hanya dari ekuitasnya saja tetapi juga dan pinjaman yang diberikan oleh kreditur (Sukamulja, 2004).

Jadi semakin besar nilai Tobin's Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Hal ini dapat terjadi karena semakin besar nilai pasar asset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku asset perusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut (Sukamulja, 2004).

Menurut Indriyo (2002), aspek-aspek sebagai pedoman perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan adalah sebagai berikut:

1. Menghindari risiko yang tinggi

Bila perusahaan sedang melaksanakan operasi yang berjangka panjang, maka harus dihindari tingkat risiko yang tinggi. Proyek-proyek yang memiliki kemungkinan laba yang tinggi tetapi mengandung risiko yang tinggi perlu dihindarkan. Menerima proyek-proyek tersebut dalam jangka panjang berarti suatu kegagalan yang dapat mematahkan kelangsungan hidup perusahaan.

2. Membayarkan dividen

Dividen adalah pembagian laba kepada para pemegang saham oleh perusahaan. Dividen harus sesuai dengan kebutuhan perusahaan maupun kebutuhan para pemegang saham. Pada saat perusahaan sedang mengalami pertumbuhan dividen kemungkinan kecil, agar

perusahaan dapat memupuk dana yang diperlukan pada saat pertumbuhan itu. Akan tetapi jika keadaan perusahaan sudah mapan dimana pada saat itu penerimaan yang diperoleh sudah cukup besar, sedangkan kebutuhan pemupukan dana tidak begitu besar maka dividen yang dibayarkan dapat diperbesar. Dengan membayarkan dividen secara wajar, maka perusahaan dapat membantu menarik para investor untuk mencari dividen dan hal ini dapat membantu memelihara nilai perusahaan.

3. Mengusahakan pertumbuhan

Apabila perusahaan dapat mengembangkan penjualan, hal ini dapat berakibat terjadinya keselamatan usaha di dalam persaingan di pasar. Maka perusahaan yang akan berusaha memaksimalkan nilai perusahaan harus secara terus-menerus mengusahakan pertumbuhan dan penjualan dan penghasilannya.

4. Mempertahankan tingginya harga pasar saham

Harga saham di pasar adalah merupakan perhatian utama dan perhatian manajer keuangan untuk memberikan kemakmuran kepada para pemegang saham atau pemilik perusahaan. Manajer harus selalu berusaha ke arah itu untuk mendorong masyarakat agar bersedia menanamkan uangnya ke dalam perusahaan itu. Dengan pemilihan investasi yang tepat maka perusahaan akan mencerminkan petunjuk sebagai tempat penanaman modal yang bijaksana bagi masyarakat. Hal ini akan membantu mempertinggi nilai dari perusahaan.

Weston & Copeland (1997) menyatakan bahwa ukuran yang paling tepat digunakan dalam mengukur nilai perusahaan adalah rasio penilaian (*valuation*), karena rasio tersebut mencerminkan rasio (risiko) dengan rasio hasil pengembalian. Rasio penilaian sangat penting karena rasio tersebut berkaitan langsung dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan dan kekayaan para pemegang saham.

Rasio penilaian tersebut adalah market value ratio yang terdiri dari 3 macam rasio yaitu *price earning ratio*, *price/cash flow ratio* dan *price to book value ratio*. *Price earning ratio* adalah rasio harga per lembar saham terhadap laba per lembar saham. Rasio ini menunjukkan berapa banyak jumlah rupiah yang harus dibayarkan oleh para investor untuk membayar setiap rupiah laba yang dilaporkan. *Price/cash flow ratio* adalah harga per lembar saham dengan dibagi oleh arus kas per lembar saham. Sedangkan *Price to book value ratio* adalah suatu rasio yang menunjukkan hubungan antara harga pasar saham perusahaan dengan nilai buku perusahaan (Weston & Copeland, 1997).

Nilai perusahaan dapat diukur dari *expected value* melalui arus kas maupun dari nilai history melalui asset perusahaan. Erdikha Elit (2011), menyatakan nilai (*value*) suatu asset adalah nilai sekarang (*present value*) dari arus kas imbal hasil yang diharapkan (*expected cash flow*). Untuk mengkonfersikan aliran *cash flow* menjadi nilai saham harus mendiskontokan aliran tersebut dengan tingkat bunga yang diminta investor (*required rate of return*).

2.10 Hubungan Antar Variabel

2.10.1 Pengaruh komite audit, struktur modal dan struktur kepemilikan manajerial terhadap manajemen laba

Peran komite audit sangat penting untuk mempengaruhi kualitas laba perusahaan karena salah satu informasi penting yang tersedia untuk publik dan digunakan investor untuk menilai perusahaan. Investor sebagai pihak luar tidak dapat mengamati secara langsung kualitas sistem informasi perusahaan (Teoh dan Wong 1993, dalam Suryana, 2005) sehingga persepsi mengenai kinerja komite audit akan mempengaruhi penilaian investor terhadap kualitas laba perusahaan. Penelitian mengenai kualitas komite audit telah banyak dilakukan, di antara penelitian terdahulu berhasil membuktikan keterkaitan kualitas audit dengan praktik manajemen laba. Zhou (2004), meneliti manajemen laba di sektor perbankan menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara jumlah pertemuan komite audit, keahlian tata kelola komite audit dan jumlah pertemuan komite audit dengan direksi terhadap manajemen laba. Hal tersebut didukung oleh penelitian Trihartati (2008) yang menguji pengaruh karakteristik komite audit terhadap manajemen laba. Hasil penelitian ini adalah bahwa independensi secara signifikan berpengaruh negatif terhadap manajemen laba. Penelitian yang dilakukan oleh Chtourou et al.(2001) dan Klein (2002), yang menguji tentang independensi komite audit dan manajemen laba, menyatakan bahwa proporsi direktur independen komite audit mempunyai hubungan yang negatif dengan manajemen laba.

Jensen ((1986) menjelaskan bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *free cash flow* (Ross et al, 2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap karena sebagian besar *free cash flow* untuk membayar hutang sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham. Bila cukup banyak *free cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang sahan akan menciptakan tindakan manajemen untuk menggunakan *cash flow* demi kepentingan sendiri.

Menurut Sartono, (2001) cara yang terbaik untuk memahami penggunaan yang tepat dari leverage keuangan adalah menganalisis dampaknya atas kemampuan untuk memperoleh laba. Dalam manajemen keuangan, leverage adalah penggunaan assets dan sumber dana (*sources of fund*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham.

Struktur modal adalah hasil atau akibat dari penggunaan leverage keuangan menggambarkan target komposisi hutang dan ekuitas dalam jangka panjang pada suatu perusahaan. Berkaitan dengan target stuktur modal ini ada dua hal yang perlu diperhatikan. Pertama, perubahan komposisi struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan melalui peningkatan atau penurunan nilai pasar sekuritas perusahaan.

Jensen ((1986) menjelaskan bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *free cash flow* (Ross et al, 2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap karena sebagian besar *free cash flow* untuk membayar hutang sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham. Bila cukup banyak *free cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang sahan akan menciptakan tindakan manajemen untuk menggunakan *cash flow* demi kepentingan sendiri.

Menurut Sartono, (2001) cara yang terbaik untuk memahami penggunaan yang tepat dari leverage keuangan adalah menganalisis dampaknya atas kemampuan untuk memperoleh laba. Dalam manajemen keuangan, leverage adalah penggunaan assets dan sumber dana (*sources of fund*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham.

Struktur modal adalah hasil atau akibat dari penggunaan leverage keuangan menggambarkan target komposisi hutang dan ekuitas dalam jangka panjang pada suatu perusahaan. Berkaitan dengan target stuktur modal ini ada dua hal yang perlu diperhatikan. Pertama, perubahan komposisi struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan melalui peningkatan atau penurunan nilai pasar sekuritas perusahaan.

Weston dan Brigham (1990) menyatakan bahwa secara konseptual, perusahaan mempunyai sejumlah resiko yang melekat pada operasinya yaitu risiko bisnis. Dengan menggunakan hutang dan saham preferen (*financial leverage*), dimana return atas hutang atau saham preferen sifatnya tetap maka operasi akan meningkat yang akibatnya risiko bisnis juga akan meningkat.

Perilaku manajemen oleh manajer yang berawal dari konflik kepentingan tersebut dapat diminimumkan melalui suatu mekanisme monitoring yang bertujuan untuk menyelaraskan (*alignment*) berbagai kepentingan tersebut. Dengan memperbesar kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*managerial ownership*) Jensen dan Meckling (1976), sehingga kepentingan pemilik atau pemegang saham akan dapat disejajarkan dengan kepentingan manajer.

Secara umum dapat dinyatakan bahwa persentase tertentu kepemilikan saham oleh pihak manajemen (kepemilikan manajerial) cenderung mempengaruhi tindakan manajemen laba (Boediono, 2005). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa praktek manajemen laba dapat diminimumkan dengan menyelaraskan perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajemen dengan cara memperbesar kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*managerial ownership*). Warfield et al (dalam Midiastuty dan Machfoedz, 2003) menyatakan adanya kepemilikan manajerial dapat mengurangi dorongan manajer untuk melakukan tindakan manipulasi sehingga laba yang dilaporkan merefleksikan keadaan ekonomi

yang sebenarnya dari perusahaan tersebut.

Dari sudut pandang teori akuntansi, manajemen laba sangat ditentukan oleh motivasi manajer perusahaan. Motivasi yang berbeda akan menghasilkan besaran manajemen laba yang berbeda, seperti antara manajer yang juga sekaligus sebagai pemegang saham dan manajer yang tidak sebagai pemegang saham. Dua hal tersebut akan mempengaruhi manajemen laba, sebab kepemilikan seorang manajer akan ikut menentukan kebijakan dan pengambilan keputusan terhadap metode akuntansi yang diterapkan pada perusahaan yang mereka kelola.

Secara umum dapat dikatakan bahwa persentase tertentu kepemilikan saham oleh pihak manajemen cenderung mempengaruhi tindakan manajemen laba (Gideon, 2005). Warfield et al., (1995) menemukan adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dan discretionary accruals sebagai ukuran dari manajemen laba dan berhubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan kandungan informasi dalam laba. Hasil yang sama juga diperoleh Jensen dan Meckling (1976), Dhaliwal et al. (1982), Morck et al. (1988) dan Pratana dan Mas'ud (2003).

2.10.2 Pengaruh struktur modal dan struktur kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen

Modigliani dan Miller (1963) menyatakan kebijakan dividen secara langsung berhubungan dengan teori struktur modal. Jika suatu perusahaan membayar dividen, memang terus mengalami penurunan tingkat pembiayaan modal equity dari dana internal, dan sebagai konsekuensi

mungkin memerlukan sumber pembiayaan eksternal.

Menurut pro-dividend school, pelaku pasar lebih memilih untuk menerima penerimaan dari modal yang diinvestasikan dalam saham dalam bentuk dividen. Dalam pendapat mereka, dividen yang jauh lebih pendapatan tertentu dari modal keuntungan dari penjualan sekuritas (Sierpinska 1999), yang anti-dividend school di sisi lain mengasumsikan bahwa membayar dividen menyebabkan penurunan harga saham. Dalam pendapat dari Litzenberger dan Ramaswamy, membayar dividen terhubung dengan kebutuhan menghabiskan uang tunai, yang secara berkala mengarah ke kesalahan kebijakan pembayaran dividen. (Litzenberger dan Ramaswamy tahun 1979).

Kebijakan dividen telah dianggap sebagai kebijakan yang lebih penting dari kebijakan perusahaan pada umumnya. Kebijakan dividen merupakan sebuah kontrol terhadap perusahaan untuk mengurangi berbagai kepentingan yang saling bertentangan, pemegang saham dan manajer pemegang saham karena tertarik pada semakin dividen, manajer tetapi lebih memilih untuk mempertahankan laba. Jensen (1986) berpendapat bahwa manajer lebih memilih untuk mempertahankan laba bersih bukan memberikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Manajer ingin menggunakan sumber daya pertumbuhan perusahaan serta untuk manfaat pribadi.

Eckbo dan Verma, (1994) secara empiris menunjukkan bahwa dividen menurun dengan meningkatkan kekuatan kepemilikan manajerial dan juga

berpendapat bahwa dalam manajer perusahaan yang dikendalikan di mana mereka memiliki kekuasaan mutlak. Chen et al. , (2005) juga menunjukkan sebuah hubungan negatif antara manajemen dan deviden kepemilikan kebijakan dan lebih jauh lagi berpendapat bahwa kepemilikan manajemen adalah negatif terkait dengan kinerja perusahaan di Hongkong.

2.10.3 Pengaruh komite audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Untuk mengurangi biaya keagenan dapat dilakukan dengan peningkatan *insiders ownership*. *Agency problem* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan (Jensen and Meckling (1976). Hal ini perlu sebab akan terjadi penyebaran pengambilan keputusan dan risiko. Para manajer umumnya mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik. Para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik manajer. Hal ini akan meningkatkan beban bunga hutang karena risiko kebangkrutan perusahaan yang meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi. *Agency cost of debt* yang tinggi pada gilirannya akan berpengaruh pada penurunann nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak *insiders*, maka *insiders* akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang diambilnya, namun juga akan menanggung risiko secara langsung bila

keputusan itu salah. Dengan demikian kepemilikan saham oleh *insider* merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Iturriaga dan Sanz (1998) yang menyatakan bahwa hubungan struktur kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan merupakan hubungan *non-monotonik*. Hubungan *non-monotonik* timbul karena adanya insentif yang dimiliki manajer dan mereka berusaha untuk melakukan penyesuaian kepentingan dengan *outsider ownership* dengan cara meningkatkan kepemilikan saham mereka jika nilai perusahaan meningkat.

Jensen dan Meckling (1976). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan salah satu cara untuk mengurangi *agency cost* adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (*outsider ownership*), sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Pernyataan tersebut menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah dirinya sendiri. Dalam kerangka ini, peningkatan *insiders ownership* akan mengurangi konflik keagenan. Pengurangan ini potensial bagi misalokasi *resources* yang sia-sia dan pada gilirannya meningkatkan nilai perusahaan.

Sementara itu Leland dan Pyle (1977) berpendapat bahwa insider berkeinginan untuk menginvestasikan modalnya kedalam proyek mereka yang berkualitas, dan hal ini dapat mengindikasikan bahwa ekuitas yang dipegang oleh insider dapat bertindak sebagai signal nilai perusahaan. Vermalen (1981) membuktikan bahwa dalam penilaian terhadap pembelian kembali saham yang telah dijual, para investor memandang proporsi pemegang saham insider sebagai informasi penting.

2.10.4 Pengaruh manajemen laba dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

Pada temuan Savov (2006), perusahaan Jerman yang memiliki investasi tinggi cenderung melaporkan lebih banyak *discretionary accrual* pada laba mereka, sebaliknya. Kasana et al dalam Shah et al (1996) adalah yang pertama memperkenalkan ide dividen mendorong manajemen laba.

Berdasarkan pandangan kesepakatan eksplisit mereka pada perusahaan-perusahaan non-finansial di Finlandia, para pemegang saham kelembagaan utama meminta hasil yang tinggi pada kepemilikan saham mereka dan demikian mengharapkan aliran dividen yang rata (*smooth*). Hal ini memotivasi perusahaan untuk melakukan manajemen laba untuk menunjukkan *income* yang cukup tinggi untuk pembayaran dividen. Oleh karena itu di Finlandia selama 1970-1989, laporan laba tergantung pada dividen berdasarkan target laba.

Kato et al dalam Shah et al (2002) dalam penelitiannya menyediakan bukti dari dividen memotivasi manajemen laba. Hasil mengungkapkan

hubungan langsung antara manajemen laba dan kebijakan pembayaran dividen pada bank-bank di Jepang. Menurut mereka ketika dividen mendorong motivasi dibalik manajemen laba menghilang, tingkat *income* manajemen A & D menjadi rendah secara signifikan.

Teori signaling menjelaskan bahwa manajemen memberi sinyal untuk mengurangi asimetri informasi. Manajer perusahaan memberi sinyal kabar baik maupun kabar buruk kepada pihak luar perusahaan. Jika perusahaan buruk, manajer melakukan manajemen laba untuk memberikan sinyal buruk dengan tujuan memberikan informasi kepada pasar bahwa manajer mempunyai integritas, bertindak jujur, dan mempunyai keyakinan dapat mengatasi masalah yang dihadapi. Selain untuk menunjukkan kualitas manajerial, dengan memberi sinyal buruk sebagaimana adanya, manajer berharap memperoleh apresiasi pasar untuk menahan penurunan harga saham perusahaan.

Muslikh (1995) bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (harga saham). Teori ini didukung juga dengan penilaian atas perusahaan yang dinilai berdasarkan aliran kas yang akan diterima oleh pemegang saham. Dividen merupakan aliran kas masuk bagi pemegang saham, jadi semakin tinggi dividen, pemegang saham semakin sejahtera atau kaya.

Sejalan dengan Lintner (1962), Gordon (1963), Bhattacharya (1979) tentang *bird in the hand theory*, pemegang saham lebih menyukai dividen tinggi karena memiliki kepastian yang tinggi dibandingkan dengan dividen

yang akan dibagikan di masa depan dan *capital gains*. Menurut Rozeff (1982) pembayaran dividen berisi informasi/isyarat tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang. Pendapat Rozeff didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Charest (1978), Aharony & Swary (1980), dan Asquith & Mullins (1984), bahwa pengumuman meningkatnya dividen telah meningkatkan *return* saham, dan dapat digunakan untuk menangkai isu-isu yang tidak diharapkan perusahaan di masa yang akan datang.

2.11 Penelitian Terdahulu

1. Fitria, Rani (2009) Pengaruh Kepemilikan, Dewan Komisaris, Dan Komite Audit Terhadap Manajemen Laba, Kinerja Dan Nilai Perusahaan (Studi Perusahaan Manufaktur Yang List Di BEI Periode 2004 - 2007). Good Corporate Governance (GCG) merupakan suatu mekanisme yang digunakan untuk menyelaraskan berbagai kepentingan di dalam perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana keberadann *Corporate Governance* yaitu kepemilikan, dewan komisaris, dan komite audit mampu mempengaruhi praktik manajemen laba di perusahaan dan juga bagaimana pengaruh *Corporate Governance* terhadap kinerja perusahaan (ROI) dan jugu pengaruhnya terhadap nilai perusahaan (PBV). Metode statistik yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Sampel penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2004-2007. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dapat diambil kesimpulan bahwa kepemilikan institusional mampu mempengaruhi nilai perusahaan dan proporsi dewan komisaris

mampu mempengaruhi kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa institusi dan dewan komisaris telah dapat menjalankan fungsinya secara efektif dan efisien. Namun dalam penelitian ini tidak satupun komponen corporate governance mampu mempengaruhi praktik manajemen laba.

2. Antonia (2008), dengan judul penelitian Analisis Pengaruh Reputasi Auditor, Proporsi Dewan Komisaris Independen, Leverage, Kepemilikan Manajerial dan Proporsi Komite Audit Independen Terhadap Manajemen Laba. Hasil penelitian yang didapat, (1).Komisaris independen tidak berpengaruh terhadap manajemen laba dan (2).Komite audit berpengaruh secara signifikan negatif terhadap manajemen laba.
3. Rahnamay dan Nabavi (2010) "*The Effect of Board Composition and Ownership Concentration on Earnings Management: Evidence from IRAN*". Variabel Independen: Dewan komisaris independen, Kepemimpinan dewan (*CEO-Chair Duality*), Kosentrasi kepemilikan Variabel dependen: *Discretionary accrual*, Variabel Kontrol : Ukuran perusahaan, Leverage. Hasil yang diperoleh dari penelitian ini adalah (1) Komisaris independen berpengaruh secara signifikan negatif terhadap manajemen laba dan (2) Komisaris independen berpengaruh secara signifikan negatif terhadap manajemen laba.
4. Nuryaman dan Rusmin (2009) "*The Effect Corporate governance Mechanisms on Earning Management*". Variabel Independen: Auditor spesialisasi industri, Kepemilikan manajerial, Kosentrasi kepemilikan; Variabel Dependen: Manajemen Laba. Hasil dari penelitian ini adalah: (1)

- Kepemilikan manajerial dan Konsentrasi kepemilikan berpengaruh signifikan negatif terhadap manajemen laba dan (2) Auditor spesialisasi industri tidak berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba.
5. Hexana Sri Lastanti (2004) "Hubungan Struktur *Corporate governance* Dengan Kinerja Perusahaan dan Reaksi Pasar". Hasil dari penelitian ini adalah: Independensi dewan komisaris berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, namun belum berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja keuangan. Sementara variabel kepemilikan institusional dan tingkat konsentrasi kepemilikan belum berpengaruh secara signifikan baik terhadap nilai perusahaan maupun kinerja keuangan.
 6. Kusumadevie, Steffira (2013). Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap Nilai Perusahaan dengan Manajemen Laba sebagai Variabel Intervening. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh praktik *corporate governance* terhadap manajemen laba, manajemen laba terhadap nilai perusahaan, praktik *corporate governance* terhadap nilai perusahaan, dan apakah tindakan manajemen laba merupakan variabel pemediasi pada hubungan antara praktik *corporate governance* dengan nilai perusahaan. Praktik *corporate governance* terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, proporsi dewan komisaris independen, jumlah komite audit, dan kualitas audit. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2007-2010. Terdapat 84 sampel yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian.

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan proporsi dewan komisaris independen berpengaruh positif signifikan terhadap manajemen laba dan nilai perusahaan. Jumlah komite audit memiliki pengaruh terhadap manajemen laba, namun tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kepemilikan institusional dan kualitas audit tidak berpengaruh secara signifikan baik terhadap manajemen laba maupun nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga menemukan bahwa manajemen laba bukan merupakan variabel intervening pada hubungan antara praktik corporate governance dan nilai perusahaan.

7. Pablo deAndre's Alonso, Felix J.Lopez, Iturriaga and Juan A.Rodriguez Sanz (2005) "*Financial decisions and growth opportunities*". Hasil yang diperoleh dari penelitian ini adalah Adanya keterkaitan antar struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan.
8. Tendi Haruman (2008) "*Struktur Kepemilikan, keputusan Keuangan dan nilai perusahaan*". Hasil yang diperoleh dari penelitian ini adalah Variabel manejerial Ownership yang proporsinya lebih kecil (rata-rata 6%) dari institutionalownership berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan.
9. Mayangsari (2001) melakukan penelitian yang bertujuan untuk mengidentifikasi pengaruh struktur asets, tingkat pertumbuhan, besaran perusahaan, profitabilitas, *operating leverage*, *deviden payout ratio* dan

perubahan modal kerja terhadap sumber pendanaan perusahaan. Analisis dilakukan terhadap 63 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ selama tahun 1996 dan menggunakan purposive sampling method, dengan kriteria saham teraktif dari sisi frekuensi perdagangan dan melakukan pembagian dividen pada tahun 1996. Alat analisis yang digunakan adalah metode regresi dengan terlebih dahulu menguji berbagai macam asumsi klasik. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel-variabel yang secara statistis signifikan mempengaruhi kebijakan pendanaan eksternal adalah besaran perusahaan, profitabilitas, struktur asset, dan perubahan modal kerja.

10. Nakman Harahap (2003) meneliti bagaimana pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas baik pada kondisi laba maupun rugi. Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder yang diolah dan disediakan perusahaan melalui publikasi di BEJ, jenis data yang digunakan yaitu data kuantitatif yang terdiri dari laporan keuangan dari tahun 1996 sampai dengan tahun 2001 pada perusahaan industri pulp and paper yang terdaftar di BEJ. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi linear sederhana. Penelitian yang dilakukan atas dasar minimnya bukti empiris tentang pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas ini menunjukkan bahwa struktur modal dengan variabel debt to equity ratio sangat berpengaruh terhadap profitabilitas yaitu return on equity.
11. Paramu (2006) melakukan penelitian untuk menganalisis bagaimana karakteristik perusahaan pada berbagai jenis industri Indonesia

mempengaruhi keputusan struktur modal. Penelitian ini menggunakan variabel independen determinan struktur modal, yaitu biaya hutang, biaya keagenan, risiko bisnis, ukuran perusahaan, kebijakan dividen, profitabilitas, kepemilikan internal dan kepemilikan eksternal. Penelitian ini dilakukan terhadap sektor industri yang paling tidak memiliki perusahaan yang terdaftar di BEJ secara konsisten selama periode 1998-2002 dengan menggunakan data sekunder yaitu laporan keuangan sebagai data penelitian. Alat analisis yang digunakan adalah metode regresi linear berganda dengan spesifikasi lag independen variabel dan chow test untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan pengaruh karakteristik perusahaan terhadap keputusan struktur modal secara agregat. Secara simultan biaya hutang, biaya agency, risiko bisnis, ukuran perusahaan, *dividen payout ratio*, profitabilitas, kepemilikan internal dan eksternal berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan hasil penelitian secara parsial menyimpulkan semakin tinggi biaya hutang akan semakin tinggi penggunaan *debt financing* sehingga proporsi perlindungan pajak semakin besar.

12. Shah et.al (2010) memberikan hasil bahwa *discretionary accruals* (proksi manajemen laba) tidak berpengaruh pada kebijakan dividen di kedua negara (Pakistan dan China). Variabel kontrol *self finance ratio* juga memberikan pengaruh yang signifikan di kedua negara namun dengan arah yang berlawanan.

13. Savov (2006) menganalisis manajemen laba untuk menggali hubungan antara perilaku pelaporan perusahaan-perusahaan dan investasi mereka dan kebijakan dividen. Sebagai contoh untuk perusahaan-perusahaan German, mereka mempertahankan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki investasi yang tinggi cenderung untuk melaporkan lebih banyak *discretionary accrual* pada laba mereka dan sebaliknya. Bagaimanapun pembayaran dividen ditemukan secara negatif berhubungan dengan kedua aktivitas tersebut.

Tabel 2.1 Pemetaan Hasil-Hasil Penelitian Terdahulu

No	Peneliti/Tahun	Judul/Topik	Variabel Penelitian		Metode Analisis	Hasil/Temuan
			Terikat	Bebas		
1	Fitria, Rani (2009)	Pengaruh Kepemilikan, Dewan Komisaris, Dan Komite Audit Terhadap Manajemen Laba, Kinerja Dan Nilai Perusahaan (Studi Perusahaan Manufaktur Yang List Di BEI Periode 2004 - 2007)	<ul style="list-style-type: none"> Manajemen Laba, Kinerja Nilai Perusahaan 	<ul style="list-style-type: none"> Kepemilikan Dewan Komisaris Komite Audit 	Uji Regresi Linier Berganda	<p>kepemilikan institusional mampu mempengaruhi nilai perusahaan dan proporsi dewan komisaris mampu mempengaruhi kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa institusi dan dewan komisaris telah dapat menjalankan fungsinya secara efektif dan efisien. Namun dalam penelitian ini tidak satupun komponen corporate governance mampu mempengaruhi praktik manajemen laba</p>
2	Antonia (2008)	Analisis Pengaruh Reputasi Auditor, Proporsi Dewan Komisaris Independen, Leverage, Kepemilikan Manajerial dan Proporsi Komite Audit Independen Terhadap Manajemen Laba	<ul style="list-style-type: none"> Manajemen Laba 	<ul style="list-style-type: none"> Reputasi Auditor Proporsi Dewan Komisaris Independen Leverage Kepemilikan Manajerial 	Uji Regresi Linier Berganda	<p>(1). Komisaris independen tidak berpengaruh terhadap manajemen laba dan (2). Komite audit berpengaruh secara signifikan negatif terhadap manajemen laba.</p>

No	Peneliti/Tahun	Judul/Topik	Variabel Penelitian		Metode Analisis	Hasil/Temuan
			Terikat	Bebas		
3	Rahnamay dan Nabavi (2010)	The Effect of Board Composition and Ownership Concentration on Earnings Management : Evidence from IRAN	<ul style="list-style-type: none"> Discretionary accrual (proksi manajemen laba) Ukuran perusahaan Leverage 	<ul style="list-style-type: none"> Proporsi Komite Audit Independen Kepemimpinan dewan (CEO-Chair Duality) Kosentrasi kepemilikan corporate governance 	Common Effect Model	(1) Komisaris independen berpengaruh secara signifikan negatif terhadap manajemen laba dan (2) Komisaris independen berpengaruh secara signifikan negatif terhadap manajemen laba
4	Nuryaman dan Rusmin (2009)	The Effect Corporate Governance Mechanisms on Earning Management	<ul style="list-style-type: none"> Manajemen Laba 	<ul style="list-style-type: none"> Auditor spesialisasi industri, Kepemilikan manajerial, Kosentrasi kepemilikan 		(1) Kepemilikan manajerial dan Kosentrasi kepemilikan berpengaruh signifikan negatif terhadap manajemen laba dan (2) Auditor spesialisasi industri tidak berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba
5	Hexana Sri Lastanti (2004)	Hubungan Struktur Corporate Governance Dengan Kinerja Perusahaan dan Reaksi Pasar	<ul style="list-style-type: none"> nilai perusahaan kinerja keuangan 	<ul style="list-style-type: none"> kepemilikan institusional Tingkat konsentrasi 		Independensi dewan komisaris berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, namun belum berpengaruh secara signifikan terhadap

No	Peneliti/Tahun	Judul/Topik	Variabel Penelitian		Metode Analisis	Hasil/Temuan
			Terikat	Bebas		
6	Kusumadevie, Steffira (2013)	Pengaruh Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan dengan Manajemen Laba sebagai Variabel Intervening	<ul style="list-style-type: none"> • nilai perusahaan • Manajemen laba 	<ul style="list-style-type: none"> • Kepemilikan Manajerial • Kepemilikan Instiusional • Komisaris Independen • Komite Audit • Kualitas Audit 	Uji Regresi Linier Berganda	<p>kinerja keuangan. Sementara variabel kepemilikan instiusional dan tingkat konsentrasi kepemilikan belum berpengaruh secara signifikan baik terhadap nilai perusahaan maupun kinerja keuangan.</p> <p>kepemilikan manajerial dan proporsi dewan komisaris independen berpengaruh positif signifikan terhadap manajemen laba dan nilai perusahaan. Jumlah komite audit memiliki pengaruh terhadap manajemen laba, namun tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kepemilikan instiusional dan kualitas audit tidak berpengaruh secara signifikan baik terhadap manajemen laba maupun nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga menemukan bahwa manajemen laba bukan</p>

No	Peneliti/Tahun	Judul/Topik	Variabel Penelitian		Metode Analisis	Hasil/Temuan
			Terikat	Bebas		
7	Pablo deAndre's Alonso, Felix J.Lopez, Iturriaga and Juan A.Rodriguez Sanz(2005)	Financial decisions and growth opportunities	<ul style="list-style-type: none"> • nilai perusahaan 	<ul style="list-style-type: none"> • struktur kepemilikan 		merupakan variabel intervening pada hubungan antara praktik corporate governance dan nilai perusahaan Adanya keterkaitan antar struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan
8	Tendi Haruman (2008)	Struktur Kepemilikan,keputusan Keuangan dan nilai perusahaan	<ul style="list-style-type: none"> • nilai perusahaan • keputusan Keuangan 	<ul style="list-style-type: none"> • struktur kepemilikan 	metode regresi	Variabel manajerial Ownership yang proporsinya lebih kecil (rata-rata 6%) dari institutionalownership berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan.
9	Mayangsari (2001)		<ul style="list-style-type: none"> • pendanaan perusahaan 	<ul style="list-style-type: none"> • struktur asets • tingkat pertumbuhan, • besaran 	regresi linear	variabel-variabel yang secara statistik signifikan mempengaruhi kebijakan pendanaan eksternal adalah

No	Peneliti/Tahun	Judul/Topik	Variabel Penelitian		Metode Analisis	Hasil/Temuan
			Terikat	Bebas		
10	Nakman Harahap (2003)			<ul style="list-style-type: none"> perusahaan, profitabilitas, operating leverage, dividen payout ratio perubahan modal kerja 	metode regresi linear berganda	besaran perusahaan, profitabilitas, struktur asset, dan perubahan modal kerja
11	Paramu (2006)		<ul style="list-style-type: none"> profitabilitas 	<ul style="list-style-type: none"> struktur modal 		struktur modal dengan variabel debt to equity ratio sangat berpengaruh terhadap profitabilitas yaitu return on equity
			<ul style="list-style-type: none"> struktur modal 	<ul style="list-style-type: none"> biaya hutang biaya agency risiko bisnis ukuran perusahaan, dividen payout ratio, profitabilitas, kepemilikan 		Secara simultan biaya hutang, biaya agency, risiko bisnis, ukuran perusahaan, dividen payout ratio, profitabilitas, kepemilikan internal dan eksternal berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan hasil penelitian secara parsial menyimpulkan semakin tinggi

No	Peneliti/Tahun	Judul/Topik	Variabel Penelitian		Metode Analisis	Hasil/Temuan
			Terikat	Bebas		
12	Shah et.al (2010)		<ul style="list-style-type: none"> • discretionary accruals (proksi manajemen laba) 	<ul style="list-style-type: none"> • kebijakan dividen 		<p>biaya hutang akan semakin tinggi penggunaan debt financing sehingga proporsi perlindungan pajak semakin besar</p> <p>memberikan hasil bahwa discretionary accruals (proksi manajemen laba) tidak berpengaruh pada kebijakan dividen di kedua negara (Pakistan dan China). Variabel kontrol self finance ratio juga memberikan pengaruh yang signifikan di kedua negara namun dengan arah yang berlawanan</p>
13	Savov (2006)		<ul style="list-style-type: none"> • discretionary accruals (proksi manajemen laba) 	<ul style="list-style-type: none"> • kebijakan dividen 		<p>perusahaan-perusahaan Jerman, mereka mempertahankan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki investasi yang tinggi cenderung untuk melaporkan lebih banyak discretionary</p>

No	Peneliti/Tahun	Judul/Topik	Variabel Penelitian		Metode Analisis	Hasil/Temuan
			Terikat	Bebas		
						accrued pada laba mereka dan sebaliknya. Bagaimanapun pembayaran dividen ditemukan secara negatif berhubungan dengan kedua aktivitas tersebut.

Secara ringkas perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya ditampilkan pada Tabel 2.2 berikut :

Tabel 2.2 Perbedaan Penelitian Ini Dengan Penelitian Sebelumnya

Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Alat Analisis	Penelitian ini
Vineeta Sharma, vic Naiker, Barry Lee (2009)	<i>Determinants of Audit Committee Meeting Frequency : Evidence from a Voluntary Governance System</i>	Variabel dependen: -Audit Quality Variabel independen: - Independensi, stock ownership, reputasi auditor.	Regresi	Menggunakan proporsi komite audit terhadap manajemen laba
Ahmed Ebrahim (2007)	<i>Earnings Management and Board Activity: an additional Evidence</i>	Variabel Dependen: - EarningsManagemen t. Variabel Independen: - independensidewan direksi dan komite audit.	Regresi	Mencari pengaruh manajemen laba terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan
Jerry W. Lin, June F. Li, Joon S. Yang (2006)	<i>The Effect of Audit Committee Performance on Earnings Quality</i>	Variabel Dependen: - earnings Restatement Independen : audit komite : independensiu kuran, jumlah pertemuan, kepemilikan saham.	Regresi	Pada penelitian ini mencari juga pengaruh tak langsungnya melalui kebijakan dividen
Agung Suryana (2005)	Pengaruh Komite Audit Terhadap Kualitas Laba	Variabel Dependen: - Koefisien Respon Laba Variabel Independen Keberadaan Komite Audit	Regresi	Pada penelitian ini manajemen laba sebagai variabel interverning menuju ke nilai perusahaan

BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

3.1 Kerangka Konseptual

Adanya pemisahan fungsi kepemilikan dengan pengelola, dimungkinkan terjadi konflik kepentingan antara pihak internal dengan pihak eksternal perusahaan. Kepentingan manajemen yang tidak sejalan dengan pemegang saham atau pengguna eksternal lainnya dapat menimbulkan masalah keagenan (*agency problem*). Kondisi ini dikenal sebagai asimetri informasi. Asimetri antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*) dapat memberikan kesempatan bagi manajemen untuk melakukan manajemen laba (*earning management*) (Richard, 2002). Praktek manajemen laba muncul sebagai akibat dari adanya masalah keagenan yang terjadi karena adanya ketidakselarasan kepentingan antara pemegang saham (*principal*) dan manajemen perusahaan (*agent*). Dalam kondisi seperti ini diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat mensejajarkan perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak.

Menurut teori keagenan, untuk mengatasi masalah ketidakselarasan kepentingan antara *principal* dan *agent* dapat dilakukan melalui pengelolaan perusahaan yang baik salah satunya dengan menerapkan *Good Corporate governance* (GCG) sebagai tata kelola perusahaan yang sehat. Sebagaimana yang diungkapkan oleh Veronica dan Bachtiar (2004) *Corporate Governace* adalah salah satu cara untuk mengendalikan tindakan

oportunistik yang dilakukan manajemen. Selain itu juga sistem *Corporate governance* dapat memberikan perlindungan yang efektif bagi pemegang saham dan kreditor untuk memperoleh keyakinan bahwa mereka akan memperoleh *return* atas investasinya dengan benar.

Ada beberapa mekanisme *Corporate governance* yang dapat digunakan untuk mengatasi konflik keagenan, yaitu meningkatkan kepemilikan manajerial, komisaris independen dan komite audit (Laksono, 2011). Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer, diharapkan manajer akan bertindak sesuai dengan keinginan principal karena manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kerja. Dewan komisaris merupakan salah satu karakteristik dewan yang berhubungan dengan kandungan informasi laba. Melalui peranannya dalam menjalankan fungsi pengawasan, komposisi dewan dapat mempengaruhi pihak manajemen dalam menyusun laporan keuangan sehingga dapat diperoleh suatu laporan laba yang berkualitas (Boediono, 2005). Komite audit mempunyai peran penting dan strategis dalam hal memelihara kredibilitas proses penyusunan laporan keuangan, menjaga terciptanya sistem pengawasan perusahaan yang memadai serta dilaksanakannya *good corporate governance*. Dengan berjalannya fungsi komite audit secara efektif, maka pengawasan terhadap perusahaan akan lebih baik sehingga konflik keagenan yang terjadi akibat keinginan manajemen untuk meningkatkan kesejahteraan sendiri dapat diminimalisasi.

Teori keagenan menurut Jensen and Meckling (1976) adalah sebuah kontrak antara principal (pemilik/pemegang saham) dan agen (manajer/pengelola) yang mana baik pemilik dan pengelola merupakan pemaksimum kesejahteraan. Pemisahaan ini dapat menimbulkan masalah keagenan (*agency problems*) antara pemilik dan manajer yang mungkin saja pengelola tidak bertindak yang terbaik untuk kepentingan pemilik karena adanya perbedaan kepentingan (*conflict of interest*).

Adanya masalah keagenan tersebut dapat membuat pihak manajemen melakukan kecurangan terhadap laporan keuangan, salah satunya adalah memilih metode akuntansi yang dapat meningkatkan kinerjanya selama ini agar pemegang saham dapat memberikan bonus atau upah tinggi atas keberhasilannya dalam mengelola perusahaan (Warsono et.al, 2009). Komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak memiliki hubungan keuangan, kepengurusan, kepemilikan saham dan atau hubungan keluarga dengan anggota dewan komisaris lainnya, direksi dan atau pemegang ssaham pengendali atau hubungan lain yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen.

Perusahaan yang tumbuh akan menggunakan utang yang lebih sedikit untuk mengatasi *conflict of interest* antara *debtholder* dan *stockholder*. Jika konflik tersebut dikendalikan., maka perusahaan kemungkinan akan mengurangi investasi dalam proyek yang mempunyai nilai *net present value* yang positif (Smith dan Watt, 1992). Konflik akan muncul iika manajer mengutamakan kepentingan *stockholder* dengan cara memindahkan

kemakmuran dari *debtholder* ke pemegang saham. Bertindak atas nama pemegang saham, para manajer dapat memanipulasi klaim dari *debtholder* dengan mengurangi investasi, meningkatkan pembayaran dividen (Keown, 2003).

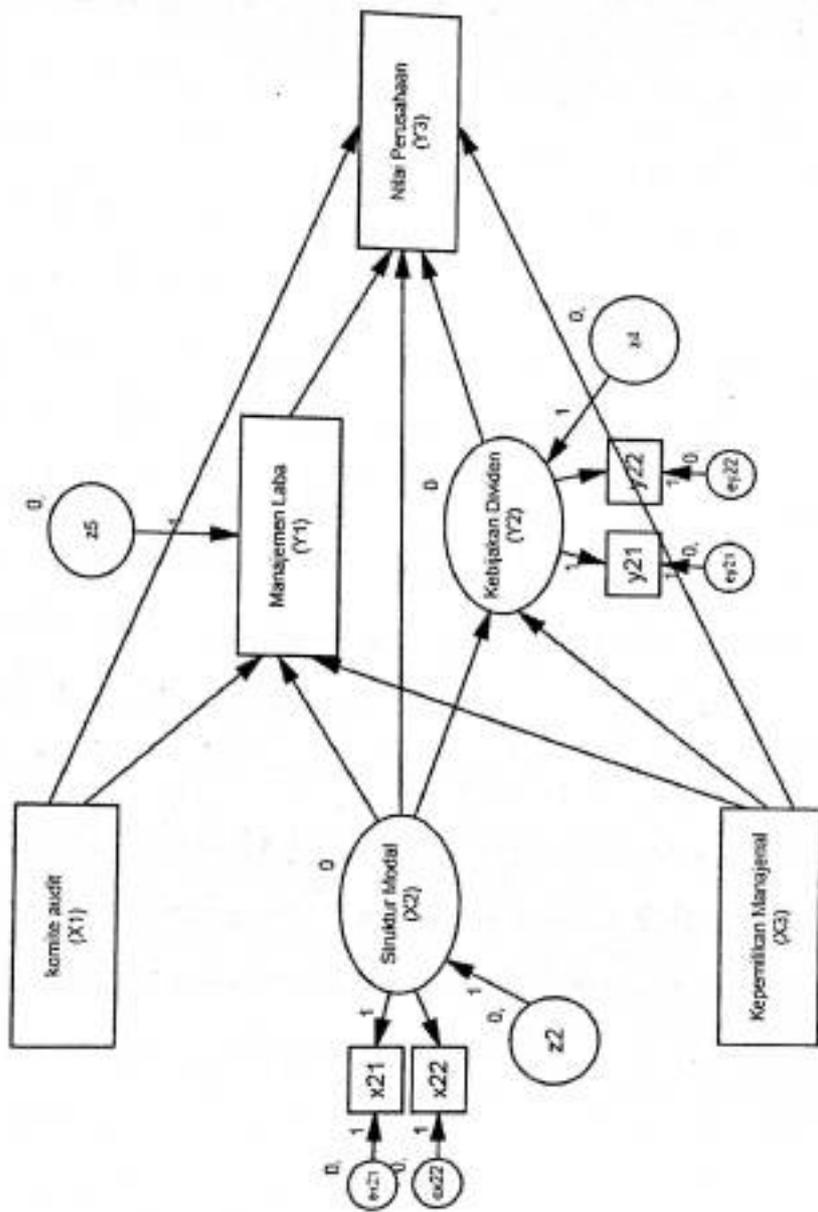
Masalah *under investment* akan timbul dengan adanya utang yang mempunyai resiko, manajer akan bertindak untuk kepentingan pemegang saham, mereka tidak akan menanamkan dana pada proyek yang memiliki positive net present value karena hasil dari proyek tersebut hanya untuk melakukan pembayaran atas utang yang mereka lakukan. Oleh karena utang memerlukan *cash outgoes* yang konsisten dan *reward* dari proyek tersebut hanya dapat direalisasikan jika seluruh utang dilunasi, maka perusahaan yang tumbuh akan cenderung untuk menggunakan utang yang lebih rendah (Laver dan Gave, -, 1993 ; Smith dan Waits, 1992).

Perusahaan yang tidak tumbuh akan menggunakan utang untuk membiayai kesempatan investasinya. Sebaliknya, perusahaan yang tumbuh akan berusaha untuk menghindari penggunaan utang. Oleh karena itu, perusahaan yang tumbuh akan mempunyai utang yang lebih rendah jika dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh.

Terkait manajemen laba, ukuran dewan komisaris dapat memberi efek yang berkebalikan dengan efek terhadap kinerja. Hal ini bisa dimengerti karena sesuai dengan pernyataan Scott (2000) bahwa melakukan manajemen laba dapat dilaksanakan dengan berbagai cara salah satunya menurunkan laba (*income decreasing earnings management*).

Menurut Sartono (2008), nilai perusahaan diartikan sebagai harga yang bersedia dibayar oleh calon investor seandainya suatu perusahaan akan dijual. Nilai perusahaan dapat mencerminkan nilai asset yang dimiliki perusahaan seperti surat-surat berharga. Saham merupakan salah satu surat berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan, tinggi rendahnya harga saham banyak dipengaruhi oleh kondisi emiten. Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham, semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan.

Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan antara lain adalah kepemilikan manajerial. Adapun menurut Faisal (2003), alat ukur yang digunakan untuk variabel kepemilikan manajerial (*insider ownership*) adalah persentase saham direktur dan komisaris. Dari pengertian diatas dapat disimpulkan kepemilikan manajerial merupakan presentase saham yang dimiliki manajer dan direksi suatu perusahaan. Penelitian oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hubungan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan adalah hubungan nonmonotonic yang muncul karena adanya insentif yang dimiliki oleh manajer dan mereka berusaha melakukan pensejajaran kepentingan dengan *outsider ownership* dengan cara meningkatkan kepemilikan saham mereka jika nilai perusahaan meningkat. Secara lengkap hubungan antar variabel ditampilkan pada Gambar 1 berikut:



Gambar 3.1. Model Kerangka Konseptual

Keterangan:

X_1 = komite audit

X_2 = Struktur Modal

X_3 = Struktur Kepemilikan Manajerial

Y_1 = Manajemen Laba

Y_2 = Kebijakan Dividen

Y_3 = Nilai Perusahaan

Kerangka konseptual bertujuan untuk menjelaskan kedudukan variabel-variabel sebagai variabel eksogen, variabel *intervening*, dan variabel endogen. Hipotesis yang akan disusun nantinya, berasal dari preposisi yang didasarkan pada studi teoritik dan studi empirik. Selain itu akan diketahui pula variabel mana yang terkandung dalam masing-masing hipotesis dan hubungan pengaruh antar variabel tersebut.

Pada Gambar 1 di atas, menggambarkan bahwa komite audit (X_1) Struktur modal (X_2) dan Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) berpengaruh langsung terhadap Manajemen Laba (Y_1), kebijakan dividen (Y_2), dan Nilai Perusahaan (Y_4). Sesuai dengan kerangka konseptual pada Gambar 1 diatas, maka persamaan fungsional adalah:

$$Y_1 = f(X_1, X_2, X_3) \quad (1)$$

$$Y_2 = f(X_2, X_3) \quad (2)$$

$$Y_3 = f(X_1, X_2, X_3, Y_1, Y_2) \quad (3)$$

Persamaan tersebut di atas adalah fungsi disfungsi (sistem persamaan simultan), maka model yang dikembangkan adalah:

1. Pengaruh komite audit (X_1), Struktur Modal (X_2) dan Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Manajemen Laba (Y_1):

$$Y_1 = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \varepsilon_1 \quad (4)$$

Dimana α_0 , α_1 , α_2 , adalah parameter yang akan ditaksir, sedangkan ε_1 adalah *error term* Manajemen Laba.

2. Pengaruh Struktur Modal (X_2), Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) dan Manajemen Laba (Y_1) terhadap Kebijakan Dividen (Y_2)

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 X_2 + \beta_2 X_3 + \varepsilon_2 \quad (5)$$

Dimana β_0 , β_1 , β_2 , dan β_3 adalah parameter yang akan ditaksir, sedangkan ε_2 adalah *error term* kebijakan dividen. Persamaan (5) dapat disederhanakan menjadi:

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 X_2 + \beta_2 X_3 + \varepsilon_2$$

$$Y_2 = \theta_0 + \theta_1 X_2 + \theta_2 X_3 + \mu_2 \quad (5a)$$

3. Pengaruh komite audit (X_1), Struktur Modal (X_2), Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3), Manajemen Laba (Y_1) dan Kebijakan Dividen (Y_2) terhadap Nilai perusahaan (Y_3)

$$Y_3 = \delta_0 + \delta_1 X_1 + \delta_2 X_2 + \delta_3 X_3 + \delta_4 Y_1 + \delta_5 Y_2 + \varepsilon_3 \quad (6)$$

Dimana δ_0 , δ_1 , δ_2 , δ_3 dan δ_4 adalah parameter yang akan ditaksir, sedangkan ε_3 adalah *error term* nilai perusahaan. Persamaan (6) dapat disederhanakan menjadi:

$$Y_3 = \delta_0 + \delta_1 X_1 + \delta_2 X_2 + \delta_3 X_3 + \delta_4 Y_1 + \delta_5 Y_2 + \varepsilon_3$$

$$Y_3 = \delta_0 + \alpha_0 \delta_4 + \beta_0 \delta_5 + (\delta_1 + \alpha_1 \delta_4) X_1 + (\delta_2 + \alpha_2 \delta_4 + \beta_1 \delta_5) X_2 + (\delta_3 + \alpha_3 \delta_4 + \beta_2 \delta_5) X_3 + \varepsilon_1 \delta_4 + \varepsilon_2 \delta_5 + \varepsilon_3$$

$$Y_3 = \varphi_0 + \varphi_1 X_1 + \varphi_2 X_2 + \varphi_3 X_3 + \mu_3 \quad (6a)$$

Sedemikian rupa sehingga diperoleh :

a. Konstanta:

$$\alpha_0 = \text{konstanta untuk } Y_1$$

$$\theta_0 = (\beta_0) = \text{konstanta untuk } Y_2$$

$$\varphi_0 = (\delta_0 + \alpha_0 \delta_4 + \beta_0 \delta_5) = \text{konstanta untuk } Y_3$$

b. Pengaruh langsung (direct effect):

$$\alpha_1 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_1 \text{ terhadap } Y_1$$

$$\alpha_2 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_2 \text{ terhadap } Y_1$$

$$\alpha_3 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_3 \text{ terhadap } Y_1$$

$$\beta_1 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_2 \text{ terhadap } Y_2$$

$$\beta_2 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_3 \text{ terhadap } Y_2$$

$$\delta_1 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_1 \text{ terhadap } Y_3$$

$$\delta_2 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_2 \text{ terhadap } Y_3$$

$$\delta_3 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_3 \text{ terhadap } Y_3$$

$$\delta_4 = \text{Besarnya pengaruh langsung } Y_1 \text{ terhadap } Y_3$$

$$\delta_5 = \text{Besarnya pengaruh langsung } Y_2 \text{ terhadap } Y_3$$

c. Pengaruh tidak langsung (indirect effect):

$$\alpha_1 \delta_4 = \text{Besarnya pengaruh tak langsung } X_1 \text{ terhadap } Y_3 \text{ melalui } Y_1$$

$$\alpha_2 \delta_4 = \text{Besarnya pengaruh tak langsung } X_2 \text{ terhadap } Y_3 \text{ melalui } Y_1$$

$$\alpha_3 \delta_4 = \text{Besarnya pengaruh tak langsung } X_3 \text{ terhadap } Y_3 \text{ melalui } Y_1$$

$$\beta_1 \delta_5 = \text{Besarnya pengaruh tak langsung } X_2 \text{ terhadap } Y_3 \text{ melalui } Y_2$$

$$\beta_2 \delta_5 = \text{Besarnya pengaruh tak langsung } X_3 \text{ terhadap } Y_3 \text{ melalui } Y_2$$

$$Y_3 = \varphi_0 + \varphi_1 X_1 + \varphi_2 X_2 + \varphi_3 X_3 + \mu_3 \quad (6a)$$

Sedemikian rupa sehingga diperoleh :

a. Konstanta:

$$\alpha_0 = \text{konstanta untuk } Y_1$$

$$\theta_0 = (\beta_0) = \text{konstanta untuk } Y_2$$

$$\varphi_0 = (\delta_0 + \alpha_0 \delta_4 + \beta_0 \delta_5) = \text{konstanta untuk } Y_3$$

b. Pengaruh langsung (direct effect):

$$\alpha_1 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_1 \text{ terhadap } Y_1$$

$$\alpha_2 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_2 \text{ terhadap } Y_1$$

$$\alpha_3 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_3 \text{ terhadap } Y_1$$

$$\beta_1 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_2 \text{ terhadap } Y_2$$

$$\beta_2 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_3 \text{ terhadap } Y_2$$

$$\delta_1 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_1 \text{ terhadap } Y_3$$

$$\delta_2 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_2 \text{ terhadap } Y_3$$

$$\delta_3 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_3 \text{ terhadap } Y_3$$

$$\delta_4 = \text{Besarnya pengaruh langsung } Y_1 \text{ terhadap } Y_3$$

$$\delta_5 = \text{Besarnya pengaruh langsung } Y_2 \text{ terhadap } Y_3$$

c. Pengaruh tidak langsung (indirect effect):

$$\alpha_1 \delta_4 = \text{Besarnya pengaruh tak langsung } X_1 \text{ terhadap } Y_3 \text{ melalui } Y_1$$

$$\alpha_2 \delta_4 = \text{Besarnya pengaruh tak langsung } X_2 \text{ terhadap } Y_3 \text{ melalui } Y_1$$

$$\alpha_3 \delta_4 = \text{Besarnya pengaruh tak langsung } X_3 \text{ terhadap } Y_3 \text{ melalui } Y_1$$

$$\beta_1 \delta_5 = \text{Besarnya pengaruh tak langsung } X_2 \text{ terhadap } Y_3 \text{ melalui } Y_2$$

$$\beta_2 \delta_5 = \text{Besarnya pengaruh tak langsung } X_3 \text{ terhadap } Y_3 \text{ melalui } Y_2$$

d. Pengaruh Total (total effect):

α_1 = pengaruh total X_1 terhadap Y_1

α_2 = pengaruh total X_2 terhadap Y_1

α_3 = pengaruh total X_3 terhadap Y_1

$\varphi_1 = (\delta_1 + \alpha_1\delta_4)$ = pengaruh total X_1 terhadap Y_3

$\varphi_2 = (\delta_2 + \alpha_2\delta_4 + \beta_1\delta_5)$ = pengaruh total X_2 terhadap Y_3

$\varphi_3 = (\delta_3 + \alpha_3\delta_4 + \beta_2\delta_5)$ = pengaruh total X_3 terhadap Y_3

e. Error term:

ε_1 = error term dari Y_1

$\mu_2 = \varepsilon_2$ = error term dari Y_2

$\mu_3 = (\varepsilon_1\delta_4 + \varepsilon_1\beta_3\delta_5 + \varepsilon_2)$ = error term dari Y_3

3.2 Hipotesis Penelitian

Tugas komite audit berhubungan dengan kualitas laporan keuangan, karena komite audit diharapkan dapat membantu dewan komisaris dalam pelaksanaan tugas yaitu mengawasi proses pelaporan keuangan oleh manajemen (Suryana, 2005). Peran komite audit sangat penting untuk mempengaruhi kualitas laba perusahaan karena salah satu informasi penting yang tersedia untuk publik dan digunakan investor untuk menilai perusahaan. Investor sebagai pihak luar tidak dapat mengamati secara langsung kualitas sistem informasi perusahaan (Teoh dan Wong 1993, dalam Suryana, 2005) sehingga persepsi mengenai kinerja komite audit akan mempengaruhi penilaian investor terhadap kualitas laba perusahaan. Penelitian mengenai

kualitas komite audit telah banyak dilakukan, di antara penelitian terdahulu berhasil membuktikan keterkaitan kualitas audit dengan praktik manajemen laba. Zhou (2004), meneliti manajemen laba di sektor perbankan menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara jumlah pertemuan komite audit, keahlian tata kelola komite audit dan jumlah pertemuan komite audit dengan direksi terhadap manajemen laba. Hal tersebut didukung oleh penelitian Trihartati (2008) yang menguji pengaruh karakteristik komite audit terhadap manajemen laba. Hasil penelitian ini adalah bahwa independensi secara signifikan berpengaruh negatif terhadap manajemen laba. Penelitian yang dilakukan oleh Chtourou et al.(2001) dan Klein (2002), yang menguji tentang independensi komite audit dan manajemen laba, menyatakan bahwa proporsi direktur independen komite audit mempunyai hubungan yang negatif dengan manajemen laba .

Menurut Sartono, (2001) cara yang terbaik untuk memahami penggunaan yang tepat dari leverage keuangan adalah menganalisis dampaknya atas kemampuan untuk memperoleh laba. Dalam manajemen keuangan, leverage adalah penggunaan assets dan sumber dana (*sources of fund*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham.

Struktur modal adalah hasil atau akibat dari penggunaan leverage keuangan menggambarkan target komposisi hutang dan ekuitas dalam jangka panjang pada suatu perusahaan. Berkaitan dengan target stuktur modal ini ada dua hal yang perlu diperhatikan. Pertama, perubahan

komposisi struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan melalui peningkatan atau penurunan nilai pasar sekuritas perusahaan.

Weston dan Brigham (1990) menyatakan bahwa secara konseptual, perusahaan mempunyai sejumlah resiko yang melekat pada operasinya yaitu risiko bisnis. Dengan menggunakan hutang dan saham preferen (*financial leverage*), dimana return atas hutang atau saham preferen sifatnya tetap maka operasi akan meningkat yang akibatnya risiko bisnis juga akan meningkat.

Dari sudut pandang teori akuntansi, manajemen laba sangat ditentukan oleh motivasi manajer perusahaan. Motivasi yang berbeda akan menghasilkan besaran manajemen laba yang berbeda, seperti antara manajer yang juga sekaligus sebagai pemegang saham dan manajer yang tidak sebagai pemegang saham. Dua hal tersebut akan mempengaruhi manajemen laba, sebab kepemilikan seorang manajer akan ikut menentukan kebijakan dan pengambilan keputusan terhadap metode akuntansi yang diterapkan pada perusahaan yang mereka kelola.

Secara umum dapat dikatakan bahwa persentase tertentu kepemilikan saham oleh pihak manajemen cenderung mempengaruhi tindakan manajemen laba (Gideon, 2005). Warfield et al., (1995) menemukan adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dan *discretionary accruals* sebagai ukuran dari manajemen laba dan berhubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan kandungan informasi dalam laba. Hasil yang sama juga diperoleh Jensen dan Meckling (1976), Dhaliwal et al. (1982),

Morck et al. (1988) dan Pratana dan Mas'ud (2003). Atas dasar itu maka dirumuskan :

Hipotesis 1 *terdapat pengaruh negatif dan signifikan komite audit, Struktur modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba.*

Kasana et.al dalam Shah et.al (1996) adalah yang pertama memperkembangkan ide dividen mendorong manajemen laba. Berdasar pandangan kesepakatan implisit mereka pada perusahaan-perusahaan non-finansial di Finlandia, para pemegang saham kelembagaan utama meminta hasil yang tinggi pada kepemilikan saham mereka dan demikian mengharapkan aliran dividen yang rata (smooth). Hal ini memotivasi perusahaan untuk melakukan manajemen laba untuk menunjukkan income yang cukup tinggi untuk pembayaran dividen. Oleh karena itu di Finlandia selama 1970-1989, laporan laba tergantung pada dividen berdasar target laba. Savov (2006) menganalisis manajemen laba untuk menggali hubungan antara perilaku pelaporan perusahaan-perusahaan dan investasi mereka dan kebijakan dividen. Sebagai contoh untuk perusahaan-perusahaan German, mereka mempertahankan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki investasi yang tinggi cenderung untuk melaporkan lebih banyak discretionary accrual pada laba mereka dan sebaliknya. Bagaimanapun pembayaran dividen ditemukan secara negatif berhubungan dengan kedua aktivitas tersebut. Atas dasar itu maka dirumuskan,

Hipotesis 2 yaitu terdapat pengaruh negatif dan signifikan struktur modal dan struktur kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen

McMullen (1996) dalam Siallagan dan Machfoedz (2006) menyatakan bahwa investor, analis dan regulator menganggap komite audit memberikan kontribusi dalam kualitas pelaporan keuangan. Hal ini membuktikan keberadaan komite audit secara positif dan signifikan mempengaruhi nilai perusahaan. Menurut Saputro dan Setiawati (2004), manajemen laba adalah campur tangan manajemen dalam proses penyusunan laporan keuangan eksternal guna mencapai tingkat laba tertentu dengan tujuan untuk menguntungkan dirinya sendiri atau perusahaannya sendiri. Hal senada juga diungkapkan oleh Scott (2003), "*Given that managers can choose accounting from a set (for example, GAAP), it is natural to expect that they will choose policies so as to maximize their own utility and / or the market value of the firm*".

Klein (2002) dalam penelitiannya membuktikan bahwa besarnya *discretionary accrual* lebih tinggi untuk perusahaan yang memiliki komite audit yang terdiri dari sedikit komisaris independen dibanding perusahaan yang mempunyai komite audit yang terdiri banyak komisaris independen. Hal ini mendukung penelitian Dechow dkk (1996), bahwa perusahaan memanipulasi laba lebih besar kemungkinannya apabila memiliki dewan komisaris yang didominasi oleh manajemen dan lebih besar kemungkinannya memiliki Chief Executif Officer (CEO) yang merangkap menjadi chairman of board. Hal ini berarti tindakan memanipulasi akan

berkurang jika struktur dewan direksi berasal dari luar perusahaan. Jika fungsi independensi dewan direksi cenderung lemah, maka ada kecenderungan terjadinya moral hazard yang dilakukan oleh para direktur perusahaan untuk kepentingannya melalui pemilikan perkiraan-perkiraan akrual yang berdampak pada manajemen laba dan konsisten dengan Wedari (2004) yang menyimpulkan bahwa komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *discretionary accruals*.

Miller dan Modigliani (1961), dengan mengasumsikan pasar efisien secara sempurna, membuktikan bahwa nilai perusahaan tidak dapat ditingkatkan dengan merubah kebijakan dividen perusahaan. Bagaimanapun karena pasar yang sempurna tidak ada dalam kenyataan, literatur menyediakan sejumlah teori antara lain *bird-in-hand theory*, *agency theory*, dan *signaling theory* yang menunjukkan dividen meningkatkan nilai ekuitas dan oleh sebab itu investor lebih tertarik terhadap pembayaran dividen perusahaan. Dividen dianggap sebagai jalan untuk mengurangi masalah keagenan yang muncul antara manajemen dan pemegang saham dengan memberikan para pemegang saham apa yang menjadi hak atau bagian mereka (Gomes, 1998; Zwiebel, 1996).

Manajemen laba menyebabkan banyak informasi yang harus diungkap oleh perusahaan, sehingga berkonsekuensi terhadap meningkatnya biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menyediakan informasi bagi publik (*cost of equity capital*). Manajemen laba meningkat

seiring dengan meningkatnya biaya modal ekuitas (*cost of capital*) yang dikeluarkan perusahaan (Utami, 2005). Atas dasar ini sehingga,

Hipotesis 3 : Terdapat pengaruh positif dan signifikan komite audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan.

Laba yang berkualitas adalah laba yang bermanfaat dalam pengambilan keputusan yaitu memiliki karakteristik relevansi, reliabilitas, dan komparabilitas/konsistensi. Selain itu, laba berkualitas adalah laba yang dapat digunakan untuk menjelaskan atau memprediksi harga dan return saham (Bernard dan Stober, 1998 dalam Siallagan dan Machfoedz, 2006).

Kualitas laba yang rendah dapat mengakibatkan para pemakai laporan keuangan melakukan kesalahan dalam pembuatan keputusan sehingga nilai perusahaan akan berkurang (Siallagan dan Machfoedz, 2006).

Teori signaling menjelaskan bahwa manajemen memberi sinyal untuk mengurangi asimetri informasi. Manajer perusahaan memberi sinyal kabar baik maupun kabar buruk kepada pihak luar perusahaan. Jika perusahaan buruk, manajer melakukan manajemen laba untuk memberikan sinyal buruk dengan tujuan memberikan informasi kepada pasar bahwa manajer mempunyai integritas, bertindak jujur, dan mempunyai keyakinan dapat mengatasi masalah yang dihadapi. Selain untuk menunjukkan kualitas manajerial, dengan memberi sinyal buruk sebagaimana adanya, manajer berharap memperoleh apresiasi pasar untuk menahan penurunan harga saham perusahaan.

Muslikh (1995) bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (harga saham). Teori ini didukung juga dengan penilaian atas perusahaan yang dinilai berdasarkan aliran kas yang akan diterima oleh pemegang saham. Dividen merupakan aliran kas masuk bagi pemegang saham, jadi semakin tinggi dividen, pemegang saham semakin sejahtera atau kaya.

Sejalan dengan Lintner (1962), Gordon (1963), Bhattacharya (1979) tentang *bird in the hand theory*, pemegang saham lebih menyukai dividen tinggi karena memiliki kepastian yang tinggi dibandingkan dengan dividen yang akan dibagikan di masa depan dan *capital gains*. Menurut Rozeff (1982) pembayaran dividen berisi informasi/isyarat tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang. Pendapat Rozeff didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Charest (1978), Aharony & Swary (1980), dan Asquith & Mullins (1984), bahwa pengumuman meningkatnya dividen telah meningkatkan *return* saham, dan dapat digunakan untuk menangkal isu-isu yang tidak diharapkan perusahaan di masa yang akan datang. Atas dasar ini sehingga,

Hipotesis 4 : Terdapat pengaruh negatif dan signifikan Manajemen Laba terhadap nilai perusahaan dan pengaruh positif dan signifikan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan.

BAB IV METODE PENELITIAN

4.1 Rancangan Penelitian

Penelitian ini berbentuk penelitian survei yang bersifat eksplanatoris (*explanatory research*) yaitu menjelaskan gejala yang ditimbulkan oleh suatu objek penelitian. Rancangan ini dilakukan karena proses penelitian dilakukan untuk mengkonfirmasikan dan menguji hubungan antar variabel (*causal research*), yakni secara khusus akan dilakukan uji hipotesis dalam persamaan struktural (Sekaran, 2006). *Causal research* adalah penelitian yang dirancang untuk mengidentifikasi penyebab dan efek setiap hubungan antar variabel pada masalah penelitian yang telah jelas didefinisikan (Zikmund, 1994).

Penelitian ini menggunakan data *pooling* yaitu penggabungan antara data *time series* dan *cross section* untuk mendapatkan nilai pengaruh komite audit, struktur modal, struktur kepemilikan manajerial, manajemen laba, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Pengambilan data dilakukan dengan metode survei yaitu dengan memilih sampel di antara populasi yang ada berdasarkan karakteristik tertentu.

4.2 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Populasi target dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik kecuali bank dan lembaga keuangan bukan bank

(asuransi, kredit agensi, perusahaan sekuritas) sebanyak 473 perusahaan sampai tahun 2013. Alasan ini didukung oleh Jensen & Meckling (1976) bahwa industri yang teregulasi dengan baik seperti perusahaan publik atau bank akan memiliki rasio *debt to equity* yang lebih besar untuk tingkat risiko yang sama dibanding rata-rata perusahaan yang tidak teregulasi (*highly regulated industries such as public utilities or bank will have higher debt equity ratios for equivalent level of risk than the average non regulated firm*).

Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling technique* yaitu pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan atau kriteria tertentu sesuai dengan tujuan penelitian (Cooper dan Emory, 1997). Berdasarkan populasi perusahaan diambil sampel yang memenuhi kriteria sebagai berikut:

1. *Go public* minimal satu tahun sebelum tahun pengamatan dan tetap *listing* secara konsisten di BEI selama periode 2005 – 2013.
2. Merupakan perusahaan yang termasuk industri manufaktur berdasarkan pengelompokan dalam *Indonesian Capital Market Directory*. Pemilihan sampel perusahaan publik kelompok manufaktur memegang peranan penting dalam proses industrialisasi di Indonesia dan mengalami perkembangan pesat menuju bisnis internasional.
3. Perusahaan tersebut bukan merupakan perusahaan grup
4. Perusahaan tersebut menggunakan bulan Desember sebagai tahun fiskal.

5. Data yang dibutuhkan tersedia pada perusahaan tersebut selama periode pengamatan 2005 – 2013.
6. Perusahaan tetap aktif dalam perdagangan Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan tersebut.

Adapun kriteria yang dijadikan sampel adalah sebagai berikut

4.1. Tabel Kriteria Penentuan Sampel

No.	Kriteria yang digunakan	jumlah
1	Perusahaan publik yang listing sampai dengan 2013	473
2	Perusahaan yang bukan manufaktur	<u>-213</u>
3	Perusahaan manufaktur	260
4	Perusahaan manufaktur yang tidak listing berturut-turut selama periode 2005 – 2013	<u>-180</u>
5	Yang tidak lengkap memenuhi persyaratan variabel	80
6	Yang tidak layak dijadikan sampel	<u>-56</u>
7	perusahaan Yang layak dijadikan sampel	24

Sumber : data sekunder diolah 2014

Berdasarkan Tabel 4.1 di atas, Kriteria jumlah sampel menggunakan jumlah sampel minimum yang dipersyaratkan. Untuk model SEM, jumlah minimal sampel yang dipersyaratkan 100 – 200 unit atau jumlah sampel minimal adalah $5 \times$ variabel bebas / indikator, pendapat Hair (1999), ferdinand (2006), Ghozali (2007). Pada penelitian ini hanya memiliki 10 variabel laten sehingga jika dikali 5 hanya mendapatkan 50 unit dan ini berada di bawah persyaratan batas sampel minimum. Sehingga untuk bisa masuk dalam kategori 100–200 digunakanlah maksimal 200/24 perusahaan = 8.33 (dibulatkan 8 tahun) sehingga total sampel yang digunakan adalah 24 perusahaan x 8 tahun = 192 unit yaitu dari tahun 2005 – 2012.

Jumlah perusahaan yang listing di BEI sampai dengan Desember 2013 sebanyak 473 perusahaan dan yang masuk dalam kriteria untuk dijadikan sampel sebanyak 24 perusahaan sebagai berikut:

1. PT Akasha Wira International Tbk.
2. PT Delta Djakarta Tbk.
3. PT Fast Food Indonesia Tbk.
4. PT Indofood Sukses Makmur Tbk.
5. PT Eratex Djaja Tbk.
6. PT Panasia Filament Inti Tbk.
7. PT Karwell Indonesia Tbk.
8. PT Barito Pacific Tbk.
9. PT Fajar Surya Wisesa Tbk.
10. PT Suparma Tbk.
11. PT AKR Corporindo Tbk.
12. PT Unggul Indah Cahaya Tbk.
13. PT Berlina Tbk.
14. PT Trias Sentosa Tbk.
15. PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk.
16. PT Kedaung Indah Can Tbk.
17. PT Arwana Citramulia Tbk.
18. PT Intikeramik Alamasri Industri Tbk.
19. PT KMI Wire and Cable Tbk.
20. PT United Tractor Tbk.

21. PT Modern Internasional Tbk.
22. PT Perdana Bangun Pusaka Tbk.
23. PT Kalbe Farma Tbk.
24. PT Kimia Farma (Persero) Tbk.

4.3 Jenis dan Sumber Data

Adapun jenis dan sumber data adalah sebagai berikut :

1. Jenis Data

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini bersifat kuantitatif. Data yang diperoleh dalam bentuk angka – angka (*numeric*), yaitu berupa laporan keuangan.

2. Sumber Data

Penelitian ini menggunakan sumber data yang bersifat data sekunder yang diperoleh dalam bentuk tertulis yaitu berupa dokumen – dokumen perusahaan dan informasi tertulis lainnya yang mempunyai kaitan langsung dengan masalah yang diteliti. Adapun sumber data diperoleh dari:

- a. Laporan keuangan dan lampiran dari perusahaan *go public* yang dijadikan sampel.
- b. *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2005 – 2013.
- c. Disertasi dan jurnal-jurnal yang terkait dengan penelitian ini.
- d. Proporsi kepemilikan saham dan komposisi komite audit periode 2005– 2012.

21. PT Modern Internasional Tbk.
22. PT Perdana Bangun Pusaka Tbk.
23. PT Kalbe Farma Tbk.
24. PT Kimia Farma (Persero) Tbk.

4.3 Jenis dan Sumber Data

Adapun jenis dan sumber data adalah sebagai berikut :

1. Jenis Data

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini bersifat kuantitatif. Data yang diperoleh dalam bentuk angka – angka (*numeric*), yaitu berupa laporan keuangan.

2. Sumber Data

Penelitian ini menggunakan sumber data yang bersifat data sekunder yang diperoleh dalam bentuk tertulis yaitu berupa dokumen – dokumen perusahaan dan informasi tertulis lainnya yang mempunyai kaitan langsung dengan masalah yang diteliti. Adapun sumber data diperoleh dari:

- a. Laporan keuangan dan lampiran dari perusahaan *go public* yang dijadikan sampel.
- b. *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2005 – 2013.
- c. Disertasi dan jurnal-jurnal yang terkait dengan penelitian ini.
- d. Proporsi kepemilikan saham dan komposisi komite audit periode 2005– 2012.

4.4 Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model persamaan struktural atau *Structural Equation Modeling* (SEM) untuk mengetahui hubungan kausal antar variabel laten yang terdapat dalam persamaan struktural (Wijaya, 2009). Untuk menganalisis data hasil survei, menginterpretasi hasil penelitian serta untuk menguji hipotesis, maka digunakan analisis deskriptif, pengujian model pengukuran, pengujian model overall, pengujian model struktural serta pengujian hubungan variabel terobservasi.

Untuk memudahkan proses analisis digunakan beberapa program aplikasi statistik, antara lain SPSS versi 21 (*Statistical Program for Social Science*) dan AMOS (*Analysis Moment of Structure*) versi 20 yang merupakan paket dalam program SEM (*Structural Equation Model*).

1. Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menggambarkan karakteristik responden dan variabel penelitian baik *exogenous variable* maupun *endogenous variable*. Karakteristik data meliputi data laporan keuangan dari 24 perusahaan yang tergolong dalam kelompok perusahaan manufaktur dengan periode laporan keuangan selama 8 tahun.

2. Pengujian Model Pengukuran

Model pengukuran ini melibatkan indikator dan variabel (*construct*) di mana dalam penelitian ini terdapat 6 *construct variable* yang diukur,

4.4 Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model persamaan struktural atau *Structural Equation Modeling* (SEM) untuk mengetahui hubungan kausal antar variabel laten yang terdapat dalam persamaan struktural (Wijaya, 2009). Untuk menganalisis data hasil survei, menginterpretasi hasil penelitian serta untuk menguji hipotesis, maka digunakan analisis deskriptif, pengujian model pengukuran, pengujian model overall, pengujian model struktural serta pengujian hubungan variabel terobservasi.

Untuk memudahkan proses analisis digunakan beberapa program aplikasi statistik, antara lain SPSS versi 21 (*Statistical Program for Social Science*) dan AMOS (*Analysis Moment of Structure*) versi 20 yang merupakan paket dalam program SEM (*Structural Equation Model*).

1. Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menggambarkan karakteristik responden dan variabel penelitian baik *exogenous variable* maupun *endogenous variable*. Karakteristik data meliputi data laporan keuangan dari 24 perusahaan yang tergolong dalam kelompok perusahaan manufaktur dengan periode laporan keuangan selama 8 tahun.

2. Pengujian Model Pengukuran

Model pengukuran ini melibatkan indikator dan variabel (*construct*) di mana dalam penelitian ini terdapat 6 *construct variable* yang diukur,

yaitu: meliputi komite audit, struktur modal, struktur kepemilikan manajerial, manajemen laba, kebijakan dividen dan nilai perusahaan.

Pengujian model pengukuran dilakukan untuk mengetahui apakah model pengukuran tersebut *compatible* atau tidak untuk digunakan. Oleh karena itu dalam pengujian digunakan metode *confirmatory factor analysis* (CFA) dengan menggunakan uji *goodness of fit* yang selanjutnya dilakukan *uji normalitas*.

a. Uji Goodness of Fit

Uji *goodness of fit* merupakan pengujian terhadap kesesuaian model melalui telaah terhadap berbagai kriteria *goodness of fit*. Ada beberapa indeks kesesuaian dan *cut-off value* untuk menguji apakah sebuah model dapat diterima atau ditolak, untuk lebih jelasnya indeks yang digunakan untuk menguji kelayakan sebuah model adalah seperti dalam tabel berikut ini:

Tabel 4.2 Goodness of Fit Index untuk Evaluasi Model

Goodness of Fit Index	Keterangan	Cut-off Value
Chi-square	Menguji apakah <i>covariance</i> populasi yang diestimasi sama dengan <i>covariance</i> sampel (apakah model sesuai dengan data). Bersifat sangat sensitive untuk sampel besar (di atas 200)	Diharapkan Kecil
Probability	Uji signifikansi terhadap perbedaan matriks <i>covariance</i> data dan matriks <i>covariance</i> yang diestimasi	$\geq 0,05$
RMSEA	Mengkompensasi kelemahan <i>Chi-Square</i> pada sample besar	$\leq 0,08$
GFI	Menghitung proporsi tertimbang varians dalam matriks sampel yang dijelaskan oleh matriks <i>covariance</i> populasi yang diestimasi (analog dengan R^2 dalam regresi berganda)	$\geq 0,90$
AGFI	GFI yang disesuaikan terhadap DF	$\geq 0,90$

CMIND/DF	Kesesuaian antara data dan model.	$\leq 2,00$
TLI	Pembandingan antara model yang diuji terhadap <i>base line</i> model	$\geq 0,95$
CFI	Uji kelayakan model yang tidak sensitive terhadap besarnya sample dan kerumitan model	$\geq 0,94$

Sumber: Ferdinand, A. (2002)

b. Uji Normalitas

Uji ini digunakan untuk mengetahui data terdistribusi secara normal atau tidak. Untuk itu pengujian normalitas menggunakan program AMOS. Acuan yang digunakan untuk menyatakan data terdistribusi secara normal adalah jika nilai CR *skewness value* berdasarkan tabel distribusi normal berada pada nilai $-2,33 \leq cr \leq 2,33$ untuk tingkat ketelitian 1%.

3. Analisis model struktural

Pengujian model struktural digunakan setelah diperoleh model keseluruhan fit yang bertujuan untuk menguji hipotesis hubungan kausal antar konstruk (Hair *et.al*, 1992). Uji statistik yang digunakan adalah uji t yang didasarkan pada *critical value*. Nilai t_{hitung} dalam program AMOS ditunjukkan oleh *critical ratio* (CR).

Signifikansi hubungan dapat ditentukan berdasarkan nilai CR atau nilai probabilitas (P) dalam program AMOS. Berdasarkan tabel distribusi t (Walpole, 1995) *critical value* pada tingkat ketelitian 10% atau 1,28, tingkat ketelitian 5% adalah 1,65 dan tingkat ketelitian 1% adalah 2,33 (menggunakan dua arah). Tingkat signifikansi dalam penelitian ini

digunakan 5%, sehingga hubungan tersebut dikatakan signifikan jika nilai $CR \geq 1,65$ atau $P \leq 0,05$.

4.5 Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran

Agar variabel yang tercakup dalam penelitian ini dapat memberikan arti yang sama dan dapat diukur, maka dibuat definisi operasional dari masing-masing variabel sebagai berikut:

1. Komite Audit

Pengertian komite audit adalah salah satu komite yang dibentuk oleh dewan komisaris dan bertanggung jawab kepada dewan komisaris dengan tugas dan tanggung jawab utama untuk memastikan prinsip-prinsip *good corporate governance* terutama transparansi dan *disclosure* diterapkan secara konsisten dan memadai oleh para eksekutif (Tjager dkk, 2003). Bursa Efek Jakarta (BEJ) menyatakan bahwa komite audit adalah komite yang dibentuk oleh dewan komisaris perusahaan, yang bertugas untuk membantu melaksanakan pemeriksaan dan penelitian yang dianggap perlu terhadap pelaksanaan fungsi direksi dalam pengelolaan perusahaan (Keputusan Direksi BEJ No. Kep-3 15/BEJ/062000).

Komite audit dimaksudkan untuk memelihara integritas serta pandangan yang objektif dalam laporan serta penyusunan rekomendasi yang diajukan oleh komite audit, karena individu yang independen cenderung lebih adil dan tidak memihak serta obyektif dalam menangani suatu permasalahan. komite audit pada penelitian ini diukur dengan menggunakan indikator persentase anggota komite audit yang

independen terhadap jumlah seluruh anggota komite audit. Independensi komite audit (ACINDP) diperoleh dari perhitungan (Pamudji et al., 2009):

$$\text{ACINDP} = \frac{\text{jumlah anggota komite audit independen}}{\text{jumlah anggota komite audit}}$$

2. Struktur Modal

Struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, preferen dan modal pemegang saham. Jadi struktur modal suatu perusahaan hanya merupakan sebagian dari struktur keuangannya. Struktur modal merupakan bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen dan saham biasa.

Struktur modal dalam penelitian ini akan diproksikan dengan *debt to equity ratio* (DER). *Debt to equity ratio* (DER) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur penggunaan hutang terhadap total *shareholder's equity* yang dimiliki perusahaan.

$$\text{DER} = \frac{\text{TL}}{\text{Equity}}$$

dimana: DER = Total Debt to Total Equity Ratio

TL = Total Liabilities

Equity = Total Equity

Debt to Total Assets ratio (DER) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur penggunaan hutang terhadap total Total Asset yang dimiliki perusahaan. Rumusan untuk mencari DAR dapat digunakan

perbandingan antara total utang dengan total ekuitas sebagai berikut (John Wild, 2005).

$$\text{Debt To Asset ratio} = \frac{\text{TL}}{\text{Assets}}$$

3. Struktur Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan saham manajerial merupakan kepemilikan saham terbesar oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki manajemen. Pengukuran ini mengacu dari Sudarma (2003), dan Wahyudi dan Pawestri (2006)

4. Manajemen Laba

Merchan (1989) dalam Merchan dan Rockness (1994) mendefinisikan manajemen laba sebagai suatu tindakan manajemen perusahaan untuk mempengaruhi laba yang dilaporkan agar terbentuk informasi mengenai keuntungan ekonomis (*economic advantage*) yang sebenarnya tidak dialami oleh perusahaan.

Manajemen laba dalam penelitian ini dideteksi menggunakan model modified Jones (1991) dengan proksi akrual diskresioner (*discretionary current accrual*). Model modified Jones (1991) digunakan dalam penelitian ini karena dianggap model paling baik dalam mendeteksi manajemen laba.

Langkah-langkah perhitungannya adalah sebagai berikut:

- a. Mencari nilai a1, a2 dan a3

Perhitungan a_1 , a_2 dan a_3 dilakukan dengan teknik regresi. Regresi ini adalah untuk mendeteksi adanya *discretionary accruals* dan *non discretionary accruals*.

b. Menghitung *Discretionary Accruals* (DA)

Perhitungan *Discretionary Accruals* (DA) dilakukan dengan memasukkan nilai a_1 , a_2 dan a_3 yang diperoleh dari regresi. Perhitungan dilakukan untuk seluruh sampel perusahaan pada masing-masing periode. Untuk perhitungan selanjutnya, nilai DA yang digunakan adalah nilai absolut dari DA.

Dalam mencari *discretionary accruals*, harus dicari total akrual perusahaan terlebih dahulu dengan persamaan sebagai berikut :

$$TA_{it} = N_{lit} - OCF_{it}$$

Keterangan:

TA_{it} : Total akrual perusahaan i pada tahun ke t .

N_{lit} : Laba bersih sebelum pos luar biasa perusahaan i pada tahun ke t .

OCF_{it} : Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun ke t .

Dalam model modified Jones (1991) total akrual perusahaan dibagi dua, yaitu *discretionary accruals* dan *non discretionary accruals*. Untuk menghitung *discretionary accruals* dapat menggunakan persamaan berikut :

$$TA_{it} = NDA_{it} + DA_{it}$$

$$NDA = \alpha_1 (1/A_{it-1}) + \alpha_2 (\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it} / A_{it-1}) + \alpha_3 (PPE_{it} / A_{it-1})$$

$$TA_{it} / A_{it-1} = \alpha_1 (1/A_{it-1}) + \alpha_2 (\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it} / A_{it-1}) + \alpha_3 (PPE_{it} / A_{it-1}) + \epsilon$$

Keterangan:

TAit : Total akrual perusahaan i pada tahun ke t

Ait : total aktiva perusahaan i pada tahun ke t-1

ΔREV_{it} : perubahan pendapatan perusahaan i pada tahun ke t

ΔREC_{it} : perubahan perusahaan i pada tahun ke t

PPEit : aktiva tetap perusahaan i pada tahun ke t

ϵ_{it} : error term perusahaan i pada tahun ke t

5. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen yaitu menyangkut kebijakan perusahaan yang berhubungan dengan penentuan persentase laba bersih perusahaan yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Sebagai variabel laten, kebijakan dividen dikonfirmasi melalui variabel terukur seperti yang dilakukan oleh, Smith & Watts (1992); Kallapur & Trombley (1999); Kaaro (2002), yaitu *dividen yield* dan *dividend payout ratio*

Dividend yield menggambarkan seberapa besar income return yang akan didapatkan investor atas sejumlah uang yang mereka investasikan. Variabel ini diukur dengan cara melakukan pembagian antara *dividend per share* (DPS) : yaitu jumlah dividen yang dibagikan ke pemegang saham (investor) per lembarnya, dengan harga saham biasa per lembarnya. Metode ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Hussainey et al. (2011) yang mengacu pada metode yang digunakan oleh Baskin (1989) dan Allen dan Rachim (1996).

$$\text{Yield} = \frac{\text{Dividend Per Share (DPS)}}{\text{Share Price}}$$

Dividend Payout Ratio menggambarkan seberapa besar laba bersih perusahaan yang digunakan untuk membayar dividen ke investor (Brigham dan Gapenski, 1994). Variabel ini dilambangkan dengan *Payout*. Variabel ini pada dasarnya mencerminkan seberapa besar laba bersih perusahaan yang digunakan untuk membayar dividen kepada investor, atau dalam kata lain, variabel ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memelihara level pembayaran dividen. Variabel ini membandingkan dividen dengan laba bersih perusahaan

$$\text{DPR} = \frac{(\text{Dividen per share})}{(\text{Earning Pershare})}$$

6. Nilai Perusahaan

Ada beberapa rasio untuk mengukur nilai pasar perusahaan, salah satunya Tobin's Q. Rasio ini dinilai bisa memberikan informasi yang paling baik, karena dalam Tobin's Q memasukkan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya biasa saja dan tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh asset perusahaan. Dengan memasukkan seluruh asset perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada satu tipe investor saja yaitu investor dalam bentuk saham namun juga untuk kreditur karena sumber pembiayaan operasional perusahaan bukan hanya dari ekuitas saja tetapi juga dan pinjaman yang diberikan kreditur (Sukamulja, 2004).

Nilai perusahaan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar. Wahyudi (2005) dalam Nurlela dan Islahuddin (2008) menyebutkan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli seandainya perusahaan tersebut dijual.

Nilai perusahaan ini dihitung dengan menggunakan model Tobin's Q. Rasio yang dikembangkan oleh *Corporate*) ini menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini. Bila rasio Q di atas satu maka hal ini menunjukkan bahwa investasi dalam aktiva akan menghasilkan laba yang memberikan nilai yang lebih tinggi dari pengeluaran investasi, hal ini akan menarik investasi baru. Sedangkan bila rasio Q di bawah satu maka investasi dalam aktiva tersebut tidak menarik (Herawaty, 2008).

Rasio Q ini dapat menunjukkan ukuran yang lebih teliti tentang seberapa efektif manajemen perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya ekonomi yang dikelolanya. Penelitian yang dilakukan oleh Copelan (2002), Lindenberg dan Ross (1981) yang dikutip oleh Darmawati (2004) dalam Herawaty (2008), menunjukkan bagaimana penerapan rasio Q ini terhadap masing-masing perusahaan yang diteliti. Dari penelitian mereka dapat ditemukan beberapa perusahaan yang dapat mencapai rasio Q yang lebih dari satu. Dalam teori ekonomi, perusahaan yang memiliki rasio Q lebih besar dari satu akan menarik arus sumber daya dan kompetisi baru sampai rasio Q mendekati satu.

Penghitungan nilai perusahaan menggunakan rumus :

$$q = \frac{(EMV + D)}{(EBV + D)}$$

Keterangan :

Q = nilai perusahaan

EMV = nilai pasar ekuitas (EMV = *closing price* x jumlah saham yang beredar)

Closing price (harga penutupan saham) adalah harga saham yang diperoleh pada saat penutupan perdagangan pada akhir periode perdagangan di bursa saham.

D = nilai buku dari total hutang

EBV = nilai buku dari total aktiva

BAB V

HASIL PENELITIAN

5.1 Sejarah Bursa Efek Indonesia (BEI)

Secara historis, pasar modal telah hadir jauh sebelum Indonesia merdeka. Pasar modal atau bursa efek telah hadir sejak jaman kolonial Belanda dan tepatnya pada tahun 1912 di Batavia. Pasar modal ketika itu didirikan oleh pemerintah Hindia Belanda untuk kepentingan pemerintah kolonial atau VOC.

Meskipun pasar modal telah ada sejak tahun 1912, perkembangan dan pertumbuhan pasar modal tidak berjalan seperti yang diharapkan, bahkan pada beberapa periode kegiatan pasar modal mengalami kevakuman. Hal tersebut disebabkan oleh beberapa faktor seperti perang dunia ke I dan II, perpindahan kekuasaan dari pemerintah kolonial kepada pemerintah Republik Indonesia, dan berbagai kondisi yang menyebabkan operasi bursa efek tidak dapat berjalan sebagaimana mestinya.

Pemerintah Republik Indonesia mengaktifkan kembali pasar modal pada tahun 1977, dan beberapa tahun kemudian pasar modal mengalami pertumbuhan seiring dengan berbagai insentif dan regulasi yang dikeluarkan pemerintah.

5.1.1 Struktur Organisasi Bursa Efek Indonesia

Struktur organisasi merupakan elemen penting untuk menjalankan aktivitas perusahaan yang menggambarkan hubungan wewenang dan

tanggung jawab bagi setiap sumber daya manusia yang ada dalam perusahaan. Dengan adanya struktur organisasi yang jelas, maka seluruh aktivitas perusahaan dapat dilaksanakan dengan baik dan mengarah pada tujuan yang telah ditetapkan oleh perusahaan. Berikut ini komponen struktur organisasi pada Bursa Efek Indonesia:

1. RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham)
2. Dewan Komisaris
3. Direktur Utama
 - a. Divisi Hukum
 - b. Satuan Pemeriksa Internal
 - c. Sekretaris Perusahaan
4. Direktur Penilaian Perusahaan
 - a. Divisi Penilaian Perusahaan – Sektor Riil
 - b. Divisi Penilaian Perusahaan – Sektor Jasa
 - c. Divisi Penilaian Perusahaan – Surat Utang
5. Direktur Perdagangan dan Pengaturan Anggota Bursa
 - a. Divisi Perdagangan Saham
 - b. Divisi Perdagangan Surat Utang
 - c. Divisi Keanggotaan
6. Direktur Pengawasan Transaksi dan Kepatuhan
 - a. Divisi Pengawasan Transaksi
 - b. Divisi Kepatuhan anggota Bursa

7. Direktur Pengembangan
 - a. Divisi Riset
 - b. Divisi Pengembangan Usaha
 - c. Divisi Pemasaran
8. Direktur Teknologi Informasi dan Manajemen Resiko
 - a. Divisi Operasi Teknologi Informasi
 - b. Divisi Pengembangan Solusi Bisnis Teknologi Informasi
 - c. Divisi Manajemen Risiko
9. Direktur Keuangan dan SDM
 - a. Divisi Keuangan
 - b. Divisi Sumber Daya Manusia
 - c. Divisi Umum

5.1.2 Job Description Bursa Efek Indonesia (BEI)

Berdasarkan struktur organisasi maka diperlukan suatu sistem pembagian tugas/kerja (Job Description) yaitu sebagai berikut :

1. Rapat Umum Pemegang Saham

Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan (RUPST) dan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) merupakan organ yang memiliki kewenangan khusus yang tidak diberikan kepada Dekom atau Direksi terkait penetapan keputusan-keputusan penting yang berhubungan dengan kebijakan Bursa. RUPST dilaksanakan sekali dalam setahun, sedangkan RUPSLB dapat dilaksanakan sewaktu-waktu bila diperlukan.

2. Peran Dewan Komisaris

Sesuai hasil keputusan RUPST tanggal 5 Juni 2008 dan RUPSLB 27 Agustus 2008, BEI memiliki 5 (lima) anggota Dewan Komisaris (Dekom) dengan masa bakti 2008–2011. Berdasarkan ketentuan Anggaran Dasar, Dekom bertanggung jawab atas pengawasan dan pengarahannya Direksi dalam mengelola Bursa sehari-hari. Dekom bertugas mengarahkan pengelolaan tersebut sesuai dengan visi dan misi Bursa yang telah digariskan, serta kebijakan dan panduan tata kelola perusahaan yang berlaku, dalam rangka mengupayakan pertumbuhan nilai jangka panjang yang berkesinambungan bagi segenap pemangku kepentingan

3. Direktur Utama

Bertanggung jawab untuk mengkoordinasikan para Direktur serta kegiatan-kegiatan Satuan Pemeriksa Internal, Sekretaris Perusahaan (termasuk hubungan masyarakat), dan Divisi Hukum.

a. Divisi Hukum

- 1) Bertanggung jawab untuk memastikan produk hukum yang akan dikeluarkan oleh perseroan sesuai dengan kaidah-kaidah hukum yang berlaku dan kepentingan perseroan terlindungi dalam hubungan kerjasama atau kontraktual antara perseroan dengan pihak lain dan telai sesuai dengan peraturan perundangan yang berlaku.

- 2) Memastikan pemberian pendapat hukum sebagai legal advisor atas permasalahan hukum berkenaan dengan produk hukum yang telah diberlakukan oleh perseroan, kajian hukum dan penyelesaian dalam sengketa hukum sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

b. Satuan Pemeriksa Internal

- 1) Bertanggung jawab sebagai quality assurance terhadap pelaksanaan pencapaian sasaran perusahaan dengan mempertimbangan aspek efektifitas dan efisiensi melalui pemeriksaan berkala maupun insidentil terhadap kegiatan internal organisasi, serta melakukan pelaporan dan pemberian rekomendasi perbaikan yang diperlukan atas hasil pemeriksaan kepada Direksi, Dewan Komisaris dan Ketua Bapepam.
- 2) Bertanggung jawab atas pemantauan kegiatan tindak lanjut dari rekomendasi yang dibangun berdasarkan hasil pemeriksaan internal yang dilakukan.

c. Sekretaris Perusahaan

Bertanggung jawab atas tersedianya rencana kerja perusahaan dan terciptanya kerjasama serta komunikasi yang harmonis dan efektif antara direksi dengan stakeholder lainnya dalam rangka mencapai tujuan serta meningkatkan citra perusahaan.

4. Direktur Penilaian Perusahaan

Bertanggung jawab atas kegiatan operasional yang terkait dengan:

- a. Penilaian pendahuluan perusahaan,
- b. Pencatatan perusahaan,
- c. Penilaian keterbukaan perusahaan,
- d. Penelaahan aksi korporasi perusahaan dan
- e. Pembinaan emiten (termasuk edukasi perusahaan).

Direktur Penilaian Perusahaan terdiri dari berbagai macam divisi diantaranya: a. Divisi Penilaian Perusahaan – Sektor Riil

Bertanggung jawab untuk mengkoordinasikan dan melaksanakan :

- 1) Evaluasi pendahuluan calon emiten sampai dengan pencatatan saham di Bursa;
- 2) Evaluasi atas rencana pencatatan saham tambahan sampai dengan pencatatan saham di bursa;
- 3) Pemantauan kepatuhan perusahaan tercatat terhadap peraturan yang berlaku;
- 4) Penyebaran informasi per usahaan tercatat kepada publik;
- 5) Pembinaan perusahaan tercatat (termasuk pemberian sanksi);
- 6) Proses delisting (baik yang bersifat voluntary maupun force delisting);
- 7) Pelaksanaan suspensi dan unsuspensi;
- 8) Pengelolaan dan pemutakhiran database emiten termasuk corporate action;
- 9) Pembuatan dan penyempurnaan prosedur dan peraturan pencatatan sesuai dengan perkembangan pasar modal untuk meningkatkan kualitas dan integritas perusahaan sektor riil yang mencatatkan saham.

10) Divisi Penilaian Perusahaan – Sektor Jasa

Bertanggung jawab untuk mengkoordinasikan dan melaksanakan:

- a. Evaluasi pendahuluan calon emiten sampai dengan pencatatan saham di Bursa termasuk ETF;
- b. Evaluasi atas rencana pencatatan saham tambahan sampai dengan pencatatan saham di Bursa;
- c. Pemantauan kepatuhan perusahaan tercatat terhadap peraturan yang berlaku;
- d. Penyebaran informasi per usahaa tercatat kepada publik;
- e. Pembinaan perusahaan tercatat (termasuk pemberian sanksi);
- f. Proses delisting (baik yang bersifat voluntary maupun forcedelisting);
- g. Pengelolaan dan pemutakhiran database emiten termasuk corporate action;
- h. Pembuatan dan penyempurnaan prosedur dan peraturan pencatatan
- i. sesuai dengan perkembangan pasar modal untuk meningkatkan
- j. kualitas dan integritas perusahaan sektor riil yang mencatatkan saham.

11) Divisi Penilaian Perusahaan – Surat Utang

Bertanggung jawab untuk mengkoordinasikan dan melaksanakan:

- a. Proses Evaluasi pendahuluan calon emitan penerbit surat utang sampai dengan pencatatan di Bursa, baik efek surat utang, sukuk maupun EBA;
 - b. Pemantauan kepatuhan perusahaan tercatat terhadap peraturan yang berlaku;
 - c. Penyebaran informasi perusahaan tercatat kepada publik;
 - d. Pembinaan perusahaan tercatat (termasuk pemberian sanksi);
 - e. Pelaksanaan suspensi dan unsuspensi;
 - f. Proses penghapusan pencatatan (baik karena jatuh tempo, pelunasan awal, konversi maupun force delisting);
 - g. Pengelolaan dan pemutakhiran database emiten, efek yang dicatatkan serta corporate action yang dilakukan;
 - h. Penyempurnaan prosedur dan peraturan pencatatan sesuai dengan perkembangan pasar modal untuk meningkatkan kualitas dan integritas perusahaan sektor riil dan jasa yang mencatatkan surat utang.
5. Direktur Perdagangan dan Pengaturan Anggota Bursa
- Bertanggung jawab atas kegiatan operasional perdagangan saham, perdagangan informasi pasar (data feed), perdagangan surat utang dan derivatif serta pelaporan transaksi surat utang. Dan juga bertanggung jawab atas pengelolaan aktivitas-aktivitas yang terkait dengan anggota bursa dan partisipan sebagai berikut :
- a. pengkajian terhadap persyaratan keanggotaan,

- b. kewajiban pelaporan,
 - c. pelatihan dan pendidikan serta
 - d. pengawasan (khusus terhadap anggota bursa)
6. Direktur Penilaian Perusahaan terdiri dari berbagai macam divisi diantaranya:
- a. Divisi Perdagangan Saham
 - 1) Bertanggung jawab untuk menyelenggarakan perdagangan saham setiap hari bursa dengan melakukan koordinasi kegiatan pengembangan dan operasional perdagangan saham sehingga terlaksana perdagangan saham yang wajar, teratur dan efisien.
 - 2) Bertanggung jawab atas kegiatan pengembangan dan operasional penyebaran data dan informasi, sehingga penyebaran data perdagangan dapat mendukung informasi yang dibutuhkan oleh investor untuk pengambilan keputusan investasi dan meningkatkan pendapatan penjualan perdagangan informasi pasar.
 - b. Divisi Perdagangan Surat Utang
 - 1) Bertanggung jawab atas terselenggaranya kegiatan operasional perdagangan surat utang dan derivatif, penyempurnaan, pengembangan sistem dan sarana pasar perdagangan surat utang dan derivatif sehingga tercipta pasar surat utang.
 - 2) Bertanggung jawab untuk memastikan terselenggaranya kegiatan pelaporan surat utang, penyempurnaan, pengembangan sistem

dan sarana pelaporan surat utang sehingga tercipta sistem pelaporan surat utang yang teratur dan efisien.

c. Divisi Keanggotaan

Bertanggung jawab untuk melakukan evaluasi calon anggota Bursa dan partisipan, pemantauan, pembinaan, pengembangan, penegakan disiplin anggota bursa serta membantu anggota bursa dan partisipan untuk membentuk, memiliki dan menjaga kredibilitas serta integritas di pasar modal.

7. Direktur Pengawasan Transaksi dan Kepatuhan

Bertanggung jawab untuk memastikan dan mengkoordinasikan kegiatan pengawasan dan analisis terhadap aktivitas perdagangan efek di bursa untuk mewujudkan perdagangan efek yang teratur dan wajar, sehingga dapat menjaga integritas dan kredibilitas bursa efek dan pasar modal.

a. Divisi Pengawasan Transaksi

Bertanggung jawab untuk memastikan dan mengkoordinasikan kegiatan pengawasan dan analisis terhadap aktivitas perdagangan efek di bursa untuk mewujudkan perdagangan efek yang teratur dan wajar, sehingga dapat menjaga integritas dan kredibilitas bursa efek dan pasar modal.

b. Divisi Kepatuhan Anggota Bursa

Bertanggung jawab untuk memastikan kepatuhan anggota bursa terhadap peraturan perundang-undangan yang berlaku dibidang pasar modal termasuk pengendalian internal melalui kegiatan pemeriksaan

berkala dan pemeriksaan sewaktu-waktu guna meminimalisasi risiko yang mungkin timbul terhadap nasabah, anggota bursa, dan industri pasar modal.

8. Direktur Pengembangan

Bertanggung jawab atas kegiatan operasional yang terkait dengan:

- a. Pengelolaan riset pasar modal dan ekonomi,
- b. Pengembangan produk dan usaha,
- c. Kegiatan pemasaran,
- d. Kegiatan edukasi dan sosialisasi.

Direktur pengembangan terdiri dari berbagai divisi diantaranya, yaitu Divisi Riset, Divisi Pengembangan Usaha, dan Divisi Pemasaran. Yang dijabarkan sebagai berikut:

a. Divisi Riset

- 1) Bertanggung jawab untuk mengolah dan menyajikan data statistik perdagangan, emiten dan anggota bursa, melakukan analisis pasar untuk mencapai efisiensi dan pengembangan bursa serta mengelola data historis perdagangan dan publikasi rutin lainnya sebagai bahan referensi dan dasar untuk membuat keputusan yang dapat diandalkan.
- 2) Bertanggung jawab untuk mengkoordinasikan pengelolaan Pusat Referensi Pasar Modal.

b. Divisi Pengembangan Usaha

Bertanggung jawab atas pengembangan produk-produk bursa dan kegiatan pengembangan pasar untuk meningkatkan likuiditas pasar dan daya saing.

c. Divisi Pemasaran

Bertanggung jawab dalam merencanakan, mengembangkan dan mengimplementasikan strategi pemasaran, edukasi dan sosialisasi kepada masyarakat luas dalam rangka mencari dan menambah investor dalam emiten.

9. Direktur Teknologi Informasi dan Manajemen Risiko

Bertanggung jawab atas kegiatan operasional yang terkait dengan:

- a. pengembangan solusi bisnis teknologi informasi,
- b. operasional teknologi informasi,
- c. manajemen risiko,
- d. pengelolaan data (database management).

Direktur Teknologi Informasi dan Manajemen Risiko terdiri dari berbagai divisi diantaranya, yaitu Divisi Operasional Teknologi Informasi, Divisi Pengembangan Solusi Bisnis Teknologi Informasi, dan Divisi Manajemen Risiko.

5.2 Deskripsi Variabel Penelitian

5.2.1 Variabel Komite Audit

Variabel komite audit pada penelitian ini diukur dengan menggunakan indikator persentase anggota komite audit yang independen terhadap jumlah seluruh anggota komite audit. Adapun gambaran mengenai komposisi proporsi komite audit perusahaan sampel ditampilkan pada Tabel 5.1 berikut

Tabel 5.1 Komposisi Proporsi Komite Audit

		komposisi komite audit			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	komisaris independen >= 30 %	24	100.0	100.0	100.0

Sumber : data sekunder, diolah 2014

Berdasarkan Tabel 5.1 di atas tampak bahwa rata-rata proporsi komite audit, selama periode 2005 – 2012 adalah sebagai berikut, komposisi komisaris independen semua perusahaan yang menjadi sampel adalah berada di atas 30 persen. Ini berarti bahwa aturan mengenai Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) Nomor : Kep 315/ BEJ/06- 2000 perihal Peraturan No I- A bahwa batas minimal dari peraturan yang telah ditetapkan yaitu sekurangkurangnya 30% dari jumlah seluruh anggota komisaris telah terpenuhi dengan baik.

5.2.2 Variabel Struktur Modal

5.2.2.1 *Debt to total Assets*

Debt to Total Assets ratio (DER) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur penggunaan hutang terhadap total Total Asset yang dimiliki perusahaan. *Debt to total assets* merupakan rasio antara total hutang (*total*

debts) baik hutang jangka pendek (*current liability*) dan hutang jangka panjang (*long term debt*) terhadap total aktiva (*total assets*) baik aktiva lancar (*current assets*) maupun aktiva tetap (*fixed assets*) dan aktiva lainnya (*other assets*). Rasio ini menunjukkan besarnya hutang yang digunakan untuk membiayai aktiva yang digunakan oleh perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya. Semakin besar rasio DTA menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar oleh perusahaan.

Adapun hasil penelitian terhadap variabel DTA ditampilkan pada Tabel 5.2 berikut :

Tabel 5.2 Perkembangan rata-rata DTA Periode 2005 – 2012

Tahun	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
rata-rata	0.653	0.644	0.552	0.625	0.652	0.667	0.699	0.550

Sumber : data sekunder, diolah 2014

Berdasarkan Tabel 5.2 di atas, tampak bahwa secara rata-rata semua perusahaan memiliki DTA di atas 0.5 dan selama periode 2005 – 2012 mengalami sedikit fluktuasi. DTA terbesar berada di tahun 2011 yaitu sebesar 0.699. sedangkan terendah di angka 0.550. Ini berarti bahwa keseluruhan perusahaan yang dijadikan sampel memiliki struktur dana eksternal melebihi 50 % membiayai aktiva perusahaan.

5.2.2.2 Debt to total Equity

Debt to Equity Ratio adalah rasio yang menunjukkan persentase penyediaan dana oleh pemegang saham terhadap pemberi pinjaman.

Semakin besar *debt to equity ratio* maka semakin besar modal pinjaman sehingga akan menyebabkan semakin besar pula beban hutang (biaya bunga) yang harus ditanggung perusahaan. Semakin besarnya beban hutang perusahaan maka jumlah laba yang dibagikan sebagai *cash dividend* akan berkurang. Dengan demikian *debt to equity ratio* yang tinggi berdampak pada semakin kecilnya kemampuan perusahaan untuk membagikan *cash dividend* atau sebaliknya.

Adapun hasil penelitian terhadap variabel DER ditampilkan pada Tabel 5.3 berikut :

Tabel 5.3 Perkembangan rata-rata DER Periode 2005 - 2012

Tahun	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Rata-rata	4.654	2.668	2.408	2.414	2.384	1.055	0.552	1.227

Sumber : data sekunder, diolah 2014

Berdasarkan Tabel 5.3 di atas, tampak bahwa secara rata-rata DER selama periode 2005 – 2012 mengalami sedikit fluktuasi dan cenderung menurun. DER terbesar berada di tahun 2005 yaitu sebesar 4.654, sedangkan terendah di angka 0.552. Penyebab rata-rata DER di tahun 2005 mencapai 4.654 adalah karena salah satu perusahaan PT. GT kabel Indonesia Tbk memiliki DER sampai 35.80 di tahun 2005. Ini berarti bahwa keseluruhan perusahaan yang dijadikan sampel memiliki struktur dana eksternal melebihi 50 % terhadap dana modal saham perusahaan.

5.2.3 Variabel kepemilikan Manajerial

Kepemilikan saham manajerial merupakan kepemilikan saham terbesar oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan prosentase

jumlah saham yang dimiliki manajemen. Adapun hasil penelitian terhadap variabel kepemilikan saham manajerial ditampilkan pada Tabel 5.4 berikut :

Tabel 5.4 Perkembangan rata-rata Proporsi Kepemilikan Saham Manajerial Periode 2005 – 2012

Tahun	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
rata-rata	0.646	0.579	0.496	0.539	0.585	0.599	0.629	0.502

Sumber : data sekunder, diolah 2014

Berdasarkan Tabel 5.4 di atas tampak bahwa secara umum perusahaan yang dijadikan sampel secara rata-rata memiliki proporsi saham manajerial lebih dari 20 %, ini menjadi indikator bahwa umumnya kebijakan keuangan perusahaan masih didominasi oleh manajer perusahaan.

5.2.4 Variabel manajemen Laba

Manajemen laba diartikan sebagai suatu tindakan manajemen perusahaan untuk mempengaruhi laba yang dilaporkan agar terbentuk informasi mengenai keuntungan ekonomis (*economic advantage*) yang sebenarnya tidak dialami oleh perusahaan. Adapun hasil penelitian terhadap variabel kepemilikan saham manajerial ditampilkan pada Tabel 5.5 berikut :

Tabel 5.5 Perkembangan rata-rata Manajemen Laba Periode 2005 – 2012

Tahun	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
rata-rata	-0.517	-0.425	-0.425	-0.477	-0.564	-0.567	-0.576	-0.534

Sumber : data sekunder, diolah 2014

Berdasarkan Tabel 5.5 di atas tampak bahwa secara umum perusahaan yang dijadikan sampel secara rata-rata melakukan manajemen laba dengan cara penurunan laba.

jumlah saham yang dimiliki manajemen. Adapun hasil penelitian terhadap variabel kepemilikan saham manajerial ditampilkan pada Tabel 5.4 berikut :

Tabel 5.4 Perkembangan rata-rata Proporsi Kepemilikan Saham Manajerial Periode 2005 – 2012

Tahun	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
rata-rata	0.646	0.579	0.496	0.539	0.585	0.599	0.629	0.502

Sumber : data sekunder, diolah 2014

Berdasarkan Tabel 5.4 di atas tampak bahwa secara umum perusahaan yang dijadikan sampel secara rata-rata memiliki proporsi saham manajerial lebih dari 20 %, ini menjadi indikator bahwa umumnya kebijakan keuangan perusahaan masih didominasi oleh manajer perusahaan.

5.2.4 Variabel manajemen Laba

Manajemen laba diartikan sebagai suatu tindakan manajemen perusahaan untuk mempengaruhi laba yang dilaporkan agar terbentuk informasi mengenai keuntungan ekonomis (*economic advantage*) yang sebenarnya tidak dialami oleh perusahaan. Adapun hasil penelitian terhadap variabel kepemilikan saham manajerial ditampilkan pada Tabel 5.5 berikut :

Tabel 5.5 Perkembangan rata-rata Manajemen Laba Periode 2005 – 2012

Tahun	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
rata-rata	-0.517	-0.425	-0.425	-0.477	-0.564	-0.567	-0.576	-0.534

Sumber : data sekunder, diolah 2014

Berdasarkan Tabel 5.5 di atas tampak bahwa secara umum perusahaan yang dijadikan sampel secara rata-rata melakukan manajemen laba dengan cara penurunan laba.

5.2.5 Variabel Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen yaitu menyangkut kebijakan perusahaan yang berhubungan dengan penentuan persentase laba bersih perusahaan yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham.

5.2.5.1 Dividen Yield

Dividend yield menggambarkan seberapa besar *income return* yang akan didapatkan investor atas sejumlah uang yang mereka investasikan. Variabel ini diukur dengan cara melakukan pembagian antara *dividend per share* (DPS) : yaitu jumlah dividen yang dibagikan ke pemegang saham (investor) per lembarnya, dengan harga saham biasa per lembarnya. Adapun hasil dividen yield untuk periode 2005 – 2012 di tampilkan pada Tabel 5.6 berikut :

Tabel 5.6 Perkembangan Rata-Rata Dividen Yield Periode 2005 – 2012

Tahun	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
rata-rata	0.667	0.611	0.594	0.411	2.634	3.340	2.450	0.084

Sumber : data sekunder, diolah 2014

Berdasarkan Tabel 5.6 di atas tampak bahwa selama tahun 2005 – 2010 dividen yang dibagikan cenderung meningkat sedangkan di tahun 2011 – 2012 kecenderungan menurun. Hal ini disebabkan karena selama periode tersebut lebih dari 50 persen perusahaan tidak membagikan dividen dikarenakan perusahaan merugi.

5.2.5.2 Dividen Payout Ratio

Rasio ini menggambarkan seberapa besar laba bersih perusahaan yang digunakan untuk membayar dividen ke investor. Variabel ini pada

dasarnya mencerminkan seberapa besar laba bersih perusahaan yang digunakan untuk membayar dividen kepada investor, atau dalam kata lain, variabel ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memelihara level pembayaran dividen. Adapun hasil dividen payout rasio untuk periode 2005 – 2012 di tampilkan pada Tabel 5.7 berikut :

Tabel 5.7 Perkembangan Rata-Rata Dividen Payout Ratio Periode 2005-2012

Tahun	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
rata-rata	7.757	8.078	7.227	3.543	16.306	18.118	34.840	1.644

Sumber : data sekunder, diolah 2014

Berdasarkan Tabel 5.7 di atas tampak bahwa selama tahun 2005 – 2012 dividen payout ratio berfluktuasi. Hal ini disebabkan masih srbagai dampak periode tersebut lebih dari 50 persen perusahaan tidak membagikan dividen dikarenakan perusahaan merugi.

5.2.6 Variabel Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan ini dihitung dengan menggunakan model Tobin's Q. Rasio ini menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini. Bila rasio Q di atas satu maka hal ini menunjukkan bahwa investasi dalam aktiva akan menghasilkan laba yang memberikan nilai yang lebih tinggi dari pengeluaran investasi, hal ini akan menarik investasi baru. Adapun hasil nilai perusahaan untuk periode 2005 – 2012 di tampilkan pada Tabel 5.8 berikut :

Tabel 5.8 Perkembangan Rata-Rata Nilai Perusahaan Periode 2005-2012

Tahun	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
rata-rata	559716	653255	816060	507316	906275	1305060	1672896	1617783

Sumber : data sekunder, diolah 2014

Berdasarkan Tabel 5.8 di atas, tampak bahwa nilai tobin's Q atau nilai perusahaan untuk semua periode berada di atas 1 sehingga diprediksikan bahwa semua perusahaan sampel telah melakukan investasi dalam aktiva yang akan menghasilkan laba dari nilai yang lebih tinggi dari pengeluaran investasinya.

5.3 Pengujian Model Keseluruhan

Pengujian model struktural semua variabel laten (*construct*) yang terdiri dari komite audit, struktur modal dan struktur struktur kepemilikan manajerial sebagai variabel independent dan selanjutnya manajemen laba, kebijakan dividen dan nilai perusahaan sebagai variabel dependent dihubungkan dengan menggunakan *uji goodness of fit*.

Berdasarkan model keseluruhan tersebut, selanjutnya akan dilakukan evaluasi berdasarkan kriteria *uji goodness of fit* sebagaimana terlihat pada Tabel 5.9 di bawah ini

Tabel 5.9 Komputasi Kriteria *Goodness Of Fit Indices* Pengujian Model Lengkap

Kriteria	Nilai <i>Cut-off</i>	Hasil Komputasi	Keterangan
Chi-Square	Diharapkan kecil	92.714	Fit
Rel. Chi-Square	$\leq 2,00$	6.181	Kurang Fit
Sig. Probability	$\geq 0,05$	0.000	Kurang Fit
RMSEA	$\leq 0,08$	0.165	Kurang Fit
CFI	$\geq 0,90$	0.961	Fit
TLI	$\geq 0,90$	0.908	Fit
NFI	$\geq 0,90$	0.955	Fit
IFI	$\geq 0,90$	0.962	Fit

Sumber: Hasil Komputasi lampiran

Berdasarkan hasil pengujian sebagaimana yang ditunjukkan pada tabel diatas, terlihat bahwa nilai *Goodness Of Fit Indices* untuk semua kriteria

terdapat 5 pengukuran fit model yang masuk dalam kategori fit, dan ada 3 kategori yang fit. Dengan demikian model dikatakan secara keseluruhan cukup baik. Menurut Wijanto (2007) terdapat beberapa ukuran model kecocokan dalam SEM dan penilaian kecocokan model dinilai berdasarkan berapa banyak ukuran model yang dapat dipenuhi nilai kecocokannya oleh model penelitian. Makin banyak nilai target kecocokan dari ukuran Goodness of Fit yang terpenuhi oleh model, maka model penelitian makin baik.

5.4 Analisis dan Pengujian Model Struktural Pengaruh Komite Audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Untuk memudahkan dalam menganalisis hubungan fungsional antar variabel kemudian nilai koefisien disusun dalam bentuk Tabel sebagaimana di tampilkan pada Tabel 5.10 di bawah ini:

Tabel 5.10 Hubungan Fungsional Antar Variabel

Variabel mempengaruhi	Variabel dipengaruhi	arah	Estimasi	S.E	T Value	Prob	ket
Komite Audit (X1)	Manajemen Laba (Y1)	X1 -> Y1	-0.618	0.008	-74.365	0.000	Signifikan
	Nilai Perusahaan (Y3)	X1 -> Y3	0.127	0.055	2.294	0.022	Signifikan
Struktur Modal (X2)	Manajemen Laba (Y1)	X2 -> Y1	-0.238	0.003	-77.732	0.000	Signifikan
	Kebijakan Dividen (Y2)	X2 -> Y2	-1.497	0.502	-2.981	0.003	Signifikan
	Nilai Perusahaan (Y3)	X2 -> Y3	0.064	0.021	2.990	0.003	Signifikan
Struktur Kepemilikan Manajerial (X3)	Manajemen Laba (Y1)	X3 -> Y1	-0.250	0.029	-8.648	0.000	Signifikan
	Kebijakan Dividen (Y2)	X3 -> Y2	3.005	4.874	0.617	0.537	tdk signifikan
	Nilai Perusahaan (Y3)	X3 -> Y3	0.048	0.045	1.079	0.281	tdk signifikan
Manajemen Laba (Y1)	Nilai Perusahaan (Y3)	Y1 -> Y3	0.183	0.088	2.082	0.037	Signifikan
Kebijakan Dividen (Y2)	Nilai Perusahaan (Y3)	Y2 -> Y3	0.025	0.001	37.398	0.000	Signifikan

Source: output SEM, lampiran

terdapat 5 pengukuran fit model yang masuk dalam kategori fit, dan ada 3 kategori yang fit. Dengan demikian model dikatakan secara keseluruhan cukup baik. Menurut Wijanto (2007) terdapat beberapa ukuran model kecocokan dalam SEM dan penilaian kecocokan model dinilai berdasarkan berapa banyak ukuran model yang dapat dipenuhi nilai kecocokannya oleh model penelitian. Makin banyak nilai target kecocokan dari ukuran Goodness of Fit yang terpenuhi oleh model, maka model penelitian makin baik.

5.4 Analisis dan Pengujian Model Struktural Pengaruh Komite Audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Untuk memudahkan dalam menganalisis hubungan fungsional antar variabel kemudian nilai koefisien disusun dalam bentuk Tabel sebagaimana di tampilkan pada Tabel 5.10 di bawah ini:

Tabel 5.10 Hubungan Fungsional Antar Variabel

Variabel Mempengaruhi	Variabel dipengaruhi	arah	Estimasi	S.E	T Value	Prob	ket
Komite Audit (X1)	Manajemen Laba (Y1)	X1 -> Y1	-0.618	0.008	-74.365	0.000	Signifikan
	Nilai Perusahaan (Y3)	X1 -> Y3	0.127	0.055	2.294	0.022	Signifikan
Struktur Modal (X2)	Manajemen Laba (Y1)	X2 -> Y1	-0.238	0.003	-77.732	0.000	Signifikan
	Kebijakan Dividen (Y2)	X2 -> Y2	-1.497	0.502	-2.981	0.003	Signifikan
	Nilai Perusahaan (Y3)	X2 -> Y3	0.064	0.021	2.990	0.003	Signifikan
Kepemilikan Manajerial (X3)	Manajemen Laba (Y1)	X3 -> Y1	-0.250	0.029	-8.648	0.000	Signifikan
	Kebijakan Dividen (Y2)	X3 -> Y2	3.005	4.874	0.617	0.537	tdk signifikan
	Nilai Perusahaan (Y3)	X3 -> Y3	0.048	0.045	1.079	0.281	tdk signifikan
Manajemen Laba (Y1)	Nilai Perusahaan (Y3)	Y1 -> Y3	0.183	0.088	2.082	0.037	Signifikan
Kebijakan Dividen (Y2)	Nilai Perusahaan (Y3)	Y2 -> Y3	0.025	0.001	37.398	0.000	Signifikan

Sumber: output SEM, lampiran

5.4.1. Komite Audit (X_1) terhadap Manajemen Laba (Y_1)

Koefisien pengaruh variabel Komite Audit (X_1) terhadap Manajemen Laba (Y_1) sebesar -0,618 dengan nilai t sebesar -74,365 dengan standar Error (SE) senilai 0,008 pada taraf signifikansi 0,000. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa variabel Komite Audit (X_1) berpengaruh negatif terhadap Manajemen Laba (Y_1). Ini berarti bahwa peningkatan jumlah proporsi Komite Audit (X_1), akan diikuti dengan penurunan aktivitas Manajemen Laba (Y_1) dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Manajemen Laba (Y_1) dianggap konstan. Nilai statistik t hitung pengaruh Komite Audit (X_1) terhadap Manajemen Laba (Y_1) sebesar -74,365 dengan signifikansi 0,000 atau di bawah 0,05. Ini berarti Komite Audit (X_1) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Manajemen Laba (Y_1).

5.4.2. Komite Audit (X_1) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3)

Koefisien pengaruh variabel Komite Audit (X_1) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3) sebesar 0,127 dengan nilai t sebesar 2,294 dengan standar Error (SE) senilai 0,055 pada taraf signifikansi 0,022. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa variabel Komite Audit (X_1) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan (Y_3). Ini berarti bahwa peningkatan jumlah proporsi Komite Audit (X_1), akan diikuti dengan peningkatan Nilai Perusahaan (Y_3) dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Nilai Perusahaan (Y_3) dianggap konstan. Nilai statistik t hitung pengaruh Komite Audit (X_1) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3) sebesar 2,294 dengan signifikansi

0,022 atau di bawah 0,05. Ini berarti Komite Audit (X_1) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y_3).

5.4.3. Struktur Modal (X_2) terhadap Manajemen Laba (Y_1)

Koefisien pengaruh variabel Struktur Modal (X_2) terhadap Manajemen Laba (Y_1) sebesar -0,238 dengan nilai t sebesar -77,723 dengan standar Error (SE) senilai 0,003 pada taraf signifikansi 0,000. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa variabel Struktur Modal (X_2) berpengaruh negatif terhadap Manajemen Laba (Y_1). Ini berarti bahwa peningkatan Struktur Modal (X_2), akan diikuti dengan penurunan Manajemen Laba (Y_1) dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Manajemen Laba (Y_1) dianggap konstan. Nilai statistik t hitung pengaruh Struktur Modal (X_2) terhadap Manajemen Laba (Y_1) sebesar -77,723 dengan signifikansi 0,000 atau di bawah 0,05. Ini berarti Struktur Modal (X_2) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Manajemen Laba (Y_1).

5.4.4. Struktur Modal (X_2) terhadap Kebijakan Dividen (Y_2)

Koefisien pengaruh variabel Struktur Modal (X_2) terhadap Kebijakan Dividen (Y_2) sebesar -1,497 dengan nilai t sebesar -2,981 dengan standar Error (SE) senilai 0,502 pada taraf signifikansi 0,003. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa variabel Struktur Modal (X_2) berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen (Y_2). Ini berarti bahwa peningkatan Struktur Modal (X_2), akan diikuti dengan penurunan Kebijakan Dividen (Y_2) dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Kebijakan Dividen (Y_2) dianggap konstan. Nilai statistik t hitung pengaruh Struktur

Modal (X_2) terhadap Kebijakan Dividen (Y_2) sebesar -2,981 dengan signifikansi 0,003 atau di bawah 0,05. Ini berarti Struktur Modal (X_2) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen (Y_2).

5.4.5. Struktur Modal (X_2) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3)

Koefisien pengaruh variabel Struktur Modal (X_2) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3) sebesar 0,064 dengan nilai t sebesar 2,990 dengan standar Error (SE) senilai 0,021 pada taraf signifikansi 0,003. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa variabel Struktur Modal (X_2) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan (Y_3). Ini berarti bahwa peningkatan Struktur Modal (X_2), akan diikuti dengan peningkatan Nilai Perusahaan (Y_3) dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Nilai Perusahaan (Y_3) dianggap konstan. Nilai statistik t hitung pengaruh Struktur Modal (X_2) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3) sebesar 2,990 dengan signifikansi 0,003 atau di bawah 0,05. Ini berarti Struktur Modal (X_2) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y_3).

5.4.6. Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Manajemen Laba (Y_1)

Koefisien pengaruh variabel Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Manajemen Laba (Y_1) sebesar -0,250 dengan nilai t sebesar -8,648 dengan standar Error (SE) senilai 0,021 pada taraf signifikansi 0,000. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa variabel Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) berpengaruh negatif terhadap Manajemen Laba (Y_1). Ini berarti bahwa peningkatan Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3), akan diikuti dengan penurunan Manajemen Laba (Y_1) dengan asumsi faktor-faktor lain

yang mempengaruhi besar kecilnya Manajemen Laba (Y_1) dianggap konstan. Nilai statistik t hitung pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Manajemen Laba (Y_1) sebesar -8,649 dengan signifikansi 0.000 atau di bawah 0,05. Ini berarti Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Manajemen Laba (Y_1).

5.4.7. Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Kebijakan Dividen (Y_2)

Koefisien pengaruh variabel Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Kebijakan Dividen (Y_2) sebesar 3,005 dengan nilai t sebesar 0,617 dengan standar Error (SE) senilai 4,874 pada taraf signifikansi 0,537. Nilai statistik t hitung pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Kebijakan Dividen (Y_2) sebesar 3,005 dengan signifikansi 0,537 atau di atas 0,05. Ini berarti Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen (Y_2).

5.4.8. Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3)

Koefisien pengaruh variabel Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3) sebesar 0,048 dengan nilai t sebesar 1,079 dengan standar Error (SE) senilai 0,045 pada taraf signifikansi 0,281. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa variabel Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan (Y_3). Ini berarti bahwa peningkatan Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3), akan diikuti dengan peningkatan Nilai Perusahaan (Y_3) dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Nilai Perusahaan (Y_3) dianggap konstan. Nilai statistik t hitung pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap

Nilai Perusahaan (Y_3) sebesar 1,079 dengan signifikansi 0,281 atau di atas 0,05. Ini berarti Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y_3).

5.4.9. Manajemen Laba (Y_1) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3)

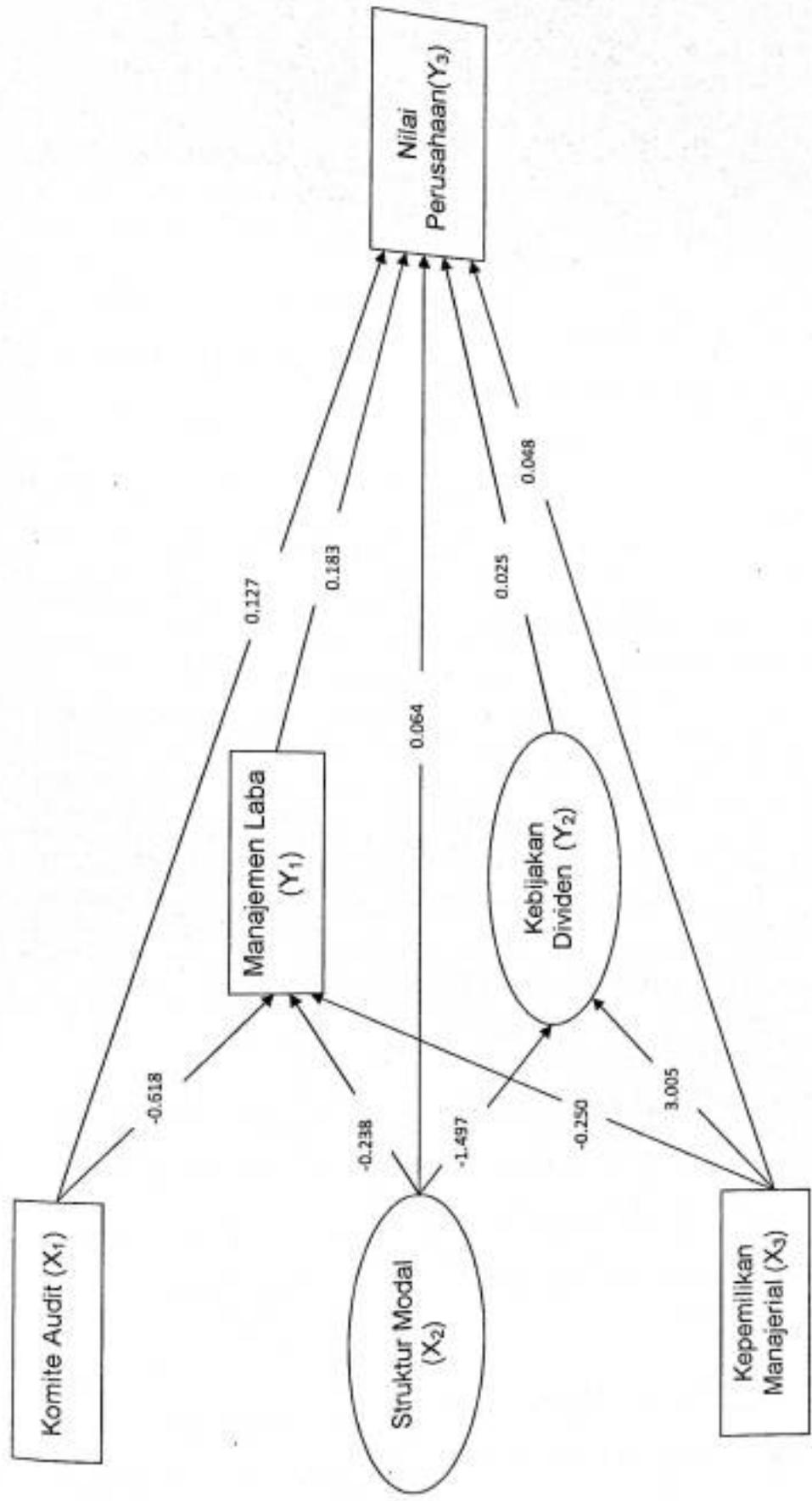
Koefisien pengaruh variabel Manajemen Laba (Y_1) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3) sebesar 0,183 dengan nilai t sebesar 2,082 dengan standar Error (SE) senilai 0,088 pada taraf signifikansi 0,037. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa variabel Manajemen Laba (Y_1) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan (Y_3). Ini berarti bahwa peningkatan Manajemen Laba (Y_1), akan diikuti dengan peningkatan Nilai Perusahaan (Y_3) dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Nilai Perusahaan (Y_3) dianggap konstan. Nilai statistik t hitung pengaruh Manajemen Laba (Y_1) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3) sebesar 2,082 dengan signifikansi 0,037 atau di bawah 0,05. Ini berarti Manajemen Laba (Y_1) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y_3).

5.4.10. Kebijakan Dividen (Y_2) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3)

Koefisien pengaruh variabel Kebijakan Dividen (Y_2) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3) sebesar 0,025 dengan nilai t sebesar 37,398 dengan standar Error (SE) senilai 0,001 pada taraf signifikansi 0,000. Koefisien tersebut menunjukkan bahwa variabel Kebijakan Dividen (Y_2) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan (Y_3). Ini berarti bahwa peningkatan Kebijakan Dividen (Y_2), akan diikuti dengan peningkatan Nilai Perusahaan (Y_3) dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya

Nilai Perusahaan (Y_3) dianggap konstan. Nilai statistik t hitung pengaruh Kebijakan Dividen (Y_2) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3) sebesar 37,398 dengan signifikansi 0,000 atau di bawah 0,05. Ini berarti Kebijakan Dividen (Y_2) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y_3).

Adapun besar pengaruh antar variabel dalam bentuk skema ditampilkan pada Gambar berikut:



Gambar 5.1 Hasil Estimasi dalam bentuk Skema

5.5 Pengaruh tidak langsung Komite Audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil skema sebagaimana disajikan dalam Gambar 2, diperoleh pengaruh tak langsung (*indirect effect*), variabel eksogen, yakni Komite Audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan sebagaimana dapat dilihat pada Tabel 5.11 di bawah:

Tabel 5.11 Pengaruh tidak langsung Komite Audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Keterangan	Nilai
Pengaruh tak langsung Komite Audit (X ₁) terhadap Nilai Perusahaan (Y ₃) melalui Manajemen laba (Y ₁)	-0.113
Pengaruh tak langsung struktur Modal (X ₂) terhadap Nilai Perusahaan (Y ₃) melalui Kebijakan Dividen (Y ₂)	-0.081
Pengaruh tak langsung Struktur Kepemilikan Manajerial (X ₃) terhadap Nilai Perusahaan (Y ₃) melalui Kebijakan Dividen (Y ₂)	0.029

Sumber : Lampiran output

Berdasarkan Tabel 5.11 di atas, dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Pengaruh tak langsung Komite Audit (X₁) terhadap Nilai Perusahaan (Y₃) melalui Manajemen Laba (Y₁) adalah sebesar -0,113. Ini mengindikasikan bahwa saat Komite Audit berkurang akan meningkatkan aktivitas manajemen laba sehingga akan menurunkan Nilai Perusahaan sebesar 0,113.
2. Pengaruh tak langsung Struktur Modal (X₂) terhadap Nilai Perusahaan (Y₃) melalui Kebijakan Dividen (Y₂) adalah sebesar -0.081. Ini mengindikasikan bahwa saat Struktur Modal hutang berkurang akan

menurunkan kebijakan dividen sehingga menurunkan Nilai Perusahaan sebesar 0.081.

3. Pengaruh tak langsung Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3) melalui Kebijakan Dividen (Y_2) adalah sebesar 0.029. Ini mengindikasikan bahwa Struktur Kepemilikan Manajerial bertambah akan meningkatkan kebijakan dividen sehingga dapat meningkatkan Nilai Perusahaan sebesar 0.029.

5.6 Pengaruh Total Komite Audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil skema sebagaimana disajikan dalam Gambar 2, diperoleh pengaruh total (*total effect*), variabel eksogen, yakni Komite Audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan sebagaimana dapat dilihat pada Tabel 5.12 di bawah :

Tabel 5.12 Pengaruh Total Komite Audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Keterangan	Nilai
total pengaruh Komite Audit (X_1) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3)	0.014
total pengaruh Struktur Modal (X_2) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3)	-0.017
total pengaruh Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3)	0.077

Sumber : Lampiran output

Berdasarkan Tabel 5.12 di atas, dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Pengaruh total Komite Audit (X_1) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3) adalah sebesar 0,014. Ini mengindikasikan bahwa pengaruh Komite Audit dapat meningkatkan Nilai Perusahaan melalui penggabungan pengaruh langsung maupun tidak langsung sebesar 0,030.
2. Pengaruh total Struktur Modal (X_2) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3) adalah sebesar -0,017. Ini mengindikasikan bahwa pengaruh total Struktur Modal akan menurunkan Nilai Perusahaan melalui penggabungan pengaruh langsung maupun tidak langsung sebesar 0,104.
3. Pengaruh total Struktur Kepemilikan Manajerial (X_3) terhadap Nilai Perusahaan (Y_3) adalah sebesar 0,077. Ini mengindikasikan bahwa pengaruh total Struktur Kepemilikan Manajerial dapat meningkatkan Nilai Perusahaan melalui penggabungan pengaruh langsung maupun tidak langsung sebesar 0,077.

BAB VI

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

6.1 Pengaruh Komite Audit, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba

6.1.1 Pengaruh variabel Komite Audit terhadap Manajemen Laba

Pengaruh variabel Komite Audit terhadap Manajemen Laba adalah negatif dan signifikan. Hasil ini memberikan interpretasi bahwa peningkatan proporsi komite audit akan diikuti dengan penurunan aktivitas Manajemen Laba dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Komite Audit dianggap konstan. Ini disebabkan karena semua perusahaan yang masuk dalam sampel penelitian secara rata-rata memiliki proporsi komite audit lebih dari 30%. Pemerintah telah menekankan pentingnya peranan pengawasan yang dilakukan oleh komisaris independen dalam mewujudkan *good corporate governance*. Surat Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) Nomor: Kep 315/BEJ/06-2000 perihal Peraturan No I-A, tentang Pencatatan Saham dan Efek bersifat Ekuitas selain Saham yang diterbitkan oleh Perusahaan Tercatat pada Bagian Ketentuan tentang Komisaris Independen menyatakan bahwa dalam rangka penyelenggaraan pengelolaan perusahaan yang baik (*good corporate governance*), perusahaan yang tercatat di BEJ wajib memiliki komisaris independen yang jumlah proporsionalnya sebanding dengan jumlah saham yang dimiliki oleh bukan pemegang saham pengendali dengan ketentuan jumlah komisaris

independen sekurang-kurangnya 30% dari jumlah seluruh anggota komisaris. Surat keputusan ini berlaku efektif 30 Juni 2000.

Manajemen laba (*earnings management*) merupakan masalah agensi yang sering terjadi di lingkungan bisnis. Perilaku manajemen laba yang dilakukan oleh manajemen berawal dari konflik keagenan yaitu konflik kepentingan antara pemilik sebagai principal dan manajer sebagai agen. Principal berkepentingan memperoleh profitabilitas yang selalu meningkat sehingga dapat tercapai tingkat pengembalian saham yang maksimal. Sedangkan agen berkepentingan memperoleh kompensasi kontrak yang maksimal agar tercapai kemakmurannya. Adanya ketidakselarasan tujuan dan kepentingan antara agen dan prinsipal tersebut sehingga menimbulkan *agency cost* dan *asymetric information*. *Asymetric information* merupakan ketidakseimbangan antara informasi yang dimiliki oleh agen dan prinsipal dalam pengelolaan perusahaan. Scott (2003), mengemukakan bahwa terdapat dua tipe asimetri informasi yaitu: *adverse selection* dan *moral hazard*. *Adverse selection*, merupakan kondisi dimana manajemen memiliki informasi lebih banyak dari pemilik (*principal*) tentang prospek perusahaan, sedangkan *Moral hazard*, merupakan kondisi dimana pemilik (*principal*) tidak mengetahui aktivitas yang dilakukan manajemen. Adanya *asymetric information* tersebut memberi peluang bagi manajemen untuk melakukan tindakan manajemen laba (*earnings management*) (Richardson, 1998).

Terjadinya manajemen laba merupakan salah satu dampak dari pengawasan atau monitoring yang lemah sehingga memberi kesempatan

kepada agen atau manajer untuk berperilaku menyimpang dengan melakukan manajemen laba. Praktik manajemen laba dapat diminimalkan salah satunya dengan mekanisme pengawasan yang baik. Dewan komisaris secara luas dipercaya memainkan peranan penting khususnya dalam memonitor manajemen tingkat atas. Dewan komisaris bertugas untuk menjamin terlaksananya strategi perusahaan, mengawasi manajemen dalam mengelola perusahaan serta mewajibkan terlaksananya akuntabilitas (FCGI, 2003). Secara khusus, komisaris independen yang merupakan bagian dari dewan komisaris sangat berperan dalam meminimumkan manajemen laba yang dilakukan oleh pihak manajemen. Komisaris independen diharapkan mampu mendorong dan menciptakan iklim yang lebih objektif, serta dapat menempatkan kesetaraan (*fairness*) sebagai prinsip utama dalam memperhatikan kepentingan pemegang saham minoritas dan stakeholders lainnya.

Komisaris independen memikul tanggung jawab untuk mendorong secara proaktif agar dewan komisaris dalam melaksanakan tugasnya sebagai pengawas dan penasihat direksi dapat memastikan perusahaan memiliki strategi bisnis yang efektif, memastikan perusahaan memiliki eksekutif dan manajer yang profesional, memastikan perusahaan memiliki informasi, sistem pengendalian, dan sistem audit yang bekerja dengan baik, memastikan perusahaan mematuhi hukum dan perundangan yang berlaku maupun nilai-nilai yang ditetapkan perusahaan dalam menjalankan operasinya, memastikan resiko dan potensi krisis sehingga selalu

diidentifikasi dan dikelola dengan baik serta memastikan prinsip-prinsip dan praktek *good corporate governance* dipatuhi dan diterapkan dengan baik (FCGI, 2003).

Hasil yang diperoleh dari penelitian mengenai mekanisme *good corporate governance* yang mempengaruhi manajemen laba sangat beragam. Siregar dan Utama (2005) menemukan bahwa proporsi dewan komisaris independen tidak berpengaruh terhadap manajemen laba. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa dewan komisaris yang ahli dalam bidang keuangan belum bisa mempengaruhi penurunan terjadinya manajemen laba. Hal ini disebabkan oleh adanya kenyataan bahwa pembentukan dewan komisaris yang mempunyai keahlian keuangan hanya didasarkan pada regulasi yang berlaku, serta fungsi dewan komisaris adalah sebagai pengawas dan penasihat dan tidak bertindak sebagai pengambil keputusan operasional karena tugas pengambilan keputusan operasional menjadi tanggung jawab dewan direksi. Hasil penelitian ini sejalan dengan Boediono (2005) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan komposisi dewan komisaris memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap manajemen laba.

Pada Penelitian lain Chtourou et al (2001) dan Klein (2002) menemukan bahwa proporsi direktur independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap manajemen laba. Peneliti lain Zheng dan Liu (2008) menunjukkan bahwa keberadaan komite audit dan independensi komite audit adalah berpengaruh negatif terhadap manajemen laba. Menurut Baridwan

(2004) komite audit dapat menjembatani masalah keagenan. Beberapa penelitian empiris menjelaskan bahwa keberadaan komite audit dapat menurunkan tindakan manajemen laba (Millsten, 1999; Fleming, 2002; Klien, 2002; Sanjaya, 2004; Wendari, 2004). Carcello *et al.* (2006) menyelidiki hubungan antara keahlian komite audit di bidang keuangan dan manajemen laba.

Implikasi hasil penelitian bagi investor dalam mengambil keputusan investasi di BEI adalah bahwa dengan melihat peningkatan proporsi komite audit para emiten dapat memberikan sinyal bahwa aktifitas manajer emiter tersebut dalam hal manajemen laba akan berkurang, sehingga kekhawatiran akan kualitas laba rendah sebagai akibat adanya kegiatan manajemen laba dapat ditekan.

Implikasi hasil penelitian bagi para manajer perusahaan bahwa dengan bertambahnya komite audit dalam perusahaan akan membantu manajer menjamin terlaksananya GCG yang lebih baik.

Implikasi hasil penelitian bagi para peneliti menegaskan bahwa hasil penelitian ini mendukung penelitian Chtourou *et al* (2001) dan Klein (2002), Zheng dan Liu (2008), Baridwan (2004), Millsten,(1999), Fleming, (2002); Klien, (2002); Sanjaya, (2004); Wendari, (2004). Carcello *et al.* (2006) yang menunjukkan bahwa keahlian komite audit independen di bidang keuangan terbukti efektif mengurangi manajemen laba.

6.1.2 Pengaruh variabel Struktur Modal terhadap Manajemen Laba

Pengaruh variabel struktur modal terhadap manajemen laba adalah negatif dan signifikan. Hasil ini memberikan interpretasi bahwa peningkatan struktur modal akan diikuti dengan penurunan aktivitas manajemen laba oleh manajer dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya struktur modal dianggap konstan.

Struktur modal adalah hasil atau akibat dari penggunaan leverage keuangan menggambarkan target komposisi hutang dan ekuitas dalam jangka panjang pada suatu perusahaan. Berkaitan dengan target struktur modal ini ada dua hal yang perlu diperhatikan. Pertama, perubahan komposisi struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan melalui peningkatan atau penurunan nilai pasar sekuritas perusahaan. Weston dan Brigham (1990) menyatakan bahwa secara konseptual, perusahaan mempunyai sejumlah resiko yang melekat pada operasinya yaitu resiko bisnis. Dengan menggunakan hutang dan saham preferen (*financial leverage*), dimana return atas hutang atau saham preferen sifatnya tetap maka operasi akan meningkat yang akibatnya resiko bisnis juga akan meningkat.

Komponen struktur modal yaitu *Debt to equity Ratio* (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Dengan menggunakan lebih banyak hutang dibandingkan modal sendiri maka beban tetap yang ditanggung perusahaan tinggi dan pada akhirnya akan menurunkan pendapatan

perusahaan.

Semakin besar hutang perusahaan maka semakin besar pula risiko yang dihadapi investor sehingga investor akan meminta tingkat keuntungan yang semakin tinggi. Penggunaan hutang akan menentukan tingkat *debt to equity* perusahaan. Akibat kondisi tersebut perusahaan akan cenderung melakukan praktik manajemen laba. Alasan lain perusahaan melakukan manajemen laba untuk menghindari pelanggaran perjanjian hutang, hal ini dapat dilihat melalui kemampuan perusahaan tersebut untuk melunasi hutangnya dengan menggunakan aktiva yang dimiliki. Perusahaan yang memiliki tingkat *debt to equity* tinggi diduga melakukan praktik perataan laba karena perusahaan terancam default sehingga manajemen membuat kebijakan yang dapat meningkatkan pendapatan.

Dari sudut pandang teori akuntansi, manajemen laba sangat ditentukan oleh motivasi manajer perusahaan. Motivasi yang berbeda akan menghasilkan besaran manajemen laba yang berbeda, seperti antara manajer yang juga sekaligus sebagai pemegang saham dan manajer yang tidak sebagai pemegang saham. Dua hal tersebut akan mempengaruhi manajemen laba, sebab kepemilikan seorang manajer akan ikut menentukan kebijakan dan pengambilan keputusan terhadap metode akuntansi yang diterapkan pada perusahaan yang mereka kelola.

Dhaliwal (1980) yang menguji pengaruh struktur modal terhadap pilihan metode akuntansi membuat hipotesis dalam penelitiannya bahwa perusahaan dengan *leverage* tinggi akan menawarkan standar akuntansi

yang menurunkan atau menaikkan laba yang dilaporkan. *Leverage* (ungkitan) merupakan rasio antara total kewajiban dengan total asset. Semakin besar rasio *leverage*, berarti semakin tinggi nilai utang perusahaan.

Implikasi hasil penelitian bagi investor dalam mengambil keputusan investasi di BEI adalah bahwa dengan peningkatan proporsi utang sebagai komponen struktur modal para emiten dapat memberikan sinyal bahwa aktifitas manajer emiter tersebut dalam hal manajemen laba akan berkurang, sehingga kekhawatiran akan kualitas laba rendah sebagai akibat adanya kegiatan manajemen laba dapat ditekan.

Implikasi hasil penelitian bagi para manajer perusahaan bahwa dengan terjadinya peningkatan struktur utang dalam struktur modal akan meningkatkan biaya utang mengakibatkan laba berkurang sehingga aktifitas manajer laba dengan menurunkan laba akan berkurang

Implikasi hasil penelitian bagi para peneliti menegaskan bahwa hasil penelitian ini sejalan dengan yang dikemukakan oleh Watts dan Zimmerman dalam hipotesis *debt covenant* bahwa motivasi *debt covenant* disebabkan oleh munculnya perjanjian kontrak antara manajer dengan perusahaan yang berbasis kompensasi manajerial (Watts dan Zimmerman, 1986). Dengan demikian, perusahaan yang mempunyai rasio *leverage* yang tinggi, berarti proporsi hutangnya lebih tinggi dibandingkan dengan proporsi aktivasinya akan cenderung melakukan manipulasi dalam bentuk manajemen laba. Hal ini bertujuan untuk menghindari pelanggaran perjanjian utang (Defond dan Jiambalvo, 1994).

6.1.3 Pengaruh variabel Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba

Pengaruh variabel Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba adalah negatif dan signifikan. Hasil ini memberikan arti bahwa peningkatan Struktur Kepemilikan Manajerial akan diikuti dengan penurunan aktivitas Manajemen Laba dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Struktur Kepemilikan Manajerial dianggap konstan.

Dari sudut pandang teori akuntansi, manajemen laba sangat ditentukan oleh motivasi manajer perusahaan. Motivasi yang berbeda akan menghasilkan besaran manajemen laba yang berbeda, seperti antara manajer yang juga sekaligus sebagai pemegang saham dan manajer yang tidak sebagai pemegang saham. Hal ini sesuai dengan sistem pengelolaan perusahaan dalam dua kriteria: (1) Perusahaan dipimpin oleh manajer dan pemilik (*owner-manager*) dan (2) Perusahaan yang dipimpin oleh manajer dan bukan pemilik (*non owners manager*). Dua kriteria ini akan mempengaruhi manajemen laba, sebab kepemilikan seorang manajer akan ikut menentukan kebijakan dan pengambilan keputusan terhadap metode akuntansi yang diterapkan pada perusahaan yang mereka kelola (Boediono, 2005).

Chtourou et al. (2001) dan Madiastuty dan Machfoedz (2003) yang meneliti tentang hubungan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan ukuran dewan direksi yang menyatakan bahwa kepemilikan

manajerial dan kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan manajemen laba, sedangkan ukuran dewan direksi berhubungan positif dengan manajemen laba. Hasil penelitian ini berkontradiksi dengan Boediono (2005) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan komposisi dewan komisaris memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap manajemen laba.

Secara umum dapat dikatakan bahwa persentase tertentu kepemilikan saham oleh pihak manajemen cenderung mempengaruhi tindakan manajemen laba (Gideon, 2005). Warfield et al, (1995) menemukan adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dan *discretionary accruals* sebagai ukuran dari manajemen laba dan berhubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan kandungan informasi dalam laba.

Implikasi hasil penelitian bagi investor bahwa dengan melihat peningkatan proporsi struktur kepemilikan manajerial pada perusahaan memberikan sinyal bahwa aktifitas manajer dalam melakukan manajemen laba akan berkurang.

Implikasi hasil penelitian bagi para manajer perusahaan bahwa dengan bertambahnya struktur kepemilikan manajerial maka secara langsung manajer akan bekerja dengan sebaik-baiknya dikarenakan kepemilikan perusahaan juga ada di tangan manajer sehingga untuk melakukan manajemen laba akan berkurang

Implikasi hasil penelitian bagi para peneliti menegaskan bahwa hasil penelitian ini mendukung penelitian Jensen dan Meckling (1976), Dhaliwal et

al. (1982), Morck et al. (1988), Pratana dan Mas'ud (2003), Midiastuty dan mahfoedz (2003), Ujiyantho dan Pramuka (2007).

Atas hasil ini sehingga hipotesis 1 yang menyatakan *terdapat pengaruh negatif dan signifikan komite audit, Struktur modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba, diterima*

6.2 Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

6.2.1 Pengaruh variabel Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian menunjukkan Struktur Modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Perlunya kebijakan dividen adalah untuk menentukan nilai perusahaan dan prospek perusahaan di masa mendatang, namun kebijakan dividen sering menimbulkan konflik di antara pihak-pihak yang berkaitan di dalam perusahaan yaitu pemegang saham sebagai pemilik perusahaan, manajemen perusahaan, dan kreditur.

Konflik timbul pada saat penggunaan leverage (hutang) dalam struktur modal sebuah perusahaan. Pemegang saham menghendaki penggunaan leverage yang tinggi pada struktur modal di dalam perusahaan, tetapi manajemen perusahaan dan kreditur menghendaki penggunaan tingkat leverage yang rendah dalam struktur modal perusahaan. Tujuan penggunaan leverage yang rendah oleh manajemen perusahaan adalah untuk menjaga tingkat kesejahteraannya di dalam perusahaan. Kreditur juga menghendaki penggunaan leverage yang rendah pada struktur modal perusahaan dengan motif untuk menghindari terjadinya transfer resiko dari

pemegang saham kepada kreditur dan transfer kesejahteraan dari kreditur kepada pemegang saham.

Penggunaan leverage yang tinggi mengindikasikan bahwa laba yang ada di dalam perusahaan digunakan sebagai laba yang dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham, sedangkan penggunaan leverage yang rendah mengindikasikan bahwa laba yang ada di perusahaan digunakan sebagai laba yang ditahan sehingga kebutuhan dana di dalam perusahaan tercukupi. Tujuan dari adanya perbedaan kepentingan dalam tingkat leverage yang digunakan pada struktur modal antara manajemen perusahaan, pemegang saham, dan kreditur adalah untuk menjaga kesejahteraan dan kemakmuran masing-masing.

Perusahaan memilih menggunakan hutang (leverage) dibandingkan dengan penerbitan saham baru dalam komposisi struktur modal perusahaan karena biaya modal leverage lebih sedikit (pecking order theory). Struktur modal merupakan komposisi modal yang digunakan di dalam perusahaan. Struktur modal terdiri dari pendanaan internal (leverage) dan pendanaan internal.

Hasil ini sesuai dengan konsep dari Modigliani dan Miller (1963), menyatakan kebijakan deviden secara langsung berhubungan dengan teori struktur modal. Jika suatu perusahaan membayar deviden, memang terus mengalami penurunan tingkat pembiayaan modal equity dari dana internal, dan sebagai konsekuensi mungkin memerlukan sumber pembiayaan eksternal.

Menurut *pro-dividend school*, pelaku pasar lebih memilih untuk menerima penerimaan dari modal yang diinvestasikan dalam saham dalam bentuk dividen. Dalam pendapat mereka, dividen yang jauh lebih pendapatan tertentu dari modal keuntungan dari penjualan sekuritas (Sierpinska 1999), yang *anti-dividend school* di sisi lain mengasumsikan bahwa membayar dividen menyebabkan penurunan harga saham.

Kebijakan dividen telah dianggap sebagai kebijakan yang lebih penting dari kebijakan perusahaan pada umumnya. Kebijakan dividen merupakan sebuah kontrol terhadap perusahaan untuk mengurangi berbagai kepentingan yang saling bertentangan, pemegang saham dan manajer pemegang saham karena tertarik pada semakin dividen, manajer tetapi lebih memilih untuk mempertahankan laba. Jensen (1986) berpendapat bahwa manajer lebih memilih untuk mempertahankan laba bersih bukan memberikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Manajer ingin menggunakan sumber daya pertumbuhan perusahaan serta untuk manfaat pribadi.

Keown, et. al (2010), menyatakan bahwa Kebijakan dividen dipengaruhi oleh (1) peluang investasi, (2) campuran struktur modal, dan (3) tersedianya dana internal. Jensen et al (1992) menyatakan bahwa pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal untuk mengawasi perilaku manajer. Perusahaan yang memiliki *dividend payout* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri, sehingga mengurangi biaya keagenan hutang. Pembayaran dividen

dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer berbuat lebih hati-hati.

Implikasi hasil penelitian bagi investor bahwa leverage yang tinggi akan menyebabkan perusahaan tersebut akan mengurangi atau tidak menaikkan pembayaran dividennya.

Implikasi hasil penelitian bagi para manajer perusahaan bahwa investor yang lebih menyukai dividen memiliki pandangan bahwa dividen memiliki resiko yang lebih sedikit dan tingkat pengembalian yang lebih pasti dibandingkan dengan capital gains. Sehingga sebaiknya menggunakan dana eksternal dibanding menggunakan laba ditahan saat akan menggunakan dana untuk ekspansi.

Implikasi hasil penelitian bagi para peneliti menegaskan bahwa Pengaruh leverage terhadap dividen dapat juga dijelaskan dengan pemikiran dari debt covenant hypothesis (Kalay, 1982), yang mengungkapkan perusahaan yang menggunakan leverage yang tinggi akan menyebabkan perusahaan tersebut akan mengurangi atau tidak menaikkan pembayaran dividennya (Suhadak dan Darmawan, 2011:170). Berdasarkan pemikiran tersebut, leverage memiliki keterkaitan negatif terhadap kebijakan dividen. Leverage memiliki hubungan berbanding terbalik dengan kebijakan dividen. Apabila leverage naik, maka dividen turun dan apabila leverage turun maka dividen naik.

6.2.2 Pengaruh variabel Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian menunjukkan variabel Struktur Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Bradford (2007), bahwa kepemilikan saham minoritas tidak memiliki kekuatan atau kontrol kepada pemegang saham untuk menentukan kebijakan dividen (yang menentukan adalah RPUS) yang didominasi oleh saham mayoritas.

Selain itu, hasil ini disebabkan karena selama periode 2005 – 2012 lebih dari 50 % perusahaan sampel tidak membagikan dividen secara berturut-turut. Sehingga naik turunnya struktur kepemilikan manajerial tidak terlalu berdampak pada kebijakan dividen.

Akan tetapi, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Eckbo dan Verma, (1994) yang secara empiris menunjukkan bahwa dividen menurun dengan meningkatkan kekuatan kepemilikan manajerial dan juga berpendapat bahwa dalam manajer perusahaan yang dikendalikan di mana mereka memiliki kekuasaan mutlak. Chen et al (2005) juga menunjukkan sebuah hubungan negatif antara manajemen dan dividen kepemilikan kebijakan dan lebih jauh lagi berpendapat bahwa kepemilikan manajemen adalah negatif terkait dengan kinerja perusahaan di Hongkong.

Secara umum manager mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan mensterilkan dengan pemegang saham. Melalui kebijakan ini manager diharapkan menghasilkan kinerja yang baik

serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah. Dengan penetapan dividen rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang.

Berdasarkan hasil ini sehingga *Hipotesis 2 yaitu terdapat pengaruh negatif dan signifikan Struktur modal terhadap kebijakan dividen diterima, sedangkan pengaruh negatif dan signifikan struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen ditolak*

6.3 Pengaruh Komite Audit, Struktur Modal Dan Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

6.3.1 Pengaruh variabel Komite Audit terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh variabel Komite Audit terhadap Nilai Perusahaan adalah positif dan signifikan. ini berarti bahwa peningkatan Komite Audit akan diikuti dengan peningkatan Nilai Perusahaan dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Komite Audit dianggap konstan.

Komite audit juga berperan dalam mengawasi proses pelaporan keuangan perusahaan yang bertujuan mewujudkan laporan keuangan yang disusun melalui proses pemeriksaan dengan integritas dan obyektivitas dari auditor. Komite audit akan berperan efektif untuk meningkatkan kredibilitas laporan keuangan dan membantu dewan komisaris memperoleh kepercayaan dari pemegang saham untuk memenuhi kewajiban penyampaian informasi.

Implikasi hasil penelitian bagi investor bahwa dengan melihat peningkatan proporsi komite audit akan mengandung arti bahwa control terhadap manajer perusahaan semakin meningkat dan memberikan respon positif terhadap investor di BEI.

Implikasi hasil penelitian bagi para manajer perusahaan bahwa dengan bertambahnya komite audit maka secara langsung investor merespon baik dengan harapan akan terjadi peningkatan kualitas GCG perusahaan dan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Implikasi hasil penelitian bagi para peneliti menegaskan bahwa hasil penelitian ini mendukung McMullen (1996) dalam Siallagan dan Machfoedz (2006) menyatakan bahwa investor, analis dan regulator menganggap komite audit memberikan kontribusi dalam kualitas pelaporan keuangan. Hal ini membuktikan keberadaan komite audit secara positif dan signifikan mempengaruhi nilai perusahaan. Komite audit ini merupakan usaha perbaikan terhadap cara pengelolaan perusahaan terutama cara pengawasan terhadap manajemen perusahaan, karena akan menjadi penghubung antara manajemen perusahaan dengan dewan komisaris maupun pihak eksterne lainnya.

6.3.2 Pengaruh variabel Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh variabel Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan adalah positif dan signifikan. ini berarti bahwa peningkatan Struktur Modal akan diikuti dengan peningkatan Nilai Perusahaan dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Struktur Modal dianggap konstan.

Brigham dan Houston (2009) mengartikan bahwa struktur keuangan (*financial leverage*) merupakan cara aktiva-aktiva perusahaan dibelanjai/dibiayai. Hal ini seluruhnya merupakan bagian kanan neraca, sedangkan struktur modal (*capital structure*) merupakan pembiayaan pembelanjaan permanen perusahaan, yang terutama berupa hutang jangka panjang, saham preferen/prioritas dan modal saham biasa, tetapi tidak semua masuk kredit jangka pendek. Jadi struktur modal dalam suatu perusahaan hanya sebagian dari struktur keuangannya

Teori *trade-off* menjelaskan bahwa (dengan asumsi titik target struktur modal belum optimum) peningkatan rasio hutang pada struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar tarif pajak dikali dengan jumlah hutang.

Hasil temuan Modigliani and Miller pada tahun 1963 bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasnawati (2005) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Driffield, et al (2007) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa adanya pengaruh yang signifikan untuk struktur kepemilikan terhadap *leverage* (DAR) dan nilai perusahaan (*Tobin'Q*) di Indonesia, Korea, Malaysia. Dan tidak signifikan di Thailand.

Chen (2002) faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, diantaranya adalah *capital structure*, *profitability*, *tax rate*, *capital expenditure*, dan *firm size*. Riyanto (2001) menyebutkan ada tingkat bunga

stabilitas dari earnings, susunan dari aktiva, kadar risiko dari aktiva, besarnya jumlah modal yang dibutuhkan, keadaan pasar modal, sifat manajemen, dan besarnya suatu perusahaan dalam menentukan nilai perusahaan.

Perbedaan hasil ditemukan oleh Artini dan Anik (2011) dimana struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Savitri, dkk. (2012) juga menyimpulkan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Implikasi hasil penelitian bagi investor bahwa dengan melihat peningkatan struktur modal terutama modal hutang meningkat memberikan sinyal bahwa perusahaan tidak menggunakan dana internal atau laba ditahan untuk kebutuhan investasi sehingga direspon baik oleh investor dan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Implikasi hasil penelitian bagi para manajer perusahaan bahwa dengan prinsip manajemen perusahaan baik dalam memperoleh maupun menggunakan dana harus didasarkan pada efisiensi dan efektifitas. Efisiensi penggunaan dana berarti bahwa berapapun dana yang ditanamkan dalam aktiva harus dapat digunakan seefisien mungkin untuk menghasilkan tingkat keuntungan investasi yang maksimal. Oleh karena itu, pengalokasian dana harus didasarkan pada perencanaan yang tepat sehingga dana yang menganggur menjadi kecil. Efisiensi penggunaan dana secara langsung dan tidak langsung akan menentukan besar kecilnya keuntungan yang dihasilkan dari investasi. Manajer keuangan harus bijaksana dalam menjalankan fungsi

penggunaan dana yang selalu dituntut untuk mencari alternatif investasi kemudian dianalisis dan hasil analisis tersebut harus dapat diambil keputusan alternatif mana yang akan dipilih. Dengan kata lain, manajer harus mengambil keputusan investasi dengan tepat.

Implikasi hasil penelitian bagi para peneliti menegaskan bahwa hasil penelitian ini sejalan dengan *Teori trade off* menyebutkan bahwa apabila terjadi penambahan hutang, akan menyebabkan meningkatnya nilai perusahaan (Nemati and Jorjah, 2012). Sehingga hal yang dapat dilakukan oleh manajer keuangan adalah hati – hati dalam menetapkan struktur modal perusahaan dengan tujuan akan dapat mengoptimalkan nilai perusahaan. Hasil penelitian memiliki hasil yang sama dengan Afzal dan Abdul (2012), Altan and Ferhat (2011), Ansori dan Denica (2012), Fosberg (2010), Mardiyanti, dkk. (2012), Ogbulu and Emeni (2012), Prasetyo, dkk. (2013), dan Rizqia et al (2013)

6.3.3 Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian menunjukkan Struktur Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan, hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) menemukan bukti bahwa Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan. Ini mungkin disebabkan karena manajemen perusahaan tidak mempunyai kendali terhadap perusahaan. Terlebih rata-rata kepemilikan saham manajemen hanya sebesar 3,8%. Manajemen lebih banyak dikendalikan pemilik mayoritas sehingga manajemen hanya sebagai perpanjangan tangan

pemilik mayoritas dalam usahanya meningkatkan Nilai Perusahaan. (Adnantara, 2013). Hasil ini disebabkan karena peningkatan struktur kepemilikan manajerial tidak mampu menaikkan nilai perusahaan yang diproksi dengan tobinsQ.

Berbeda dengan Jensen dan Meckling, (1976). Semakin bertambahnya saham yang dimiliki manajer melalui kepemilikan manajerial akan memotivasi kinerja manajemen karena mereka merasa memiliki andil dalam perusahaan baik itu dalam pengambilan keputusan dan bertanggungjawab terhadap keputusan yang diambil karena ikut sebagai pemegang saham perusahaan sehingga kinerja manajemen semakin baik dan berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial (*insider ownership*) diukur sesuai proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial (Iturriaga, et al. 2001).

Berdasarkan hasil ini sehingga ***hipotesis 3 yang menyatakan Terdapat pengaruh komite audit dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan diterima, sedangkan pengaruh positif dan signifikan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan ditolak.***

6.4 Pengaruh Manajemen Laba dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

6.4.1 Pengaruh Manajemen Laba terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian menunjukkan Manajemen Laba berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Penawaran publik perdana atau initial public offering (IPO) memberikan suatu kesempatan yang baik untuk praktik manajemen laba. Pada saat penawaran publik perdana biasanya terdapat ketidakseimbangan informasi yang tinggi antara investor dengan emiten. Kurangnya informasi mengenai perusahaan memaksa investor untuk mengandalkan informasi yang ada dalam prospektus yang biasanya hanya terdiri dari laporan keuangan untuk dua

sampai tiga tahun menjelang penawaran publik perdana, dan investor akan kesulitan untuk memahami secara penuh praktik manajemen laba yang mungkin dilakukan oleh manajer.

Schipper (1989) mengemukakan bahwa dalam kondisi yang demikian maka suatu dorongan dan kesempatan akan muncul dan tersediabagi manajer untuk melakukan manipulasi atau manajemen atas laba yang akan dilaporkan. Harga saham yang tinggi saat penawaran publik perdana dapat dicapai dengan membentuk persepsi investor akan nilai perusahaan yang lebih baik sebagaimana terungkap dalam laporan keuangan yang diumumkan perusahaan kepada publik.

Banyak penelitian telah menyediakan bukti adanya praktik manajemen laba sekitar penawaran publik perdana (Aharony et al 1993; Friedland 1994;

DuCharme 1994; Teoh et al. 1998). Namun belum jelas apakah manajemen laba yang dilakukan sesungguhnya merupakan manipulasi pendapatan dan biaya dalam rangka meningkatkan laba yang dilaporkan atau mencerminkan keputusan pendanaan, investasi, dan operasi yang sesungguhnya dari perusahaan. Peningkatan dalam laba melalui manajemen laba dapat meningkatkan nilai perusahaan saat penawaran publik perdana.

Hubungan positif antara bagian laba yang dikelola dan nilai perusahaan kemungkinan karena alasan manajemen laba oportunistik, yaitu manajemen berusaha mempengaruhi persepsi investor dengan melaporkan laba yang tinggi menjelang penawaran publik perdana

Hasil ini bertolak belakang dengan Scott (2003) menyatakan bahwa manajemen laba jika dilihat secara prinsip memang tidak menyalahi prinsip akuntansi yang berterima umum, namun manajemen laba dinilai dapat menurunkan kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan. Dengan semakin menurunnya kepercayaan masyarakat, maka hal ini dapat menurunkan nilai perusahaan karena banyak investor yang akan menarik kembali investasi yang telah mereka tanamkan. Praktek manajemen laba dinilai merugikan karena dapat menurunkan nilai laporan keuangan dan memberikan informasi yang tidak relevan bagi investor.

Ada kepercayaan umum di antara manajer bahwa pengguna eksternal atas laporan keuangan tidak secara penuh menyesuaikan pengaruh perbedaan kebijakan akuntansi antar perusahaan. Banyak manajer perusahaan tetap percaya bahwa pasar modal mengkapitalisasi laba dan

perusahaan tidak mempunyai kekuasaan mempengaruhi pasar kecuali melalui laba yang akan dilaporkan oleh perusahaan. Oleh karena itu mungkin para manajer akan berupaya meningkatkan nilai saham perusahaan melalui teknik akuntansi yang dapat meningkatkan laba yang dilaporkan. Sebagai konsekuensinya, investor mungkin secara temporal dapat tertipu berkaitan dengan nilai fundamental perusahaan. Atau sebaliknya, strategi pengungkapan laba merupakan sarana penting bagi manajer untuk menyampaikan informasi yang dimilikinya mengenai perusahaan kepada pihak eksternal. Dengan demikian manajemen laba merupakan signal yang valid bagi informasi privat yang relevan untuk penilaian perusahaan.

Beberapa penelitian yang menguji hubungan antara manajemen laba dan kandungan informasi laba, menemukan hasil yang beragam. Pusat perdebatan adalah apakah manajemen laba meningkatkan atau menurunkan kandungan informasi laba. Collin dan DeAngelo (1990) menyelidiki reaksi pasar pada pengumuman laba sekitar kampanye pergantian jabatan untuk kursi dewan komisaris. Hasil penelitiannya menunjukkan bukti adanya manajemen laba dan pengumuman laba menjadi lebih mengandung informasi selama proses pemilihan tersebut Warfield et al. (1995) menemukan bukti bahwa manajemen laba menyebabkan laporan laba kurang mengandung informasi. Warfield et al. menunjukkan bahwa laporan keuangan dari perusahaan dengan proporsi kepemilikan manajer yang lebih tinggi mempunyai hubungan yang lebih besar dengan return saham. Christensen et al. (1999) juga menunjukkan bahwa semakin besar motivasi

manajer untuk manajemen laba semakin berkurang kandungan informasi pengumuman laba kepada investor.

Simpulan yang agak berbeda dikemukakan oleh Hunt et al. (1995) yang menguji isu yang sama dengan Warfield et al. (1995). Hunt et al. berpendapat bahwa kebijakan manajemen dapat menyebabkan laba lebih mempunyai kandungan informasi kepada investor karena manajer dapat menggunakan kebijakan akuntansi mereka untuk memberi signal informasi yang unggul berkaitan dengan prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Dechow (1994) menguji pengaruh akrual pada kemampuan laba dan arus kas untuk mengukur kinerja perusahaan. Dechow berpendapat apabila akrual secara absolut nilainya besar maka arus kas bisa jadi merupakan ukuran yang relatif buruk untuk kinerja perusahaan.

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ketika besaran akrual meningkat, perusahaan mempunyai tambahan yang besar dalam kegiatan operasi, investasi, dan pendanaan, maka arus kas semakin menghadapi masalah timing dan matching. Dengan semakin tingginya akrual, hubungan arus kas dengan return saham semakin menurun. Dengan demikian akrual akuntansi lebih dihargai oleh investor sebagai ringkasan ukuran yang lebih mencerminkan kinerja perusahaan daripada sebagai tindakan oportunistik manajemen.

Subramanyam (1996) menguji hubungan penghargaan oleh investor yang diukur dengan return saham dengan discretionary accruals.

Subramanyam membedakan laba dalam tiga komponen, yaitu operating cash flow, nondiscretionary accruals, dan discretionary accruals. Discretionary accrual (akrual kelolaan) merupakan komponen laba yang memungkinkan manajer untuk mencerminkan informasi privat mereka dan selanjutnya dapat meningkatkan kemampuan laba untuk mencerminkan nilai ekonomi perusahaan. Pada waktu yang sama, akrual kelolaan karena sifatnya juga memungkinkan manajer untuk bertindak oportunistik dalam pelaporan laba hanya untuk memaksimalkan kepentingan dirinya sendiri. Bukti penelitian mendukung dua skenario: 1) diskresi manajemen meningkatkan kemampuan laba untuk mencerminkan nilai ekonomi perusahaan, 2) discretionary accruals adalah oportunistik dan tidak mengandung nilai tetapi dihargai dalam pasar yang tidak efisien (Subramanyam 1996:251).

Implikasi hasil penelitian bagi investor bahwa pembelian saham saat IPO sangat berhati-hati karena umumnya perusahaan melakukan manajemen laba dengan meningkatkan laba agar para investor tertarik untuk membeli saham tersebut. Sehingga dapat mengungkit nilai perusahaan.

Implikasi hasil penelitian bagi para manajer perusahaan bahwa dengan melakukan manajemen laba dapat menurunkan kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan sehingga akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan di kemudian hari

Implikasi hasil penelitian bagi para peneliti menegaskan bahwa hasil penelitian ini sejalan dengan (Aharony et al 1993; Friedland 1994; DuCharme 1994; Teoh et al. 1998).

6.4.2 Pengaruh variabel Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh variabel Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan adalah positif dan signifikan, ini berarti bahwa peningkatan Kebijakan Dividen akan diikuti dengan peningkatan Nilai Perusahaan dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya Kebijakan Dividen dianggap konstan.

Kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen dapat mencerminkan nilai perusahaan. Jika pembayaran dividen tinggi, maka harga saham juga tinggi yang berdampak pada tingginya nilai perusahaan begitu juga sebaliknya (Susanti, 2010). Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan yang paling penting (Murekefu and Ochuodho, 2012). Okpara (2012) menjelaskan tentang kekhawatiran yang dihadapi oleh perusahaan dalam kebijakan dividen adalah seberapa banyak pendapatan yang bisa dibayarkan sebagai dividen dan seberapa banyak dapat dipertahankan, karena terkadang pembagian dividen bagi sebagian investor bukanlah sinyal positif. Investor menganggap manajer perusahaan tidak peka pada peluang investasi yang akan mendatangkan keuntungan namun lebih memilih membagikan dividen. Sehingga, nilai perusahaan dapat turun karena kurangnya keinginan pemegang saham untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

Beberapa penelitian yang tidak sejalan dengan hasil penelitian ini adalah teori yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani yang mengemukakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena menurut mereka rasio pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham (Boanyah, et al. 2013). Meningkatnya nilai dividen tidak selalu diikuti dengan meningkatnya nilai perusahaan karena nilai perusahaan ditentukan hanya oleh kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau kebijakan investasinya (Mardiyanti, dkk. 2012). Hasil yang sama juga ditemukan oleh Afzal dan Abdul (2012), Fodio (2009), Gill, et al. (2010), Guizani and Ezzeddine (2012), Jiang and Komain (2013), Mardiyanti, dkk. (2012), Rakhimsyah dan Barbara (2011), dan Susanti (2010). Hasil ini sesuai dengan teori menurut Brealey, Myers dan Marcus (2008:54) bahwa, "Karena investor tidak membutuhkan dividen untuk mengkonversi saham mereka menjadi uang tunai, mereka tidak akan membayar harga yang lebih tinggi untuk perusahaan dengan pembayaran dividen yang lebih tinggi.

Implikasi hasil penelitian bagi investor bahwa kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen dapat mencerminkan nilai perusahaan. Jika pembayaran dividen tinggi, maka harga saham juga tinggi yang berdampak pada tingginya nilai perusahaan begitu juga sebaliknya. Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan yang paling penting.

Implikasi hasil penelitian bagi para manajer perusahaan bahwa dengan membagikan dividen kepada pemilik saham akan memberikan sinyal positif bagi investor lain sehingga minat investor untuk berinvestasi meningkat dan nilai perusahaan pun meningkat

Implikasi hasil penelitian bagi para peneliti bahwa hasil penelitian ini sejalan dengan *Teori Bird-In-The-Hand* adalah teori yang menjelaskan bahwa investor menghendaki pembayaran dividen yang tinggi. Alasan yang sering dikemukakan dalam memilih *Teori Bird-In-The-Hand* ini karena ada anggapan bahwa mendapat dividen tinggi saat ini risikonya lebih kecil daripada mendapat capital gain di masa yang akan datang. Salah satu keuntungan bila menerapkan *Teori Bird-In-The-Hand* ini adalah dengan memberikan dividen yang tinggi, maka harga saham perusahaan juga akan semakin tinggi pula.

Berdasarkan hasil ini sehingga **Hipotesis 4** yang menyatakan ***Terdapat pengaruh negatif dan signifikan Manajemen Laba terhadap nilai perusahaan ditolak dan pengaruh positif dan signifikan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan diterima***

Implikasi hasil penelitian bagi para manajer perusahaan bahwa dengan membagikan dividen kepada pemilik saham akan memberikan sinyal positif bagi investor lain sehingga minat investor untuk berinvestasi meningkat dan nilai perusahaan pun meningkat

Implikasi hasil penelitian bagi para peneliti bahwa hasil penelitian ini sejalan dengan *Teori Bird-In-The-Hand* adalah teori yang menjelaskan bahwa investor menghendaki pembayaran dividen yang tinggi. Alasan yang sering dikemukakan dalam memilih *Teori Bird-In-The-Hand* ini karena ada anggapan bahwa mendapat dividen tinggi saat ini resikonya lebih kecil daripada mendapat capital gain di masa yang akan datang. Salah satu keuntungan bila menerapkan *Teori Bird-In-The-Hand* ini adalah dengan memberikan dividen yang tinggi, maka harga saham perusahaan juga akan semakin tinggi pula.

Berdasarkan hasil ini sehingga **Hipotesis 4** yang menyatakan ***Terdapat pengaruh negatif dan signifikan Manajemen Laba terhadap nilai perusahaan ditolak dan pengaruh positif dan signifikan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan diterima***

BAB VII

PENUTUP

7.1 Simpulan

Berdasarkan permasalahan yang ada di dalam penelitian, hipotesis penelitian serta hasil analisa data dan pembahasan hasil analisa, maka dapat ditarik simpulan sebagai berikut:

1. Variabel Komite audit, Struktur modal dan Struktur Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Manajemen Laba. Ini mengindikasikan bahwa saat proporsi komite audit meningkat, struktur modal juga meningkat serta proporsi kepemilikan manajerial juga meningkat akan diikuti penurunan aktivitas manajer melakukan manajemen laba, begitupula sebaliknya.
2. Struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga tinggi rendahnya struktur modal utamanya hutang akan berdampak kebijakan perusahaan untuk membagikan dividen. Saat utang bertambah dividen yang dibagikan juga menurun akibat adanya penambahan biaya modal utang. Struktur Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti kepemilikan saham minoritas tidak memiliki kekuatan atau kontrol kepada pemegang saham untuk menentukan kebijakan dividen (yang menentukan adalah RPUS) yang didominasi oleh saham mayoritas.

3. Komite audit dan Struktur Modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Ini mengindikasikan bahwa saat proporsi komite audit meningkat dan struktur modal juga meningkat akan diikuti peningkatan nilai perusahaan. Struktur Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan, Ini disebabkan karena manajemen perusahaan tidak mempunyai kendali terhadap nilai perusahaan.
4. Manajemen Laba berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan, ini mengindikasikan bahwa alasan manajemen laba oportunistik, yaitu manajemen berusaha mempengaruhi persepsi investor dengan melaporkan laba yang tinggi menjelang penawaran publik perdana. Kebijakan Dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Ini mengindikasikan bahwa saat kebijakan pembagian dividen meningkat akan diikuti peningkatan nilai perusahaan.

7.2 Implikasi Teoritis dan Empiris Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan penelitian ini yang diharapkan dapat memberikan kontribusi pada pengembangan manajemen keuangan serta teori portofolio sebagai sebuah temuan empirik dapat dideskripsikan sebagai berikut:

1. Implikasi teori yang dapat dikemukakan dalam penelitian ini bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh proporsi komite audit, struktur modal, kebijakan dividen serta manajemen laba baik langsung maupun tidak

langsung, akan tetapi kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi langsung nilai perusahaan.

2. Implikasi Temuan empirik pada penelitian ini adalah didapatkannya suatu formulasi peningkatan nilai perusahaan yaitu melalui peningkatan proporsi komite audit, peningkatan struktur modal, kebijakan dividen dan manajemen laba.

7.3 Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian ini, model yang diajukan hanya sampai pada pengaruh variabel komite audit, struktur modal dan kepemilikan manajerial melalui manajemen laba dan kebijakan dividen, untuk nilai perusahaan menggunakan Tobin's Q. Masih banyak variabel yang belum diakomodir pada model ini, seperti Auditor internal, independensi auditor, komisaris independen, biaya modal, struktur kepemilikan institusi, struktur kepemilikan publik, pemerataan laba (income smoothing), kualitas laba, serta laba ditahan yang juga merupakan faktor yang ikut berperan dalam peningkatan nilai perusahaan dapat menambahkan variabel tersebut sehingga lebih memperkaya khasanah penelitian.

7.4 Saran

Berdasarkan simpulan dan keterbatasan penelitian yang telah disampaikan sebelumnya, beberapa saran dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mendapatkan peningkatan nilai perusahaan maka diperlukan berbagai upaya yang dilakukan oleh pihak manajer yaitu dengan meningkatkan komposisi komite audit dan peningkatan struktur modal eksternal sehingga secara langsung dapat berkontribusi terhadap nilai perusahaan.
2. Beberapa faktor yang diduga berpengaruh terhadap belum diakomodir pada penelitian ini, sehingga disarankan untuk peneliti selanjutnya untuk menambah variabel seperti keputusan Auditor internal, independensi auditor, komisararis independen, biaya modal, struktur kepemilikan institusi, struktur kepemilikan publik, pemerataan laba (income smoothing), kualitas laba, serta laba di tahan sehingga lebih memperkaya khasanah penelitian.
3. Temuan penelitian ini dapat menjadi dasar untuk penelitian lanjutan yang mengkaji tentang nilai perusahaan di masa akan datang.

1. Untuk mendapatkan peningkatan nilai perusahaan maka diperlukan berbagai upaya yang dilakukan oleh pihak manajer yaitu dengan meningkatkan komposisi komite audit dan peningkatan struktur modal eksternal sehingga secara langsung dapat berkontribusi terhadap nilai perusahaan.
2. Beberapa faktor yang diduga berpengaruh terhadap belum diakomodir pada penelitian ini, sehingga disarankan untuk peneliti selanjutnya untuk menambah variabel seperti keputusan Auditor internal, independensi auditor, komisararis independen, biaya modal, struktur kepemilikan institusi, struktur kepemilikan publik, pemerataan laba (income smoothing), kualitas laba, serta laba di tahan sehingga lebih memperkaya khasanah penelitian.
3. Temuan penelitian ini dapat menjadi dasar untuk penelitian lanjutan yang mengkaji tentang nilai perusahaan di masa akan datang.

DAFTAR PUSTAKA

- Adnantara, Komang Fridagustina. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham dan Corporate Social Responsibility pada Nilai Perusahaan. *Buletin Studi Ekonomi*, 18(2): h: 107-113
- Afzal, Arie dan Abdul Rohman. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Journal of Accounting*, 1(2): h:9
- Aharony, J.; C.J. Lin. dan M.P. Loeb. 1993. Initial public offering, accounting choices, and earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 10 (1): 61-81
- Alba, P., S. Claessens, dan S. Djankov. 1998. *Corporate Financing and Governance Structure: Impact on Firm s Competitiveness*. Conference on Thailand s Dynamic Economic Recovery and Competitiveness Paper. World Bank.
- Ali, Irfan. 2002. *Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi*, Lintasan Ekonomi, Vol. XIX. No.2. Juli 2002.
- Alijoyo, Antonius dan Subarto Zaini, 2004. *Komisaris Independen: Penggerak Praktek GCG di Perusahaan*, PT. Indeks kelompok gramedia, Jakarta.
- Aliminsyah dan Padji, 2003, *Kamus Istilah Keuangan dan Perbankan*, Yrama Widya, Bandung.
- Allen, D.E. and Rachim, V.S. 1996. Dividend Policy and Stock Price Volatility: Australian Evidence. *Journal of Applied Economics*. Vol
- Alonso, Pablo de Andres, Felix J. Lopez, Iturriaga, and Juan A. Rodriguez Sanz, 2005, *Financial Decisions and Growth Opportunities: A Spanish Firm's Panel Data Analysis*, *Applied Financial Economics* 15, 391-407
- Altan, Mikail and Ferhat Arkan. 2011. Relationship Between Firm Value And Financial Structure: A Study On Firms In ISE Industrial Index. *Journal Of Business & Economics Research*, 9(9): pp:61
- Ansori, Mokhamat dan Denica H.N. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan yang Tergabung dalam Jakarta Islamic Index pada Bursa Efek Indonesia (BEI). *Analisis Manajemen*, 4(2): h:153-175.
- Antonia. 2008. *Analisis Pengaruh Reputasi Auditor, Proporsi Dewan Komisaris Independen, Leverage, Kepemilikan Manajerial dan Proporsi Dewan Komite Audit Independen Terhadap Manajemen Laba*. Universitas Diponegoro. Semarang.

DAFTAR PUSTAKA

- Adnantara, Komang Fridagustina. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham dan Corporate Social Responsibility pada Nilai Perusahaan. *Buletin Studi Ekonomi*, 18(2): h: 107-113
- Afzal, Arie dan Abdul Rohman. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Journal of Accounting*, 1(2): h:9
- Aharony, J.; C.J. Lin. dan M.P. Loeb. 1993. Initial public offering, accounting choices, and earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 10 (1): 61-81
- Alba, P., S. Claessens, dan S. Djankov. 1998. *Corporate Financing and Governance Structure: Impact on Firm s Competitiveness*. Conference on Thailand s Dynamic Economic Recovery and Competitiveness Paper. World Bank.
- Ali, Irfan. 2002. *Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi*, *Lintasan Ekonomi*, Vol. XIX. No.2. Juli 2002.
- Alijoyo, Antonius dan Subarto Zaini, 2004. *Komisaris Independen: Penggerak Praktek GCG di Perusahaan*, PT. Indeks kelompok gramedia, Jakarta.
- Aliminsyah dan Padji, 2003, *Kamus Istilah Keuangan dan Perbankan*, Yrama Widya, Bandung.
- Allen, D.E. and Rachim, V.S. 1996. Dividend Policy and Stock Price Volatility: Australian Evidence. *Journal of Applied Economics*. Vol
- Alonso, Pablo de Andres, Felix J. Lopez, Iturriaga, and Juan A. Rodriguez Sanz, 2005, *Financial Decisions and Growth Opportunities: A Spanish Firm's Panel Data Analysis*, *Applied Financial Economics* 15, 391-407
- Altan, Mikail and Ferhat Arkan. 2011. Relationship Between Firm Value And Financial Structure: A Study On Firms In ISE Industrial Index. *Journal Of Business & Economics Research*, 9(9): pp:61
- Ansori, Mokhamat dan Denica H.N. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan yang Tergabung dalam Jakarta Islamic Index pada Bursa Efek Indonesia (BEI). *Analisis Manajemen*, 4(2): h:153-175.
- Antonia. 2008. *Analisis Pengaruh Reputasi Auditor, Proporsi Dewan Komisaris Independen, Leverage, Kepemilikan Manajerial dan Proporsi Dewan Komite Audit Independen Terhadap Manajemen Laba*. Universitas Diponegoro. Semarang.

- Antonius Alijoyo, F. 2003, *Keberadaan & Peran Komite Audit dalam Rangka Implementasi GCG*, Seminar Nasional FKSPI BUMN/BUMD.
- Arens, Alvin A, and James K. Lobbbecke, 2008, *Auditing and Assurance Service an Integrated Approach*, 11th Edition, New Jersey : Prentice-Hall.
- Arens, Alvin A, Elder, Randal.J and Beasley, Mark.S, 2006, *Auditing and Assurance Service an Integrated Approach*, 11th Edition, New Jersey : Pearson Education in Upper Saddle River
- Artini Luh Gede Sri dan Puspaningsih Ni Luh Anik. 2011. Struktur Kepemilikan Dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol.12, No 11
- Ashbough, H., Collins, D., and Laford, R., 2004. *Corporate Governance the Cost of Equity Capital*, Working Paper University of Iowa.
- Ayres, F. L.1994. *Perception of Earnings Quality: What Managers Need To Knows, Making the Bottom Line Look Better May Have A Negative Result*. *Management Accounting*.
- Bagnoli,M., and S. Watts. 2000. *The Effect of Relative Performance Evaluation on Earning Management: a Game-theoretic approach*, *The Journal of Accounting Public Policy* 19 : 377-397
- Baker, H. and G. Powell. 1999, *How Corporate Managers View Dividend Policy*, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 38, pp. 17-35
- Bambang, Riyanto, 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Keempat, Cetakan Ketujuh, BPFE Yogyakarta, Yogyakarta.
- Bapepam, 1996. Himpunan Peraturan Pasar Modal.
- Bapepam, 2000. Pembentukan Komite Audit, Surat Edaran Bapepam No. SE.03/PM/2000
- Barclay dan Holderness. 1990. Social Responsiveness, Corporate Structure, and Economic Performance, *Academy of Management Review*. Vol 7: Hal. 235-241.
- Baridwan, Zaki, 2004, *Intermediate Accounting*, Edisi Kedelapan, Yogyakarta; BPFE.
- Baskin, J., 1989, "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis," *Financial. Management* Spring, 26-35
- Bayless, E.M. dan Diltz D.J. 1994. Securities Offerings and Capital Structure Theory,. *Journal of Bussiness Finance & Accounting*, Vol 21: 77-91. 9.
- Beasley, M. S., J. V. Carcello, D. R. Hermanson, and P. D. Lapidés. 2000. Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms. *Accounting Horizon* 14 (4): 441-454

- Beasley, Mark. 1996. An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *Accounting Review*.
- Berger, P.G, E. Ofek, dan D.L. Yermack. 1997. Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *Journal of Finance*. Vol. 52, hal. 1411-1438.
- Berle, A dan G. Means, 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, Macmillan.
- Bhattacharya, N. 2007, Dividend Policy: A Review. *Managerial Finance*, Vol. 1: 4-13
- Black, B., Jang, H., dan Kim, W. 2003, Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea, Research Paper Series,, KDI School of Public Policy and Management, 05/11
- Black, F. 1976, The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, Vol. 2: pp. 5-8.
- Black, F., dan Scholes, M., 1974. The Effects on Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*
- Blair, Margaret. M. 1995. *Ownership and Control Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*. The Brookings Institution, Washington, D.C.
- Boanyah, Ebenezer Adu, Desmond Tutu Ayentimi and Osei Yaw Frank. 2013. Determinants of Dividend Payout Policy of Some Selected Manufacturing Firms Listed on The Ghana Stock Exchange. *Journal of Finance and Accounting*, 4(5): pp: 49-60
- Boediono, Gideon S. B. 2005. Kualitas Laba: Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Dampak Manajemen Laba. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi VII* Hal 172-194. Solo.
- Brailsford, T.J., B.R. Oliver, dan. S.L.H. Pua. 1999. Theory and Evidence on the Relationship Between Ownership Structure and Capital Structure. Department of Commerce, Australian National University Paper, hal. 1 34.
- Brealey, R. dan S. Myers. 2005, *Principles of Corporate Finance*, 8th edn. London: McGraw-Hill
- Brealey, R.A, Myers, S.C and Marcus, A.J. 2008. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan* Jilid 1. Jakarta : Erlangga
- Brennan, Michael, 1970, Taxes, Market Valuation dan Corporate Financial Policy, *National Tax Journal*, Volume 5 No. 3, p. 417 - 427
- Brigham F. Eugene and Joel F. Houston. 1998. *Fundamentals of Financial Management*. Eighth Edition. New York: The Dryden Press.

- Brigham, et. al. 1999. Intermediate Financial Management, 5th Edition. The Dryden Press. New Jersey
- Brigham, Eugene dan Joel F Houston, 2001. Manajemen Keuangan II. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F. dan I.C. Gapenski, 1994. Intermediate Financial Management. Fifth Edition. New York: The Dryden Press
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston, 2009. Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Buku Satu, Edisi Kesepuluh, Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat
- Budiharta, Pratiwi & Gusnadi. 2008. Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan dan Penerapan Good Corporate Governance Terhadap Tindakan Perataan Laba Yang Dilakukan Oleh Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Jurnal Ekonomi dan Bisnis 20 (September): 126-138.
- Carcello, et al. 2006. Audit Committee Financial Expertise, Competing Corporate Governance Mechanisms, and Earnings Management. Available on-line at www.ssrn.com.
- Chan, K., Chan, L.K., Jegadeesh, N., and Lakonishok, J. 2001. Earnings Quality and Stock Returns. NBER Working Paper Series
- Chen, et al. 2005. An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firm's market value and financial performance. Journal of Intellectual Capital, Vol 6, Issue 2
- Christiawan, Yulius Jogi dan Tarigan, Josua. 2007. Kepemilikan Manajerial : Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan, Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol. 9, No.1, Hal 1-8.
- Chtourou, SM., Jean Bedard. dan Lucie Courteau. 2001. Corporate Governance and Earnings Management. Working Paper. Universite Laval, Quebec City, Canada. April.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, dan L. Lang. 1999. Expropriation of Minority Shareholders in East Asia . World Bank Working Paper.
- Collin, D. W, and DeAngelo, 1990, "Accounting Informations and Corporate Governance: Market and Analyst Reactions to Accounting Informations and Earnings of Firms Engaged in Proxy Contest Journal of Accounting and Economics(13):213-247
- Cooper, D.R. dan Emory, C.W. 1997. Business Research Methods. US: Irwin.
- Cornett M.M, J. Marcuss, saunders dan tehranian H, 2006. Earnings Management, corporate Governance and True Financial performance. <http://papers.ssrn.com/>.
- Crutchley, Claire E Marlin R.H. Jensen, John S Jahera, Jr, Jennie E. Raymond, 1999, Agency Problems and The Simultaneity of

- Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership, *International Review of Financial Analysis*; 8:2, pp. 177-197.
- Daliwal, S Dan. 1980. The Effect of the Firm's Capital Structure on the Choice of Accounting Methods. *The Accounting Review*. Vol. LV No. 1, January, pp. 78-84.
- Darmawati, Deni. dkk. 2004. Hubungan Corporate Governance Dan Kinerja perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi VII, Denpasar, 2-3 Desember 2004
- Dechow, P. M R.G. Sloan, and A.P. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, April Vol. 70 No. 2.
- Dechow, P. M. 1994. Accounting Earnings and Cash Flow as Measure of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals. *Journal of Accounting and Economics*(18):3-42
- Dechow, P. M., R.G. Sloan and A.P. Sweeney.1996. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firm Subject to Enforcement Actions by SEC, *Contemporary Accounting Research*, Vol 13, No. 1, hal 1-36
- Dechow, Patricia M., R.G. Sloan and A.P. Sweeney. 1995, Detecting earnings management, *The Accounting Review* 70, 193-225.
- Defond, M.L., and J. Jiambalvo. 1991. Incidence and circumstances of accounting errors. *The Accounting Review* 66 (July): 643-655.
- Defond, Mark L dan James Jiambalvo. 1994. Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics*/ Vol 17, January, pp. 145-176.
- Denis dan Sarin. 1994. The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment and Dividend Clienteles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. pp. 567-587
- Dhaliwal, M. Erickson, dan R. Trezevant 1999, A test of the theory of tax clienteles for dividend policies, *National Tax Journal*, Vol. 52: pp. 179-194
- Diamond, D., dan Robert E. Verrecchia. 1991. Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital. *Journal of Finance* September, 1325-1359.
- Djalil, Sofyan. 2000. Good Corporate Governance. Jakarta: Fakultas Hukum Universitas Indonesia, September 2000.
- Djarwanto. 1989. Statistik Nonparametrik, Edisi Ketiga. Yogyakarta : AMP, YKPN
- Driffeild, N., V.Mahambare, and S.Pal. 2007. How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence From East Asia.

- DuCharme, L. L., P. H. Malatesta, and S. E. Sefcik, 2001, Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance. *Journal of Accounting, Auditing, & Finance*, 16(4) :369-396
- Easterbrook, F. H. 1984, Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, Vol. 74: pp. 650-659
- Eckbo B. Espen, Savita Verma, 1994, Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy, *Journal of Corporate Finance* 1 : 33-62
- Eisenhardt, K. M., 1989. Building Theories from Case Study Research, *Academy of Management Review*, vol. 14, no. 4, pp 532-550,
- Faisal, 2005. Manajemen Perbankan, Cetakan Ketiga, UMM Press, Malang
- Faisal. 2003. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Malang : UMM Press.
- Fama, E. F. 1980, Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, pp. 288-307
- Fama, E.F dan Jensen, M.C. 1983, Agency problem and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, Vol. 26: pp. 327-49
- Fama, Eugene F & French, Kenneth R, 1998, "Taxes, Financing Decisions, and Firm Value", *The Journal of Finance* Vol. LIII No.3, June, pp 819-843
- Fama, Eugene F. 1978. The Effect of a Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders. *American Economic Review*, vol 68, pp 272-28
- Ferdinand, A.T. 2006, Metode Penelitian Manajemen, BP Undip. Semarang
- Fichtner, J. R. 2009. The Recent International Growth of Mandatory Audit Committee Requirements. *International Journal of Disclosure and Governance*, 227 - 243
- Fitria, Rani. 2009. Pengaruh Kepemilikan, Dewan Komisaris, Dan Komite Audit Terhadap Manajemen Laba, Kinerja Dan Nilai Perusahaan (Studi Perusahaan Manufaktur Yang List Di BEI Periode 2004 - 2007). Universitas Andalas. Padang.
- Fitriasari, Debby. 2007. Pengaruh Aktivitas dan Financial Literacy Komite Audit terhadap Jenis Manajemen Laba. Paper disajikan pada Simposium Nasional Akuntansi, Makasar, 26-28 Juli 2007
- Fleming, J.M. 2002. "Audit Committees : Roles, Responsibilities, and Performance. *Pennsylvania CPA Journal* (Summer); 29—32
- Fodio, Musa Inuwa. 2009. The Dividend Policy of Firms Quoted on The Nigerian Stock Exchange : An Empirical Analysis. *Journal of Business Management*, 3(10): pp: 555-566.
- Fosberg, Richard H. 2010. A Test Of M&M Capital Structure Theories. *Journal Of Bussiness & Economics Research*, 8(10): pp:23

- Frediawan, Ridwan, 2008. Pengaruh Penerapan Prinsip Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi Kasus pada PT Jamsostek Kantor Cabang II Bandung), Akuntansi Universitas Widyatama Bandung.
- Friedlan, M.L. 1994. Accounting choices of issuers of initial public offerings. *Contemporary Accounting Research*, 11 (1): 1-31
- Friend, I. dan J. Hasbrouck. 1988. Determinants of Capital Structure. *Research in Finance*. Vol. 7, hal. 1-20.
- Friend, I. dan L.H.P. Lang. 1988. An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure . *Journal of Finance*. Vol. 43, hal. 271-282.
- Ghozali, Imam. 2007. Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS. Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang
- Gill, Amarjit, Nahum Biger and Rajendra Tibrewala. 2010. Determinants of Dividend Payout Ratios : Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3: pp. 8-14
- Gordon, Myron, and Lintner, J, 1963. Optimal Investment and Financing Policy, *Journal of Finance*, May
- Grossman, Sanford J., dan Oliver Hart. 1982, Corporate Financial Structure and Managerial Incentives: in J. McCall, ed. *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, USA.
- Guizani, Moncef and Ezzeddine Abaoub. 2012. Does The Contribution Of Dividend To Firm Value Depend On Controlling Shareholders ?. *International Journal Of Disclosure and Governance*, 9(1): pp.62-77
- Gujarati, Damodar, 1995. *Ekonometrika Dasar*. Penerbit Erlangga, Jakarta
- Harahap, Nakman. 2003. Analisis Pengaruh Struktur Modal terhadap Profitabilitas pada Industri Pulp dan Paper yang Masuk Pasar Modal Indonesia, Program Pasca Sarjana, USU. Medan.
- Haruman, Tendi. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi XI, Pontianak
- Hasnawati, Sri. 2005. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan*: No.09/Th XXXIX, September 2005.
- Herawaty, Vinola. 2008. Peran Praktek Corporate Governance sebagai Moderating Variabel dari Pengaruh Earnings Management Terhadap Nilai Perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi XI 23-24 Juli 2008.
- Hexana, Sri Lastanti. 2004. Hubungan Struktur Corporate Governance dengan Kinerja Perusahaan dan Reaksi Pasar. Konferensi

- Nasional Akuntansi: Peran Akuntan dalam Membangun Good Corporate Governance
- Hiro, Tugiman, 2004, Menuju Audit Internal Organisasi Yaking Efektif.
- Holder, M.E., F.W. Langrehr and J.L. Hexter, 1998, Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influence of Stakeholder Theory, *Financial Management*, 27 (3), 73-82
- Hunt, A., S.E. Moyer, and T. Shevlin. 1995. Earnings Volatility, Earnings Management, and Equity Value. Working Paper. University of Washington, Seattle WA
- Husnan, Suad. 2000. Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang), Buku 1, Edisi 4, Cetakan Keempat, Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Husnan, Suad dan Enny Pudjiastuti, 2002. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, Edisi Ketiga, Penerbit : Akademi Manajemen Perusahaan YKPN, Yogyakarta.
- Hussainey, Khaled and Chijoke Oscar. 2011. MGBAME. Dividend Policy and Share Price Volatility: UK Evidence. *Journal of Risk Finance*, pp: 1-21
- Indriyo, 2002, Manajemen Keuangan, Edisi Keempat, BPFE, Yogyakarta.
- Isnanta, 2008. Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan Terhadap Manajemen Laba dan Kinerja. UII: Yogyakarta.
- Iturriaga, Lopez, Felix J., Rodriguez Sanz, and Juan Antonio. 2001. Ownership Structure, Corporate Value, and Firm Investment: A Simultaneous Equations Analysis of Spanish Companies. *Journal of Management & Governance*, 5(2): p:179-204
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg, dan Thomas S. Zorn. 1992, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 27: pp. 274-263.
- Jensen, Michael & Clifford Smith. 1985, Stockholder, Manager and Credit Interests: Applications of Agency Theory, in Altman and Subrahmanyam, eds, *Recent Advances in Corporate Finance*, Homeward : Richard Irwin
- Jensen, Michael C and W.H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3. pp. 305-360.
- Jiang, Jun and Komain Jiranyakul. 2013. Capital Structure, Cost Of Debt And Dividend Payout of Firms in New York And Shanghai Stock Exchanges. *International Journal Of Economics and Financial Issues*, 3(1): pp:113-12

- Jones, J. J. 1991. Earning Management During Import Relief Investigation. *Journal of Accounting Research* 25 pg. 85-125.
- Jose, M.L., dan J.L. Stevens. 1989, Capital Market Valuation of Dividend Policy. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 16: pp. 651-662
- Kaaro. 2002. Investment Decision and Dividend Policy as Determinant of Financing Decision: A New Empirical Evidence, *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi*, Vol. 2 No. 1, Februari, pp. 41 – 55.
- Kalay, A. 1982. Stockholder-bondholder Conflict and Dividend Constraints. *Journal of Financial Economics*. Vol. 10, hal. 211-233.
- Kallapur, Sanjay dan Mark A. Trombley. 1999. "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Broth", *Journal of Business and Accounting*, 26, April/May, pp. 505 – 519.
- Keown, Arthur J, John D Martin, J. William Petty, dan David F. Scott, Jr. 2010. *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapannya Edisi Kesepuluh, Jilid 2*. Jakarta: Indeks.
- Keown, Arthur J. 2003. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Jakarta : Salemba Empat*.
- Kim, W. dan Sorenson E. 1986. Evidence on the Impact of The Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy, *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 21, pp. 131 – 144.
- Klein, L.S., J.O.B Thomas., dan Stephen R. Peters. 2002, Debt vs Equity and Asymmetric Information: A Review. *The Financial Review*. Vol. 37: pp. 317-350
- Komang Fridagustina Adnantara. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham dan Corporate Social Responsibility pada nilai Perusahaan. *Jurnal Buletin Studi Ekonomi*, Vol. 18, 108 No. 2
- Kowalewski, Oskar, Ivan Stetsyuk, dan Oleksandr Talavera. 2007. Corporate Governance and Dividend Policy in Poland. *Working Paper* <http://www.ssrn.com>.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1998. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54: 471–518.
- Lewellen, Wilbur G., Stanley, Kenneth L., Lease, Ronald C., dan Schlarbaum, Gary G. 1978, Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon. *Journal of Finance*, Vol. 33 (Desember): pp. 1385-1399
- Litzenberger, R., dan K. Ramaswamy. 1979, The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 7: pp. 163-195.

- Lloyd, W.P., J.S Jahera Jr., dan D.E. Page. 1985, Agency costs and dividend payout ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 24: pp. 19-29
- Long, John B., Jr. 1978, The Market Valuation of Cash Dividends: Case to Consider. *Journal of Financial Economics*, Vol. 6: pp. 235-264
- Ma'ruf, Muhamad, 2006. Analisis Faktor-Faktor Yang mempengaruhi Manajemen Laba Pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta, UII : Yogyakarta.
- Machfoedz, Mas'ud dan Suranta, Eddy. 2003. Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Direksi. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya.
- Mardiyanti, Umi, Gatot Nazir Ahmad dan Ria Putri. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, 3(1): h:1-17
- Margaretha, Farah. 2005. Teori Dan Aplikasi Manajemen Keuangan Investasi dan Sumber Dana Jangka Pendek. Jakarta : Grasindo Gramedia Widiasarana Indonesia
- Marshall, A., 1920, *Principles of Economics*, 8th Edition. London: Macmillan
- Masulis, Ronald W. 1980, The Effect of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers. *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, No. 2, June: pp. 139-178
- Mayangsari, Sekar, 2001. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypotesis, *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, Volume 1, Nomor 3, Desember 2001
- Mehran, H., 1992, Executive Incentive Plans, Corporate Control and capital Structure, *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27: 539-560.
- Merchant, K. A., dan J. Rockness, 1994, The Ethics of Managing Earnings: An Empirical Investigation, *Journal of Public Policy*: 79-94
- Midiastuty, Pratana P., dan Mas'ud Machfoedz. 2003. Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba. Artikel *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VI*, Surabaya.
- Miller, M. H., dan F. Modigliani. 1961, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares". *Journal of Business*, Vol. 34: pp. 411-433
- Miller, M., dan M. Scholes. 1978, Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics*, Vol. 6: pp. 333-264.
- Miller, M., dan M. Scholes. 1982, Dividends and taxes: empirical evidence. *Journal of Political Economy*, Vol. 90: pp. 1118-1141

- Millstein, I M. 1999. "Introduction to the Report and Recommendations of The Blue Ribbon Committee on Improving The Effectiveness of Corporate Audit Committees. *The Business Lawyer*, 54. Hal 1057—1066
- Mitton, T. 2002. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 64 (2002) 215-241.
- Modigliani, F. dan M. H. Miller. 1963. Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*. 53. Pp.433-43
- Modigliani, F. dan Miller, M., 1961. Dividend Policy Growth and Devaluation of Share, *Journal of Business*, October
- Morck, R., A. Shleifer, dan R.W. Vishny. 1989. Alternative Mechanism for Corporate Control. *American Economics Review*, Vol. 79: pp. 842-852
- Murekefu, Timothy Mahalang'ang'a and Ochuodho Peter Ouma. 2012. The Relationship Between Dividend Payout and Firm Performance : A Study of Listed Companies in Kenya. *European Scientific Journal*, 8(9): pp: 199-215
- Myers, S. c., 1984, "Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 39 (3), July, pp 575-592
- Myers, Stewart C., dan Nicholas S. Majluf. 1984, Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor do not Have. *Journal of Financial Economic*, Vol. 13: pp. 419-453
- Naceur, Samy Ben., Mohamed Goaid., dan Amel Belanes (2006), On The Determinants And Dynamics Of Dividend Policy. *International Review of Finance*, Vol. 6. No. 1-2: pp. 1-23
- Nasution, Marihot dan Doddy Setiawan. 2007. Pengaruh Corporate Governance terhadap Manajemen Laba di Industri Perbankan Indonesia. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi X. Makassar*.
- Nemati, Ali and Jorih Muhammad. 2012. Determinants of Capital Structure; a Study of Manufacturing Companies in Iran. *Life Science Journal*, 9(1): pp: 30-36.
- Nuringsih, Kartika. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kebijakan Hutang, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Juli-Desember, Vol. 2, No. 2, hlm.103-123.
- Nurlela, Rika dan Islahudin. 2008. Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Prosentase Kepemilikan Manajemen Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Simposium Nasional Akuntansi XI Pontianak 23-24 2008*.

- Millstein, I M. 1999. "Introduction to the Report and Recommendations of The Blue Ribbon Committee on Improving The Effectiveness of Corporate Audit Committees. *The Business Lawyer*, 54. Hal 1057—1066
- Mitton, T. 2002. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 64 (2002) 215-241.
- Modigliani, F. dan M. H. Miller. 1963. Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*. 53. Pp.433-43
- Modigliani, F. dan Miller, M., 1961. Dividend Policy Growth and Devaluation of Share, *Journal of Business*, October
- Morck, R., A. Shleifer, dan R.W. Vishny. 1989. Alternative Mechanism for Corporate Control. *American Economics Review*, Vol. 79: pp. 842-852
- Murekefu, Timothy Mahalang'ang'a and Ochuodho Peter Ouma. 2012. The Relationship Between Dividend Payout and Firm Performance : A Study of Listed Companies in Kenya. *European Scientific Journal*, 8(9): pp: 199-215
- Myers, S. c., 1984, "Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 39 (3), July, pp 575-592
- Myers, Stewart C., dan Nicholas S. Majluf. 1984, Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor do not Have. *Journal of Financial Economic*, Vol. 13: pp. 419-453
- Naceur, Samy Ben., Mohamed Goaid., dan Amel Belanes (2006), On The Determinants And Dynamics Of Dividend Policy. *International Review of Finance*, Vol. 6. No. 1-2: pp. 1-23
- Nasution, Marihot dan Doddy Setiawan. 2007. Pengaruh Corporate Governance terhadap Manajemen Laba di Industri Perbankan Indonesia. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi X. Makassar*.
- Nemati, Ali and Jorah Muhammad. 2012. Determinants of Capital Structure; a Study of Manufacturing Companies in Iran. *Life Science Journal*, 9(1): pp: 30-36.
- Nuringsih, Kartika. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kebijakan Hutang, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Juli-Desember, Vol. 2, No. 2, hlm.103-123.
- Nurlela, Rika dan Islahudin. 2008. Pengaruh Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Prosentase Kepemilikan Manajemen Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Simposium Nasional Akuntansi XI Pontianak 23-24 2008*.

- Nuryaman dan Rusmin. 2009. The Effect Of Corporate Governance Mechanisms on Earning Management , The 8th Asian Academy of Management International Conference, Universitas Widyatama Bandung-Indonesia
- Ogbulu, Onyemachi Maxwell and Emeni Francis Kehinde. 2012. Capital Structure and Firm Value: Emperical Evidence from Nigeria. *Journal of Business and Social Science*, 3(19): pp: 252-261
- Okpara, Godwin Chigozie. 2010. AsyModigliani dan Milleretric Information And Dividen Policy in Emerging Markets : Empirical Evidence From Nigeria. *International Journal Of Economics And Finance*, 2(4): pp:212-220
- Padmuji, Sugeng, dan Trihartati, Aprillya. 2009. Pengaruh Independensi dan Efektivitas Komite Audit Terhadap Manajemen Laba (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). Semarang: Universitas Diponegoro.
- Palestin, Shatila Halima. 2006. Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Praktek Corporate Governance dan Kompensasi Bonus terhadap Manajemen Laba (Studi Empiris di P.T. Bursa Efek Indonesia).
- Paramu, Hadi, 2006. Determinan Struktur Modal: Studi empiris pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Usahawan*, No.11 Thn xxxv November 2006, hal 48-54
- Pettit, R Richardson. 1977, Taxes, transaction costs and the clientele effect of taxes. *Journal of Financial Economics*, Vol. V, No. III: pp. 419-436.
- Pranata, Yudi. 2007. Pengaruh Penerapan Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. Universitas Islam Indonesia Yogyakarta.
- Prasetyo, Dimas, Zahroh Z.A dan Devi Farah Azizah. 2013. Pengaruh Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Sektor Properti dan Real Estate yang Terdaftar di BEI Periode Tahun 2009-2011). *Jurnal*, 5(1): h:1-8
- Putri, Winda, 2006. Analisis Pengaruh Corporate Governance dan Jumlah Komisaris Terhadap Kinerja Perusahaan, Akuntansi Universitas Islam Indonesia Yogyakarta.
- Rahmawati, Andri dan Hanung Triatmoko. 2007. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Manajemen Laba. *Simposium Nasional Akuntansi X*.
- Rahnamay dan Nabavi. 2010, The Effect of Board Composition and Ownership Concentration on Earnings Management : Evidence from IRAN, *World Academy of Science, Engineering and technology* 66, 2010

- Rakhimsyah, Leli Amnah dan Barbara Gunawan. 2011. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Tingkat Suku Bunga terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Investasi*, 7(1): h:31-45.
- Richardson, V.J. 1998. Information Asymetri and Earning Management some Evidence. Working Paper
- Riyanto, Bambang. 2001. Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan, Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta
- Rizqia, Dwita Ayu, Siti Aisjah and Sumiati. 2013. Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Journal of Finance and Accounting*, 4(1): pp: 120-130
- Rozeff, M. S. 1982, Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, Vol. 5: pp. 249-259
- Saiful. 2002. Hubungan Manajemen Laba (Earnings Management) Dengan Kinerja Operasi dan Return Saham di Sekitar IPO. Makalah Simposium Nasional Akuntansi V, September, Semarang.
- Sanjaya, I Putu Sugiarta. 2004. "Komite Audit, Manajemen Laba, dan Return Tidak Normal Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta
- Sartono, Agus. 2001, Manajemen Keuangan (Teori dan Aplikasi), Edisi Keempat, Yogyakarta, BPFE
- Savov, Sava. 2006. Earnings Management, Investment, and Dividend Payments. Working Papers. University of Mannheim
- Schipper, K. 1989. Commentary: Earnings Management. *Accounting Horizons* (December): 91-102.
- Scholz, John K. 1992, A direct examination of the dividend clientele hypothesis. *Journal of Public Economics*, Vol. 49: pp. 261-285
- Scott, W.R., 2003. *Financial Accounting Theory*, Third Ed, University of Waterloo, Prentice Hall Canada Inc.
- Scott, William R., 2000. *Financial Accounting Theory*. Second edition. Canada: Prentice Hall.
- Sekaran, Uma. 2006. *Research Methods for Business*. Buku 2, Edisi 4, Edisi Bahasa Indonesia. Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Shah, Syed Zulfiqar Ali, Hui Yuan, dan Nousheen Zafar, 2010, Earnings Management and Dividend Policy An Empirical Comparison Between Pakistani Listed Companies and Chinese Listed Company, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 35.

- Shleifer, A., dan R.W. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2: pp. 737-783
- Siahaan, Irene Dumasi. 2008. Analisis Penerapan Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan yang Diukur Dengan Economic Value Added. Fakultas Ekonomi Universitas Widyatama.
- Siallagan, Hamonangan dan Mas'ud Machfoedz. 2006. Mekanisme Corporate Governance, 102 *Jurnal Nominal / Volume I Nomor I / Tahun 2012 Kualitas Laba, dan Nilai Perusahaan*. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang 23-36 Agustus KAKPM 1.
- Siallagan, Hamonangan dan Mas'ud Machfoedz. 2006. Mekanisme Corporate Governance Kualitas Laba, dan Nilai Perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang 23-36 Agustus K-AKPM1
- Siregar, Sylvia Veronica N.P. dan Siddharta Utama, 2005. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance Terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management). Simposium Nasional Akuntansi VIII, IAI
- Sisca Christianty Dewi, 2008. Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*. Vol. 10, No. 1, April 2008, 47 – 58.
- Smith, Jr. C dan Watts R.L. 1992. "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", the *Journal of Financial Economics*, December, pp. 263 – 292.
- Sterk, W. E., dan Vandenberg, P.A. 1990, The market valuation of cash dividends and the tax differential theory of dividend policy: a case revisited. *Financial Review*, Vol. 25: pp. 441-445
- Subramanyam, K. R. 1996. The Pricing of Discretionary Accruals *Journal of Accounting and Economics* (22):249-281.
- Sudarma, Made, 2003, Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern, Faktor Ekstern, Terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, Disertasi Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Sugiri, S. 1998. *Earning Management: Teori Model dan Bukti Empiris*, Telaah : Jakarta
- Sugiyono, 1998, *Metode Penelitian Administrasi*, Alfabeta, Bandung.
- Suhadak, Prof, Dr, M.Ec dan Ari Darmawan, Dr, S.AB, M.AB. 2011. *Pemikiran Kebijakan Manajemen Keuangan*. Malang: CV. Okani Bukaka Malang.

- Suharli, Michell, 2002, Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat.
- Sujoko dan Soebiantoro, Ugy. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta), Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan. Vol 9: Hal. 41-48.
- Sukamulja, Sukmawati. 2004. Good corporate governance di Sektor Keuangan: Dampak GCG terhadap Kinerja Perusahaan (kasus di Bursa Efek Jakarta). BENEFIT.
- Sumantoro. 1990. Pengantar Tentang Pasar Modal Indonesia. Jakarta: Ghalia Indonesia
- Susanti, Rika. 2010. Analisis Faktor-faktor yang Berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan, Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang
- Susilo, Leo J. dan Simarmata, Karlen. 2007. Good Corporate Governance pada Bank: Tanggung Jawab Direksi dan Komisaris dalam Melaksanakannya. Jakarta: PT Hikayat Dunia.
- Syamsudin, Lukman. 2002, Manajemen Keuangan Perusahaan, Edisi Baru, Cetakan Ketujuh, PT. Raja Grafindo
- Taridi. 1999. Corporate Governance, Ownership Concentration and Its Impact On Firms Performance and Firms Debt in PLCs in Indonesia . The Indonesian Quarterly. Vol. 27, hal. 339-355
- Taswan, 2003. Analisis Integrasi Strategi Dilik dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya, Jurnal Bisnis dan Ekonomi, September 2003.
- Tatang Ari Gumanti. 2001. Earnings Management dalam Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol4, No. 2, hal 165-183
- Teoh, S.H.; I. Welch; dan T.J.Wong. 1998. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. Journal of Financial Economics, 50: 63-99
- Tjager, I Nyoman., Alijoyo, Antonius., Djemat, Humprey., Soembodo, Bambang. 2003. Corporate Governance: Tantangan dan Kesempatan Bagi Komunitas Bisnis Di Indonesia. Jakarta: Prenhallindo.
- Tobin, James. 1967, Tobin's Q Ratio As An Indicator of the valuation of the company. Journal of Financial Economics, Vol LIII, No.3: June, pp. 287 - 298

- Ujiyantho, Muh. Arief dan Bambang Agus Pramuka. 2007. Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan. Jurnal Simposium Nasional Akuntansi X. Makassar.
- Veronica, Silvia, dan Siddharta Utama. 2005. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management). Artikel yang Dipresentasikan pada Simposium Nasional Akuntansi 8 Solo tanggal 15 - 16 September 2005
- Veronica, Silvia., dan Bachtiar, Yanivi. 2004. Good Corporate Governance Information Asymetry and Earnings Management. Simposium Nasional Akuntansi VII. Denpasar.
- Wahyudi, Untung dan Hartini Prasetyaning Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. Simposium Nasional Akuntansi 9, Padang.
- Walpole, Ronald E., 1995. Pengantar Statistika. Edisi Ketiga. PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Walsh, James P., dan James P. Seward . 1990, On The Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms. Academy of Management Review, Vol. 15: pp. 421-458
- Warfield, Terry, John J. Wild, dan Kenneth Wild. 1995, Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earning. Journal of Accounting and Economics, Vol. 20. No. 1. July: pp. 61-91
- Warsono. 2003. Manajemen Keuangan Perusahaan. Cetakan I. Edisis III. Malang : Bayumedia Publishing
- Watts, R, L., and Zimmerman, J, L. 1978. Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. Accounting Review, 53 (1): 112-134.
- Watts, R, L., and Zimmerman, J, L. 1986, Positive Accounting Theory. New York, Prentice Hall.
- Wedari, Linda Kusumaning. 2004. "Analisis Pengaruh Proporsi Dewan Komisaris dan Keberadaan Komite Audit terhadap Aktivitas Laba pada Perusahaan Publik di Indonesia. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta
- Weston and Copeland. 1997. Manajemen Keuangan Jilid 2 Edisi Kesembilan. Alih. Bahasa: Drs. A. Jaka
- Weston J. Fred dan Eugene F. Brigham. 1993. Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Jilid 2, Edisi Kesembilan, Terjemahan oleh Alfonsus Sirait, Jakarta: Erlangga

- Wijaya, L.R.P, Wibawa, A. 2010. *Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan*. Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto.
- Wijaya, Tony. 2009. Analisis Structural Equation Modeling untuk Penelitian Menggunakan AMOS, Penerbit Universitas Atma Jaya, Yogyakarta.
- Wild, John 2005. *General Accounting*. Translation. Penerbit Penada Media Group. Jakarta
- World Bank. 1999, *Corporate Governance: A Framework for Implementation*.
- Xie, Biao dan Wallace N Davidson III dan Peter 1 Dadalt. 2003. Earnings Management and Corporate Governance: The Role of Board and the Audit Committee." *Journal of Corporate Finance*. 9 (3): 295-316
- Yoon, P, dan L. Starks. 1995, Signaling, investment opportunities, and dividend announcements. *Review of Financial Studies*, Vol. 8, No. 4: pp. 995-1018
- Zikmund, W.G., 1994, *Business Research Method*. 4th Edition: The Dryden Press, Harcourt College Publisher.

No	Nama Perusahaan	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	PT Ades Wazer Indonesia Tbk.	60,794	50,019	33,121	59,208	66,850	131,881	128,835	188,294
2	PT Delta Djakarta Tbk.	382,805	413,016	432,547	544,237	612,887	565,954	577,645	554,796
3	PT Fast Food Indonesia Tbk.	125,833	158,552	240,957	314,520	508,441	558,177	758,999	763,614
4	PT Indofood Sukses Makmur Tbk.	182,812	185,670	184,510	14,323,161	22,987,241	20,077,694	26,501,734	25,473,747
5	PT Erotec Dajaja Tbk.	182,812	185,670	184,510	77,373	67,647	71,154	128,570	144,588
6	PT Panasia Filament Ipsi Tbk.	101,370	213,834	209,171	195,001	110,633	17,954	49,134	36,276
7	PT Karwell Indonesia Tbk.	265,736	164,872	183,397	69,681	33,550	7,297	1,246	50,324
8	PT Barito Pacific Tbk.	1,005,517	525,252	4,813,153	5,129,386	6,053,493	5,911,459	6,356,974	7,687,136
9	PT Fajar Surya Wisesa Tbk.	506,738	647,487	1,039,160	1,094,003	1,066,314	1,210,727	1,137,883	1,509,255
10	PT Suparima Tbk.	239,576	277,193	364,519	405,862	348,790	352,091	371,564	418,576
11	PT AKR Corporindo Tbk.	1,006,876	1,105,993	1,845,319	2,215,749	2,694,116	4,028,178	5,239,161	5,771,744
12	PT Unggul Indah Cahaya Tbk.	1,212,765	1,357,175	1,247,035	1,786,530	1,124,986	1,348,257	1,585,721	1,558,057
13	PT Berkina Tbk.	150,882	190,769	175,649	232,591	283,629	294,285	297,952	333,377
14	PT Trias Sentosa Tbk.	683,574	902,358	724,454	723,785	565,405	721,342	820,752	927,392
15	PT Kedung Indah Can Tbk.	2,155,745	1,741,702	2,248,589	3,471,276	5,341,089	7,484,807	10,314,573	14,579,400
16	PT Arwana Citramulia Tbk.	71,554	59,220	44,495	55,264	53,830	54,204	56,050	60,038
17	PT Intermark Almazari Industry Tbk.	88,141	125,614	344,429	199,226	205,033	298,437	261,066	323,837
18	PT GT Kabel Indonesia Tbk.	241,069	244,173	256,251	299,476	312,494	221,986	198,819	277,436
19	PT United Tractors Tbk.	359,887	347,353	420,472	534,916	420,621	531,964	673,270	787,393
20	PT Modern Internasional Tbk.	5,403,942	5,402,542	7,036,656	12,883,590	11,989,433	15,531,762	25,625,578	22,048,115
21	PT Modern Internasional Tbk.	509,944	567,789	617,762	480,690	505,861	539,995	723,308	815,378
22	PT Kalbe Farma Tbk.	34,274	31,865	33,802	26,199	46,675	58,706	50,130	65,476
23	PT Kalbe Farma Tbk.	3,559,836	3,321,278	3,760,008	4,168,055	4,701,893	5,037,270	5,956,123	5,814,266
24	PT Kimia Farma (Persero) Tbk.	677,862	750,932	893,447	950,618	1,020,884	1,139,549	1,263,030	1,506,614

Current assets Tahun

No	Nama Perusahaan	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	PT Ades Wazer Indonesia Tbk.	60,794	50,019	33,121	59,208	66,850	131,881	128,835	188,294
2	PT Delta Djakarta Tbk.	382,805	413,016	432,547	544,237	612,887	565,954	577,645	554,796
3	PT Fast Food Indonesia Tbk.	125,833	158,552	240,957	314,520	508,441	558,177	758,999	763,614
4	PT Indofood Sukses Makmur Tbk.	182,812	185,670	184,510	14,323,161	22,987,241	20,077,694	26,501,734	25,473,747
5	PT Erotec Dajaja Tbk.	182,812	185,670	184,510	77,373	67,647	71,154	128,570	144,588
6	PT Panasia Filament Ipsi Tbk.	101,370	213,834	209,171	195,001	110,633	17,954	49,134	36,276
7	PT Karwell Indonesia Tbk.	265,736	164,872	183,397	69,681	33,550	7,297	1,246	50,324
8	PT Barito Pacific Tbk.	1,005,517	525,252	4,813,153	5,129,386	6,053,493	5,911,459	6,356,974	7,687,136
9	PT Fajar Surya Wisesa Tbk.	506,738	647,487	1,039,160	1,094,003	1,066,314	1,210,727	1,137,883	1,509,255
10	PT Suparima Tbk.	239,576	277,193	364,519	405,862	348,790	352,091	371,564	418,576
11	PT AKR Corporindo Tbk.	1,006,876	1,105,993	1,845,319	2,215,749	2,694,116	4,028,178	5,239,161	5,771,744
12	PT Unggul Indah Cahaya Tbk.	1,212,765	1,357,175	1,247,035	1,786,530	1,124,986	1,348,257	1,585,721	1,558,057
13	PT Berkina Tbk.	150,882	190,769	175,649	232,591	283,629	294,285	297,952	333,377
14	PT Trias Sentosa Tbk.	683,574	902,358	724,454	723,785	565,405	721,342	820,752	927,392
15	PT Kedung Indah Can Tbk.	2,155,745	1,741,702	2,248,589	3,471,276	5,341,089	7,484,807	10,314,573	14,579,400
16	PT Arwana Citramulia Tbk.	71,554	59,220	44,495	55,264	53,830	54,204	56,050	60,038
17	PT Intermark Almazari Industry Tbk.	88,141	125,614	344,429	199,226	205,033	298,437	261,066	323,837
18	PT GT Kabel Indonesia Tbk.	241,069	244,173	256,251	299,476	312,494	221,986	198,819	277,436
19	PT United Tractors Tbk.	359,887	347,353	420,472	534,916	420,621	531,964	673,270	787,393
20	PT Modern Internasional Tbk.	5,403,942	5,402,542	7,036,656	12,883,590	11,989,433	15,531,762	25,625,578	22,048,115
21	PT Modern Internasional Tbk.	509,944	567,789	617,762	480,690	505,861	539,995	723,308	815,378
22	PT Kalbe Farma Tbk.	34,274	31,865	33,802	26,199	46,675	58,706	50,130	65,476
23	PT Kalbe Farma Tbk.	3,559,836	3,321,278	3,760,008	4,168,055	4,701,893	5,037,270	5,956,123	5,814,266
24	PT Kimia Farma (Persero) Tbk.	677,862	750,932	893,447	950,618	1,020,884	1,139,549	1,263,030	1,506,614

No	Nama Perusahaan	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	PT Ades Water Indonesia Tbk.	1.42	1.93	0.52	0.72	0.62	0.69	0.60	0.50
2	PT Delta Djakarta Tbk.	0.24	0.24	0.22	0.25	0.21	0.16	0.18	0.20
3	PT East Food Indonesia Tbk.	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.35	0.46	0.43
4	PT Indohut Sukses Makmur Tbk.	0.68	0.65	0.63	0.67	0.62	0.67	0.61	0.42
5	PT Intesa Djaja Tbk.	1.00	1.00	1.00	1.00	2.62	2.75	1.00	1.00
6	PT Pansia Filament Ind Tbk.	0.90	0.73	0.80	1.04	1.04	1.08	1.37	1.63
7	PT Karwari Indonesia Tbk.	0.92	1.04	1.07	1.54	1.87	2.34	5.03	1.98
8	PT Indo Pacific Tbk.	0.54	0.39	0.32	0.48	0.47	0.51	0.49	0.55
9	PT Fajar Surya Wisata Tbk.	0.63	0.60	0.66	0.65	0.57	0.60	0.63	0.68
10	PT Suparna Tbk.	0.65	0.68	0.55	0.38	0.52	0.52	0.52	0.53
11	PT ANR Corporate Tbk.	0.42	0.48	0.57	0.60	0.63	0.61	0.57	0.57
12	PT Unggul Indah Cahaya Tbk.	0.54	0.58	0.52	0.55	0.46	0.45	0.49	0.45
13	PT Berlika Tbk.	0.60	0.59	0.56	0.54	0.60	0.59	0.60	0.62
14	PT Trans Sentosa Tbk.	0.56	0.52	0.54	0.54	0.60	0.59	0.60	0.62
15	PT Indocement Tanggal Prakasa Tbk.	0.47	0.37	0.31	0.34	0.40	0.39	0.38	0.41
16	PT Keelung Indah Can Tbk.	0.53	0.58	0.22	0.24	0.19	0.15	0.13	0.15
17	PT Awana Citramuda Tbk.	0.52	0.60	0.67	0.61	0.58	0.52	0.42	0.35
18	PT Intikramik Alamasi Industry Tbk.	0.85	0.69	0.62	0.56	0.59	0.47	0.47	0.33
19	PT GII Kabel Indonesia Tbk.	0.97	0.86	0.63	0.66	0.53	0.53	0.43	0.34
20	PT United Tractors Tbk.	0.61	0.59	0.55	0.51	0.43	0.46	0.41	0.36
21	PT Mesren Internasional Tbk.	0.46	0.65	0.65	0.60	0.57	0.54	0.60	0.65
22	PT Perdana Bangun Pusako Tbk.	0.67	0.68	0.69	0.69	0.76	0.72	0.65	0.68
23	PT Kalbe Farma Tbk.	0.39	0.23	0.22	0.24	0.29	0.18	0.21	0.11
24	PT Kinta Farma (Persero) Tbk.	0.28	0.31	0.35	0.34	0.36	0.33	0.30	0.31

No	Nama Perusahaan	DTA Tahun									
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012		
1	PT Ades Water Indonesia Tbk.	1.42	1.93	0.52	0.72	0.62	0.69	0.60	0.50		
2	PT Delta Djakarta Tbk.	0.24	0.24	0.22	0.25	0.21	0.16	0.18	0.20		
3	PT East Food Indonesia Tbk.	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.35	0.46	0.43		
4	PT Indohut Sukses Makmur Tbk.	0.68	0.65	0.63	0.67	0.62	0.67	0.61	0.42		
5	PT Intesa Djaja Tbk.	1.00	1.00	1.00	1.00	2.62	2.75	1.00	1.00		
6	PT Pansia Filament Ind Tbk.	0.90	0.73	0.80	1.04	1.04	1.08	1.37	1.63		
7	PT Karwari Indonesia Tbk.	0.92	1.04	1.07	1.54	1.87	2.34	5.03	1.98		
8	PT Indo Pacific Tbk.	0.54	0.39	0.32	0.48	0.47	0.51	0.49	0.55		
9	PT Fajar Surya Wisata Tbk.	0.63	0.60	0.66	0.65	0.57	0.60	0.63	0.68		
10	PT Suparna Tbk.	0.65	0.68	0.55	0.38	0.52	0.52	0.52	0.53		
11	PT ANR Corporate Tbk.	0.42	0.48	0.57	0.60	0.63	0.61	0.57	0.57		
12	PT Unggul Indah Cahaya Tbk.	0.54	0.58	0.52	0.55	0.46	0.45	0.49	0.45		
13	PT Berlika Tbk.	0.60	0.59	0.56	0.54	0.60	0.59	0.60	0.62		
14	PT Trans Sentosa Tbk.	0.56	0.52	0.54	0.54	0.60	0.59	0.60	0.62		
15	PT Indocement Tanggal Prakasa Tbk.	0.47	0.37	0.31	0.34	0.40	0.39	0.38	0.41		
16	PT Keelung Indah Can Tbk.	0.53	0.58	0.22	0.24	0.19	0.15	0.13	0.15		
17	PT Awana Citramuda Tbk.	0.52	0.60	0.67	0.61	0.58	0.52	0.42	0.35		
18	PT Intikramik Alamasi Industry Tbk.	0.85	0.69	0.62	0.56	0.59	0.47	0.47	0.33		
19	PT GII Kabel Indonesia Tbk.	0.97	0.86	0.63	0.66	0.53	0.53	0.43	0.34		
20	PT United Tractors Tbk.	0.61	0.59	0.55	0.51	0.43	0.46	0.41	0.36		
21	PT Mesren Internasional Tbk.	0.46	0.65	0.65	0.60	0.57	0.54	0.60	0.65		
22	PT Perdana Bangun Pusako Tbk.	0.67	0.68	0.69	0.69	0.76	0.72	0.65	0.68		
23	PT Kalbe Farma Tbk.	0.39	0.23	0.22	0.24	0.29	0.18	0.21	0.11		
24	PT Kinta Farma (Persero) Tbk.	0.28	0.31	0.35	0.34	0.36	0.33	0.30	0.31		

No	Nama Perusahaan	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	PT Ades Water Indonesia Tbk.	1.660	1.110	730	725	640	1.010	1.010	1.920
2	PT Delta Djakarta Tbk.	36.000	22.800	16.000	20.000	62.000	120.000	111.900	255.000
3	PT Fast Food Indonesia Tbk.	10.042.582	10.575.307	18.679.042	26.432.369	24.085.781	22.423.117	21.975.708	23.774.538
4	PT Eratex Dajaja Tbk.	298.199	307.056	291.759	303.895	256.112	321.794	171.870	378.973
5	PT Panasia Filament Inti Tbk.	524.650	486.048	484.382	605.840	501.226	480.991	482.032	639.508
6	PT Karwel Indonesia Tbk.	455.145	335.525	323.759	234.068	190.633	172.448	66.159	542.030
7	PT Barito Pacific Tbk.	1.235.106	677.285	5.347.552	8.309.207	7.782.038	8.145.729	9.214.989	11.115.034
8	PT Fajar Surya Wisesa Tbk.	1.809.422	2.247.778	2.473.504	2.410.689	2.086.547	2.684.424	3.134.396	3.670.796
9	PT Suparima Tbk.	914.653	932.697	825.757	903.069	743.873	771.648	800.316	840.504
10	PT AKR Corporindo Tbk.	838.128	1.129.611	1.999.832	2.918.210	3.832.253	4.805.757	4.733.540	5.506.225
11	PT Unggul Indah Cahaya Tbk.	1.451.937	1.583.046	1.364.610	1.723.269	996.452	1.037.127	1.248.753	1.115.082
12	PT Berlina Tbk.	238.455	244.417	210.667	231.752	305.973	326.943	389.457	444.159
13	PT Trias Sentosa Tbk.	1.146.494	1.044.990	1.257.830	1.121.476	776.931	791.576	806.029	920.109
14	PT Indocement Tunggal Prakasa Tbk.	4.906.998	3.565.318	3.098.564	2.764.976	2.572.121	2.245.548	2.417.380	3.336.422
15	PT Kedung Indah Can Tbk.	84.097	81.629	17.428	20.322	23.596	22.001	23.122	26.107
16	PT Arwana Citramulia Tbk.	189.567	285.334	393.344	448.217	474.362	458.094	348.334	333.542
17	PT Intikramik Almazari Industry Tbk.	597.445	472.063	429.734	438.111	454.263	303.913	250.914	274.942
18	PT GT Kabel Indonesia Tbk.	476.490	377.282	316.841	399.097	261.087	303.891	363.997	389.842
19	PT Modern Internasional Tbk.	6.485.918	6.606.651	7.216.432	11.644.916	10.453.748	13.535.508	18.936.114	18.000.076
20	PT Perdana Bangun Pusaka Tbk.	750.984	580.108	594.668	473.167	443.549	425.173	638.288	855.111
21	PT Kalbe Farma Tbk.	44.509	45.337	43.505	36.950	70.886	61.274	48.750	62.415
22	PT Kimia Farma (Persero) Tbk.	1.822.023	1.080.566	1.121.539	1.359.197	1.891.775	1.260.580	3.758.619	1.874.540
23		333.382	390.930	478.712	497.905	570.516	543.257	541.737	643.493

No	Nama Perusahaan	Closing Price									
		Rupiah									
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012		
1	PT Ades Water Indonesia Tbk.	1.660	1.110	730	725	640	1.010	1.010	1.920		
2	PT Delta Djakarta Tbk.	36.000	22.800	16.000	20.000	62.000	120.000	111.900	255.000		
3	PT Fast Food Indonesia Tbk.	10.042.582	10.575.307	18.679.042	26.432.369	24.085.781	22.423.117	21.975.708	23.774.538		
4	PT Eratex Dajaja Tbk.	298.199	307.056	291.759	303.895	256.112	321.794	171.870	378.973		
5	PT Panasia Filament Inti Tbk.	524.650	486.048	484.382	605.840	501.226	480.991	482.032	639.508		
6	PT Karwel Indonesia Tbk.	455.145	335.525	323.759	234.068	190.633	172.448	66.159	542.030		
7	PT Barito Pacific Tbk.	1.235.106	677.285	5.347.552	8.309.207	7.782.038	8.145.729	9.214.989	11.115.034		
8	PT Fajar Surya Wisesa Tbk.	1.809.422	2.247.778	2.473.504	2.410.689	2.086.547	2.684.424	3.134.396	3.670.796		
9	PT Suparima Tbk.	914.653	932.697	825.757	903.069	743.873	771.648	800.316	840.504		
10	PT AKR Corporindo Tbk.	838.128	1.129.611	1.999.832	2.918.210	3.832.253	4.805.757	4.733.540	5.506.225		
11	PT Unggul Indah Cahaya Tbk.	1.451.937	1.583.046	1.364.610	1.723.269	996.452	1.037.127	1.248.753	1.115.082		
12	PT Berlina Tbk.	238.455	244.417	210.667	231.752	305.973	326.943	389.457	444.159		
13	PT Trias Sentosa Tbk.	1.146.494	1.044.990	1.257.830	1.121.476	776.931	791.576	806.029	920.109		
14	PT Indocement Tunggal Prakasa Tbk.	4.906.998	3.565.318	3.098.564	2.764.976	2.572.121	2.245.548	2.417.380	3.336.422		
15	PT Kedung Indah Can Tbk.	84.097	81.629	17.428	20.322	23.596	22.001	23.122	26.107		
16	PT Arwana Citramulia Tbk.	189.567	285.334	393.344	448.217	474.362	458.094	348.334	333.542		
17	PT Intikramik Almazari Industry Tbk.	597.445	472.063	429.734	438.111	454.263	303.913	250.914	274.942		
18	PT GT Kabel Indonesia Tbk.	476.490	377.282	316.841	399.097	261.087	303.891	363.997	389.842		
19	PT Modern Internasional Tbk.	6.485.918	6.606.651	7.216.432	11.644.916	10.453.748	13.535.508	18.936.114	18.000.076		
20	PT Perdana Bangun Pusaka Tbk.	750.984	580.108	594.668	473.167	443.549	425.173	638.288	855.111		
21	PT Kalbe Farma Tbk.	44.509	45.337	43.505	36.950	70.886	61.274	48.750	62.415		
22	PT Kimia Farma (Persero) Tbk.	1.822.023	1.080.566	1.121.539	1.359.197	1.891.775	1.260.580	3.758.619	1.874.540		
23		333.382	390.930	478.712	497.905	570.516	543.257	541.737	643.493		

Analysis Summary

Date and Time

Date: Monday, December 08, 2014
Time: 9:52:11 AM

Title

all2: Monday, December 08, 2014 9:52 AM

Notes for Group (Group number 1)

The model is recursive.
Sample size = 192

Variable Summary (Group number 1)

Your model contains the following variables (Group number 1)

Observed, endogenous variables

y1
x21
x22
y21
y22
y3

Observed, exogenous variables

x1
x3

Unobserved, endogenous variables

x2
y2

Unobserved, exogenous variables

ex21
ex22
z5
ey21
ey22
z4
z2

Variable counts (Group number 1)

Number of variables in your model:	17
Number of observed variables:	8
Number of unobserved variables:	9
Number of exogenous variables:	9
Number of endogenous variables:	8

Parameter summary (Group number 1)

	Weights	Covariances	Variances	Means	Intercepts	Total
Fixed	9	0	0	0	0	9
Labeled	0	0	0	0	0	0
Unlabeled	12	0	9	2	6	29
Total	21	0	9	2	6	38

Computation of degrees of freedom (Default model)

Number of distinct sample moments:	44
Number of distinct parameters to be estimated:	29
Degrees of freedom (44 - 29):	15

Result (Default model)

Minimum was achieved
Chi-square = 92.714
Degrees of freedom = 15
Probability level = .000

Estimates (Group number 1 - Default model)

Scalar Estimates (Group number 1 - Default model)

Maximum Likelihood Estimates

Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
y1 <--- x1	-.618	.008	-74.365	***	par_1
y1 <--- x3	-.250	.029	-8.648	***	par_2
y1 <--- x2	-.238	.003	-77.732	***	par_4
y2 <--- x2	-1.497	.502	-2.981	.003	par_6
y2 <--- x3	3.005	4.874	.617	.537	par_12
x21 <--- x2	1.000				
x22 <--- x2	.886	.015	60.750	***	par_3
y21 <--- y2	1.000				
y22 <--- y2	5.928	.384	15.437	***	par_5
y3 <--- y1	.183	.088	2.082	.037	par_7
y3 <--- y2	.025	.001	37.398	***	par_8
y3 <--- x2	.064	.021	2.990	.003	par_9
y3 <--- x1	.127	.055	2.294	.022	par_10
y3 <--- x3	.048	.045	1.079	.281	par_11

Standardized Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

	Estimate
y1 <--- x1	-.674
y1 <--- x3	-.078
y1 <--- x2	-.723
y2 <--- x2	-.222
y2 <--- x3	.046
x21 <--- x2	1.001
x22 <--- x2	.975
y21 <--- y2	.940
y22 <--- y2	.774
y3 <--- y1	.364
y3 <--- y2	1.018
y3 <--- x2	.385
y3 <--- x1	.275
y3 <--- x3	.030

Means: (Group number 1 - Default model)

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
x1	.527	.013	39.550	***	par_13
x3	.032	.004	8.459	***	par_14

Intercepts: (Group number 1 - Default model)

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
y1	-.177	.010	-17.664	***	par_15
x21	.627	.037	16.905	***	par_16
x22	.572	.034	16.952	***	par_17
y21	1.251	.310	4.043	***	par_18
y22	11.612	2.135	5.439	***	par_19
y3	1.081	.018	59.986	***	par_20

Variances: (Group number 1 - Default model)

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
z2	.263	.027	9.795	***	par_21
x1	.034	.003	9.772	***	par_22
x3	.003	.000	9.772	***	par_23
z5	.000	.000	7.585	***	par_24
z4	11.380	1.314	8.659	***	par_25
ex21	-.001	.001	-.993	.321	par_26
ex22	.011	.001	8.720	***	par_27
ey21	1.573	.161	9.798	***	par_28
ey22	282.701	28.910	9.779	***	par_29

Squared Multiple Correlations: (Group number 1 - Default model)

	Estimate
x2	.000
y2	.051
y1	.983
y22	.599
y21	.884
x22	.950
x21	1.003

Matrices (Group number 1 - Default model)

Implied (for all variables) Covariances (Group number 1 - Default model)

	x2	x3	x1	y2	y1	y3	y22	y21	x22	x21
x2	.263									
x3	.000	.003								
x1	.000	.000	.034							
y2	-.394	.008	.000	11.995						
y1	-.063	-.001	-.021	.092	.028					
y3	-.005	.000	.000	.291	.001	.007				

y22	-2.334	.050	.000	71.099	.543	1.724	704.146			
y21	-.394	.008	.000	11.995	.092	.291	71.099	13.567		
x22	.233	.000	.000	-.349	-.055	-.004	-2.068	-.349	.217	
x21	.263	.000	.000	-.394	-.063	-.005	-2.334	-.394	.233	.262

Implied (for all variables) Correlations (Group number 1 - Default model)

	x2	x3	x1	y2	y1	y3	y22	y21	x22	x21
x2	1.000									
x3	.000	1.000								
x1	.000	.000	1.000							
y2	-.222	.046	.000	1.000						
y1	-.723	-.078	-.674	.157	1.000					
y3	-.104	.048	.030	.991	.057	1.000				
y22	-.171	.036	.000	.774	.121	.767	1.000			
y21	-.208	.043	.000	.940	.147	.932	.727	1.000		
x22	.975	.000	.000	-.216	-.705	-.101	-.167	-.203	1.000	
x21	1.001	.000	.000	-.222	-.724	-.104	-.172	-.209	.976	1.000

Implied (for all variables) Means (Group number 1 - Default model)

	x2	x3	x1	y2	y1	y3	y22	y21	x22	x21
	.000	.032	.527	.097	-.511	1.058	12.189	1.349	.572	.627

Implied Covariances (Group number 1 - Default model)

	x3	x1	y1	y3	y22	y21	x22	x21
x3	.003							
x1	.000	.034						
y1	-.001	-.021	.028					
y3	.000	.000	.001	.007				
y22	.050	.000	.543	1.724	704.146			
y21	.008	.000	.092	.291	71.099	13.567		
x22	.000	.000	-.055	-.004	-2.068	-.349	.217	
x21	.000	.000	-.063	-.005	-2.334	-.394	.233	.262

Implied Correlations (Group number 1 - Default model)

	x3	x1	y1	y3	y22	y21	x22	x21
x3	1.000							
x1	.000	1.000						
y1	-.078	-.674	1.000					
y3	.048	.030	.057	1.000				
y22	.036	.000	.121	.767	1.000			
y21	.043	.000	.147	.932	.727	1.000		
x22	.000	.000	-.705	-.101	-.167	-.203	1.000	

y22	-2.334	.050	.000	71.099	.543	1.724	704.146				
y21	-.394	.008	.000	11.995	.092	.291	71.099	13.567			
x22	.233	.000	.000	-.349	-.055	-.004	-2.068	-.349	.217		
x21	.263	.000	.000	-.394	-.063	-.005	-2.334	-.394	.233	.262	

Implied (for all variables) Correlations (Group number 1 - Default model)

	x2	x3	x1	y2	y1	y3	y22	y21	x22	x21
x2	1.000									
x3	.000	1.000								
x1	.000	.000	1.000							
y2	-.222	.046	.000	1.000						
y1	-.723	-.078	-.674	.157	1.000					
y3	-.104	.048	.030	.991	.057	1.000				
y22	-.171	.036	.000	.774	.121	.767	1.000			
y21	-.208	.043	.000	.940	.147	.932	.727	1.000		
x22	.975	.000	.000	-.216	-.705	-.101	-.167	-.203	1.000	
x21	1.001	.000	.000	-.222	-.724	-.104	-.172	-.209	.976	1.000

Implied (for all variables) Means (Group number 1 - Default model)

	x2	x3	x1	y2	y1	y3	y22	y21	x22	x21
	.000	.032	.527	.097	-.511	1.058	12.189	1.349	.572	.627

Implied Covariances (Group number 1 - Default model)

	x3	x1	y1	y3	y22	y21	x22	x21
x3	.003							
x1	.000	.034						
y1	-.001	-.021	.028					
y3	.000	.000	.001	.007				
y22	.050	.000	.543	1.724	704.146			
y21	.008	.000	.092	.291	71.099	13.567		
x22	.000	.000	-.055	-.004	-2.068	-.349	.217	
x21	.000	.000	-.063	-.005	-2.334	-.394	.233	.262

Implied Correlations (Group number 1 - Default model)

	x3	x1	y1	y3	y22	y21	x22	x21
x3	1.000							
x1	.000	1.000						
y1	-.078	-.674	1.000					
y3	.048	.030	.057	1.000				
y22	.036	.000	.121	.767	1.000			
y21	.043	.000	.147	.932	.727	1.000		
x22	.000	.000	-.705	-.101	-.167	-.203	1.000	

x21	.000	.000	-.724	-.104	-.172	-.209	.976	1.000
-----	------	------	-------	-------	-------	-------	------	-------

Implied Means (Group number 1 - Default model)

	x3	x1	y1	y3	y22	y21	x22	x21
	.032	.527	-.511	1.058	12.189	1.349	.572	.627

Factor Score Weights (Group number 1 - Default model)

	x3	x1	y1	y3	y22	y21	x22	x21
x2	.105	.260	.420	-.068	.000	.001	-.068	1.165
y2	-2.209	-5.752	-8.408	40.328	.000	-.003	.173	-2.976

Total Effects (Group number 1 - Default model)

	x2	x3	x1	y2	y1
y2	-1.497	3.005	.000	.000	.000
y1	-.238	-.250	-.618	.000	.000
y3	-.017	.077	.014	.025	.183
y22	-8.872	17.815	.000	5.928	.000
y21	-1.497	3.005	.000	1.000	.000
x22	.886	.000	.000	.000	.000
x21	1.000	.000	.000	.000	.000

Standardized Total Effects (Group number 1 - Default model)

	x2	x3	x1	y2	y1
y2	-.222	.046	.000	.000	.000
y1	-.723	-.078	-.674	.000	.000
y3	-.104	.048	.030	1.018	.364
y22	-.171	.036	.000	.774	.000
y21	-.208	.043	.000	.940	.000
x22	.975	.000	.000	.000	.000
x21	1.001	.000	.000	.000	.000

Direct Effects (Group number 1 - Default model)

	x2	x3	x1	y2	y1
y2	-1.497	3.005	.000	.000	.000
y1	-.238	-.250	-.618	.000	.000
y3	.064	.048	.127	.025	.183
y22	.000	.000	.000	5.928	.000
y21	.000	.000	.000	1.000	.000
x22	.886	.000	.000	.000	.000
x21	1.000	.000	.000	.000	.000

Standardized Direct Effects (Group number 1 - Default model)

	x2	x3	x1	y2	y1
y2	-.222	.046	.000	.000	.000
y1	-.723	-.078	-.674	.000	.000
y3	.385	.030	.275	1.018	.364
y22	.000	.000	.000	.774	.000
y21	.000	.000	.000	.940	.000
x22	.975	.000	.000	.000	.000
x21	1.001	.000	.000	.000	.000

Indirect Effects (Group number 1 - Default model)

	x2	x3	x1	y2	y1
y2	.000	.000	.000	.000	.000
y1	.000	.000	.000	.000	.000
y3	-.081	.029	-.113	.000	.000
y22	-8.872	17.815	.000	.000	.000
y21	-1.497	3.005	.000	.000	.000
x22	.000	.000	.000	.000	.000
x21	.000	.000	.000	.000	.000

Standardized Indirect Effects (Group number 1 - Default model)

	x2	x3	x1	y2	y1
y2	.000	.000	.000	.000	.000
y1	.000	.000	.000	.000	.000
y3	-.489	.018	-.245	.000	.000
y22	-.171	.036	.000	.000	.000
y21	-.208	.043	.000	.000	.000
x22	.000	.000	.000	.000	.000
x21	.000	.000	.000	.000	.000

Pathwise Parameter Comparisons (Default model)

Variance-covariance Matrix of Estimates (Default model)

	par_1	par_2	par_3	par_4	par_5	par_6	par_7	par_8	par_9	par_10	par_11	par_12	par_13	par_14	par_15	par_16	par_17	par_18	par_19	par_20	par_21	par_22	par_23	par_24	par_25	par_26	par_27	par_28	par_29	
par_1	.000																													
par_2	.000	.000																												
par_3	.000	.000	.000																											
par_4	.000	.000	.000	.000																										
par_5	.000	.000	.000	.000	.147																									
par_6	.000	.000	.000	.000	.006	.252																								
par_7	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.008																							
par_8	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000																						
par_9	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000																					
par_10	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000																				
par_11	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000																			
par_12	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000																		
par_13	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000																	
par_14	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000																
par_15	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000															
par_16	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000														
par_17	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000													
par_18	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000												
par_19	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000											
par_20	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000										
par_21	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000									
par_22	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000								
par_23	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000							
par_24	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000						
par_25	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000					
par_26	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000				
par_27	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000			
par_28	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000		
par_29	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	

Correlations of Estimates (Default model)

	par_1	par_2	par_3	par_4	par_5	par_6	par_7	par_8	par_9	par_10	par_11	par_12	par_13	par_14	par_15	par_16	par_17	par_18	par_19	par_20	par_21	par_22	par_23	par_24	par_25	par_26	par_27	par_28	par_29	
par_1	1.000																													
par_2	.000	1.000																												
par_3	.000	.000	1.000																											
par_4	.000	.000	.024	1.000																										
par_5	.000	.000	.000	.000	1.000																									
par_6	.000	.000	.001	-.001	.032	1.000																								
par_7	.000	.000	.048	-.057	.000	-.003	1.000																							
par_8	.000	.000	-.001	.001	.396	.015	.006	1.000																						
par_9	.000	.000	.046	-.054	.000	-.003	.981	.045	1.000																					
par_10	.004	.000	.047	-.056	.000	-.002	.981	.006	.963	1.000																				
par_11	.000	.016	.024	-.028	.000	-.001	.490	-.035	.470	.480	1.000																			
par_12	.000	-.003	.000	.000	-.007	.000	.000	-.003	.000	.000	-.280	1.000																		
par_13	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	1.000																	
par_14	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	1.000																
par_15	-.436	-.093	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	-.002	.000	.000	.000	1.000															
par_16	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	1.000														
par_17	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	1.000													
par_18	.000	.002	.000	.000	.003	.000	.000	.001	.000	.000	.143	-.310	.000	.000	.138	-.180	-.175	1.000												
par_19	.000	.002	.000	.000	-.015	.000	-.006	.000	.000	.000	.123	-.438	.000	.000	.136	-.154	-.150	.785	1.000											
par_20	-.006	-.001	.042	-.049	.000	-.002	.863	.005	.846	.787	.422	-.196	.000	.000	-.045	.054	.053	.358	.000	1.000										
par_21	.000	.000	.012	-.015	.000	-.001	-.007	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	1.000									
par_22	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	1.000								
par_23	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	1.000							
par_24	.000	.000	-.128	.142	.000	.007	-.160	.005	-.172	-.106	-.083	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	1.000							
par_25	.000	.000	.001	-.001	-.183	-.007	-.002	-.464	-.020	-.032	.017	.001	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	1.000						
par_26	.000	.000	.182	-.224	.000	-.009	.266	-.006	.270	.261	.131	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	1.000						
par_27	.000	.000	-.082	.120	.000	.005	-.142	.003	-.144	-.139	-.070	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	1.000						
par_28	.000	.000	-.006	.007	-.001	-.001	.011	-.001	.011	.011	.005	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	1.000						
par_29	.000	.000	-.001	.001	.001	.000	.002	.000	.002	.002	.001	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	1.000					

Critical Ratios for Differences between Parameters (Default model)

	par_1	par_2	par_3	par_4	par_5	par_6	par_7	par_8	par_9
--	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Model Fit Summary

CMIN

Model	NPAR	CMIN	DF	P	CMIN/DF
Default model	29	92.714	15	.000	6.181
Saturated model	44	.000	0		
Independence model	8	2053.367	36	.000	57.038

Baseline Comparisons

Model	NFI Delta1	RFI rho1	IFI Delta2	TLI rho2	CFI
Default model	.955	.892	.962	.908	.961
Saturated model	1.000		1.000		1.000
Independence model	.000	.000	.000	.000	.000

Parsimony-Adjusted Measures

Model	PRATIO	PNFI	PCFI
Default model	.417	.398	.401
Saturated model	.000	.000	.000
Independence model	1.000	.000	.000

NCP

Model	NCP	LO 90	HI 90
Default model	77.714	51.013	111.919
Saturated model	.000	.000	.000
Independence model	2017.367	1872.575	2169.506

FMIN

Model	FMIN	F0	LO 90	HI 90
Default model	.485	.407	.267	.586
Saturated model	.000	.000	.000	.000
Independence model	10.751	10.562	9.804	11.359

RMSEA

Model	RMSEA	LO 90	HI 90	PCLOSE
Default model	.165	.133	.198	.000
Independence model	.542	.522	.562	.000

AIC

Model	AIC	BCC	BIC	CAIC
-------	-----	-----	-----	------

Default model	150.714	153.582
Saturated model	88.000	92.352
Independence model	2069.367	2070.158

ECVI

Model	ECVI	LO 90	HI 90	MECVI
Default model	.789	.649	.968	.804
Saturated model	.461	.461	.461	.484
Independence model	10.834	10.076	11.631	10.839

HOELTER

Model	HOELTER	HOELTER
	.05	.01
Default model	52	63
Independence model	5	6