

TESIS

**PENGARUH MANAJEMEN LABA TERHADAP *STOCK RETURN*
DENGAN KECERDASAN INVESTOR SEBAGAI VARIABEL
MODERASI STUDI PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

***THE EFFECT OF EARNINGS MANAGEMENT ON STOCK RETURN WITH
INVESTORS SOPHISTICATION AS A MODERATING VARIABLE
STUDY ON MANUFACTURING COMPANY LISTED ON
INDONESIA STOCK EXCHANGE***

RUSDIYANI



**PROGRAM STUDI MAGISTER SAINS MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2020**

TESIS

PENGARUH MANAJEMEN LABA TERHADAP *STOCK RETURN* DENGAN KECERDASAN INVESTOR SEBAGAI VARIABEL MODERASI STUDI PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

THE EFFECT OF EARNINGS MANAGEMENT ON STOCK RETURN WITH INVESTORS SOPHISTICATION AS A MODERATING VARIABLE STUDY ON MANUFACTURING COMPANY LISTED ON INDONESIA STOCK EXCHANGE

sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh
gelar Magister Sains Manajemen

disusun dan diajukan oleh

**RUSDIYANI
A022171008**



kepada

**PROGRAM STUDI MAGISTER SAINS MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2020**

TESIS

PENGARUH MANAJEMEN LABA TERHADAP STOCK RETURN DENGAN KECERDASAN INVESTOR SEBAGAI VARIABEL MODERASI STUDI PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

**THE EFFECT OF EARNINGS MANAGEMENT ON STOCK RETURN WITH INVESTORS
SOPHISTICATION AS A MODERATING VARIABLE STUDY ON MANUFACTURING
COMPANY LISTED ON INDONESIA STOCK EXCHANGE**

disusun dan diajukan oleh:

RUSDIYANI
Nomor Pokok: A022171008

Telah dipertahankan di depan Panitia Ujian Tesis
Pada tanggal **01 Desember 2020** dan
dinyatakan telah memenuhi syarat

Menyetujui

Komisi Penasehat

Ketua,

Anggota



Prof. Dr. H. Mahlia Muis, SE., M.Si
NIP. 196606221993032003



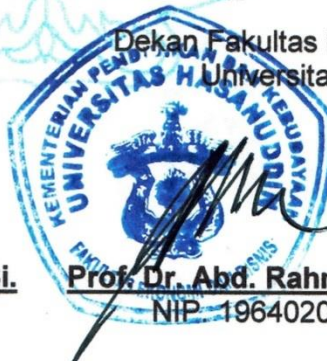
Dr. Muh. Idrus Taba, SE., M.Si
NIP. 196004031986091001

Ketua Program Studi
Magister Sains Manajemen
Fakultas Ekonomi dan Bisnis



Prof. Dr. Idayanti Nursyamsi, S.E., M.Si.
NIP. 19690627 199403 2 002

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin



Prof. Dr. Abd. Rahman Kadir, S.E., M.Si.
NIP. 19640205 198810 1 001

PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini,

Nama : RUSDIYANI

NIM : A022171008

Program Studi : Magister Sains Manajemen

Menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa tesis yang berjudul

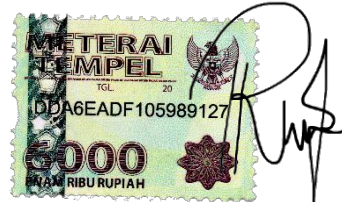
**PENGARUH MANAJEMEN LABA TERHADAP *STOCK RETURN* DENGAN
KECERDASAN INVESTOR SEBAGAI VARIABEL MODERASI
STUDI PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR
DI BURSA EFEK INDONESIA**

adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang pengetahuan saya di dalam naskah tesis ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan/ditulis/diterbitkan sebelumnya, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebut dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila dikemudian hari ternyata di dalam naskah tesis ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No.20 Tahun 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70)

Makassar, November 2020

Yang membuat pernyataan



Rusdiyani

PRAKATA

Puji syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa atas segala berkat dan kasih karunian-Nya sehingga tesis ini dapat diselesaikan dengan baik dan tepat pada waktunya. Tesis ini ditulis dalam rangka memenuhi syarat untuk mencapai gelar Magister Sains Management pada Program Studi Magister Manajemen dan Keuangan Sekolah Pascasarjana Universitas Hasanuddin Makassar.

Adapun judul tesis ini adalah “Pengaruh Manajemen Laba Terhadap *Stock Return* Dengan Kecerdasan Investor Sebagai Variabel Moderasi Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia”.

Penulis menyadari bahwa tesis dapat diselesaikan berkat dukungan dan bantuan dari berbagai pihak, oleh karena itu penulis berterima kasih kepada semua pihak yang secara langsung maupun tidak langsung memberikan kontribusi dalam menyelesaikan tesis ini.

Selanjutnya ucapan terima kasih penulis sampaikan kepada:

1. Prof. Dr. Hj. Mahlia Muis, SE., M.Si selaku dosen pembimbing 1 yang telah mengarahkan dan membimbing penulis selama penyusunan tesis ini.
2. Dr. Muh Idrus Taba, SE., M.Si selaku dosen pembimbing 2 yang telah mengarahkan dan membimbing penulis selama penyusunan tesis ini.
3. Prof. Dr. Idayanti Nursyamsi, SE., M.Si selaku ketua Program Studi Magister Manajemen dan Keuangan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin Makassar yang telah memberikan arahan awal sebelum seminar proposal tesis.

4. Prof Syamsu Alam, SE., M.Si selaku salah satu tim penguji yang telah memberikan saran dalam penyelesaian tesis ini.
5. Dr. Erlina Pakki SE., MA selaku salah satu tim penguji yang telah memberikan saran dalam penyelesaian tesis ini.
6. Dr. Abdul Razak Munir, SE., M.Si., MMKfg selaku salah satu tim penguji yang telah memberikan saran dalam penyelesaian tesis ini.
7. Seluruh dosen pengajar dalam program studi magister manajemen keuangan sekolah pascasarjana Universitas Hasanuddin Makassar yang telah memberikan pengetahuan yang sangat bermanfaat selama masa perkuliahan.
8. Seluruh staf administrasi serta petugas perpustakaan pada program Pascasarjana Universitas Hasanuddin Makassar, yang secara langsung dan tidak langsung telah memberikan bantuan kepada penulis dalam menyelesaikan penulisan tesis ini.
9. Teristimewa untuk kedua orang tua tercinta beserta kakak yang telah memberikan kepercayaan dan dukungan materil serta doa yang tidak pernah putus sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan tesis ini.
10. Andri Hidayat yang tidak hentinya memberikan dukungan, semangat dan motivasi dalam penyelesaian tesis ini.
11. Kepada teman-teman seangkatan, iin, kak muhlis, meli, kak ika, kak dila, kak dewi, indah, baldia, inceng, lany, terima kasih karena kita pernah belajar dan tumbuh bersama dalam persaudaraan selama masa perkuliahan.
12. Semua pihak yang penulis tidak dapat menyebutkan satu persatu, yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan tesis ini.

Akhir kata, penulis mengucapkan terima kasih kepada semua pihak atas segala dukungan dan doanya semoga Allah SWT membalas segala kebaikan yang telah mereka berikan kepada penulis.

Makassar, November 2020

Penulis

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized 'R' followed by a series of loops and a vertical line extending downwards.

Rusdiyani

ABSTRAK

RUSDIYANI. *Pengaruh Manajemen Laba terhadap Stock Return dengan Kecerdasan Investor sebagai Variabel Moderasi: Studi Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia* (dibimbing oleh Mahlia Muis dan Muh. Idrus Taba).

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh manajemen laba (*earnings management*) terhadap *stock return* dengan kecerdasan investor sebagai variabel moderasi di perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009 – 2018.

Sampel penelitian ini sebanyak 29 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penyampelan data menggunakan metode penyampelan purposif dengan beberapa kriteria yang telah ditentukan oleh peneliti. Teknik analisis data yang digunakan, yaitu statistik deskriptif, uji normalitas, uji asumsi klasik. Uji hipotesis menggunakan regresi berganda dan uji-T dengan tingkat signifikansi 0,5%. Manajemen laba menggunakan pendekatan *discretionary accrual* yang dihitung dengan model Jones modifikasi. *Stock return* menggunakan metode *cumulative abnormal return* (CAR) dihitung dengan pendekatan *market adjusted model*, sedangkan untuk kecerdasan investor diproksi dari tingkat kepemilikan institusional dengan nilai >40%.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajemen laba sebelum *seasoned equity offering* (SEO) berpengaruh signifikan terhadap *stock return* yang mengindikasikan semakin tinggi manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan, maka *stock return* yang diperoleh akan semakin rendah. Hasil lain bahwa manajemen laba yang dilakukan perusahaan berpengaruh negatif terhadap *stock return* ketika mempertimbangkan faktor kecerdasan investor yang diproksi dari kepemilikan institusional. Dengan kata lain, kecerdasan investor memoderasi (memperkuat) pengaruh manajemen laba terhadap *stock return*.

Kata kunci: manajemen laba, *stock return*, kecerdasan investor, *discretionary accrual*



ABSTRACT

RUSDIYANI. *The Effect of Earning Management on Stock Returns with Investors' Sophistication as a Moderating Variable : A Study on Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange* (supervised by **Mahlia Muis** and **Muh Idrus Taba**)

This study aims to analyze the effect of earning management on stock return using investors' sophistication as a moderating variable in manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange from 2009 to 2018.

The samples consisted of 29 manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange. They were selected using purposive sampling method with several criteria determined by the researcher. The techniques of data analysis were descriptive statistics, normality test, classic assumption test, hypothesis testing using multiple regression and t test with a significant level of 5%. Earning management used discretionary accrual approach calculated by modified Jones' model; stock return used Cumulative Abnormal Return (CAR) calculated using Market Adjusted Model approach, while investors' sophistication was proxied from the level of institutional ownership with a value of >40%.

The results of this study indicate that earning management before Seasoned Equity Offering (SEO) has a significant effect on stock return. This indicates that the higher the earning management performed by the companies, the lower the stock returns will be obtained. It is also found that earning management by the companies has a negative effect on stock return when considering the investors' sophistication factor which is proxied from institutional ownership. In other words, investors' sophistication moderates (strengthens) the effect of earning management on stock returns.

Key words: earning management, stock return, investor sophistication, discretionary accrual



DAFTAR ISI

	halaman
HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN	iv
PRAKATA	v
ABSTRAK	vii
ABSTRACT	viii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah	8
1.3 Tujuan Penelitian	8
1.4 Kegunaan Penelitian	8
1.5 Ruang Lingkup Penelitian	9
1.6 Sistematika Penulisan	10
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	12
2.1 Tinjauan Teori dan Konsep	12
2.1.1 Investasi	12
2.1.2 Pasar Modal	17
2.1.3 Saham.....	24
2.1.4 Indeks Harga Saham	26
2.1.5 Laporan Keuangan	28
2.1.6 Manajemen Laba (<i>Earnings Management</i>)	30
2.1.7 <i>Stock Return</i>	35
2.1.8 Kecerdasan Investor.....	37
2.1.9 Teori Sinyal (<i>Signaling Theory</i>).....	39
2.1.10 Kepemilikan Institusional	40
2.1.11 <i>Seasoned Equity Offerings</i> (SEO)	43
2.1.12 Teori Asimetri Informasi.....	45
2.1.13 Teori Pasar Efisien	48
2.2 Tinjauan Empiris	52
BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	57
3.1 Kerangka Konseptual.....	57
3.2 Hipotesis	59

BAB IV	METODE PENELITIAN	61
	4.1 Rancangan Penelitian	61
	4.2 Situs dan Waktu Penelitian	62
	4.3 Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel	62
	4.4 Jenis dan Sumber Data.....	65
	4.5 Metode Pengumpulan Data.....	66
	4.6 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	66
	4.7 Instrumen Penelitian	74
	4.8 Teknik Analisis Data.....	74
BAB V	HASIL PENELITIAN.....	79
	5.1 Deskripsi Data.....	79
	5.2 Uji Asumsi Klasik	81
	5.3 Analisis Regresi	86
	5.4 Uji Hipotesis.....	88
BAB VI	PEMBAHASAN	91
	6.1 Semakin Tinggi Manajemen Laba Yang Dilakukan Perusahaan Sebelum Seasoned Equity Offerings (SEO) Maka Stock Return Semakin Rendah	91
	6.2 Semakin Tinggi Manajemen Laba Maka Stock Return Yang Diperoleh Semakin Rendah Apabila Mempertimbangkan Faktor Kecerdasan Inverstor Sebagai Variabel Moderasi.....	92
BAB VII	PENUTUP	95
	7.1 Kesimpulan	95
	7.2 Implikasi.....	96
	7.3 Keterbatasan Penelitian	97
	7.4 Saran	97
	DAFTAR PUSTAKA.....	99
	LAMPIRAN	103

DAFTAR TABEL

2.1	Penelitian Terdahulu	53
4.1	Daftar Perusahaan SEO.....	63
5.1	Uji Statistik Deskriptif.....	79
5.2	Uji Glesjer.....	83
5.3	Uji Multikolinearitas	85
5.4	Hasil Uji Regresi Sebelum Berinteraksi dengan Variabel Moderasi	87
5.5	Hasil Uji Regresi Setelah Berinteraksi dengan Variabel Moderasi	88
6.1	Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis	91

DAFTAR GAMBAR

3.1	Kerangka Pemikiran	58
5.1	Uji Normalitas Model Pertama	79
5.2	Uji Normalitas Persamaan Kedua.....	84
5.3	Analisis Grafik <i>Scatterplots</i>	86

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Kata investasi tidak hanya dikenal oleh seorang pebisnis maupun seorang akuntan, akan tetapi masyarakat awam juga sudah sering mendengar atau bahkan melakukan kegiatan investasi ini. Secara umum, investasi dapat diartikan sebagai kegiatan menanamkan sejumlah dana dalam suatu aset, dengan harapan suatu saat nilai aset tersebut bertambah (Diana dan Setiawati, 2017:151). Artinya, pemilik aset atau seorang investor akan mendapatkan keuntungan pada saat aset tersebut dijual dengan nilai yang lebih besar. Investasi ini sendiri memiliki berbagai macam jenis, antara lain yaitu dengan melakukan investasi berupa logam, tanah, properti, surat berharga maupun valuta asing. Dalam hal ini, peneliti akan membahas mengenai investasi dalam bentuk surat berharga yaitu saham.

Saham merupakan salah satu jenis instrumen surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal. Pasar modal merupakan tempat pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana. Perusahaan menggunakan pasar modal sebagai alternatif lain untuk memperoleh tambahan dana dengan cara menerbitkan atau menjual surat berharganya seperti saham, obligasi dan lain-lain. Seorang investor membutuhkan informasi yang akurat dan berkualitas sebelum melakukan investasi dipasar modal. Salah satu sumber informasi yang digunakan investor dalam melakukan analisis investasi adalah laporan keuangan yang dikeluarkan oleh perusahaan. Penyusunan laporan keuangan harus berdasarkan Standar Akuntansi Keuangan yang menyatakan bahwa manajemen dapat memilih dan menerapkan kebijakan akuntansi yang sesuai dengan standar yang berlaku

atau standar akuntansi yang ditetapkan berdasarkan prinsip (*principle based*) membuat manajemen dapat menggunakan penilaiannya sendiri dalam menentukan perlakuan akuntansi atas suatu kejadian ekonomi. Perbedaan antara peraturan atau standar yang berlaku dengan praktiknya sering terjadi di dalam perusahaan, perbedaan ini digunakan untuk memodifikasi laporan keuangan, sehingga laporan keuangan dapat menyajikan laba sesuai dengan keinginan dari manajemen perusahaan. Manajemen laba (*earnings management*) adalah tindakan atau kegiatan memodifikasi atau mengubah laporan keuangan perusahaan sesuai dengan keinginan dari pihak manajemen sejauh apa yang dilakukannya masih dalam ruang lingkup prinsip akuntansi.

Manajemen laba dilakukan untuk mempengaruhi tingkat pendapatan pada waktu tertentu untuk kepentingan manajemen maupun *stakeholder*. Manajemen laba merupakan intervensi manajemen dalam proses penyusunan laporan keuangan eksternal sehingga dapat memanipulasi dengan cara menaikkan atau menurunkan laba perusahaan.

Manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan muncul karena adanya hubungan agensi antara *principal* (pemegang saham) dan *agent* (manajer). Hubungan agensi antara pemegang saham manajer tersebut dijelaskan dalam teori keagenan. Teori keagenan (*agency theory*) adalah teori yang menjelaskan bahwa hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan setelah itu memberikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut (Jensen dan Meckling, 1976) dalam Almadara (2017). Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (*principal*) yaitu pemegang saham dengan pihak yang menerima wewenang (*agent*) yaitu manajer.

Peristiwa manajemen laba bukan merupakan hal yang baru di dalam dunia bisnis. Di Indonesia, salah satu kasus manajemen laba yang terjadi baru-baru ini adalah kasus PT Garuda Indonesia Persero Tbk. Kasus yang dialami oleh salah satu maskapai penerbangan pelat merah ini berawal dari hasil laporan keuangan Garuda Indonesia untuk tahun buku 2018. Dalam laporan keuangan tersebut, Garuda Indonesia Group membukukan laba bersih sebesar USD 809,85 ribu atau setara Rp 11,33 miliar (asumsi kurs Rp 14.000 ribu per dolar AS). Angka ini melonjak tajam dibanding 2017 yang menderita rugi USD 216,5 juta (Hartono, okezone.com). Terungkapnya laporan keuangan tersebut menjadi polemik karena dua komisaris Garuda Indonesia yaitu Chairal Tanjung dan Doni Oskaria, menganggap bahwa laporan keuangan 2018 tersebut tidak sesuai dengan Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK). Terungkapnya kasus manajemen laba ini membuat para pembuat kebijakan semakin memperketat peraturan atau kebijakan untuk melindungi orang-orang yang cenderung melihat laporan keuangan perusahaan sebelum melakukan investasi.

Selain itu masih ada banyak kasus lain yang terjadi di Indonesia diantaranya kasus PT Lippo Tbk dan kasus PT Indofarma Tbk. Menurut Sulistiawan, dkk (2011:55) Kasus PT Indofarma Tbk, merupakan kasus kekeliruan dalam penyajian laporan keuangan. Berawal dari temuan Bapepam mengenai adanya pelanggaran Undang-undang Pasar Modal yang dilakukan oleh PT Indofarma Tbk.

Kasus manajemen laba yang lainnya terjadi pada PT Kimia Farma Tbk yang merupakan salah satu produsen obat-obatan milik pemerintah di Indonesia, pada dasarnya dimotivasi oleh keinginan pihak direksi untuk menaikkan laba. indikasi adanya penggelembungan keuntungan (*overstate*) dalam laporan keuangan pada Semester I 2002 juga dinyatakan dalam *annual report* Bapepam 2002.

Berdasarkan hasil pemeriksaan Bapepam disimpulkan bahwa tindakan yang dilakukan oleh PT Kimia Farma Tbk terbukti melanggar Peraturan Bapepam Nomor VIII G.7 tentang Pedoman Penyajian Laporan Keuangan Sulistiawan dkk (2011:57) dalam Sudirman (2016).

Praktik manajemen laba sendiri memiliki dua sifat utama yaitu bersifat efisien dan bersifat oportunistik. Manajemen laba yang bersifat efisien akan meningkatkan kualitas informasi keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan sedangkan manajemen laba yang bersifat oportunistik akan merugikan para pengguna laporan keuangan karena membuat laporan keuangan yang tidak menggambarkan kondisi sebenarnya (Scoot, 2011) dalam Istiqomah dan Adhariani (2017).

Di dalam dunia bisnis, kadang perusahaan membutuhkan dana tambahan untuk mempertahankan atau meningkatkan kinerja perusahaan. Pada saat perusahaan membutuhkan dana yang lebih besar, maka salah satu cara yang dapat dilakukan yaitu dengan mencari dana tambahan dari perusahaan lain. Cara yang dimaksud disini salah satunya yaitu melalui mekanisme *Seasoned Equity Offerings* (SEO). Menurut Sulistyanto (2008:75), pengertian *Seasoned Equity Offerings* (SEO) adalah penawaran saham tambahan yang dilakukan oleh perusahaan publik yang memerlukan tambahan dana untuk membiayai kegiatan operasional maupun investasinya. Ada beberapa cara yang dapat dilakukan dengan *Seasoned Equity Offerings* (SEO), diantaranya yaitu *right issues*, *second offerings*, *third offerings* dan seterusnya.

Ada beberapa hal yang dapat memotivasi perusahaan melakukan *Seasoned Equity Offerings* (SEO) antara lain : (1) memperoleh sumber dana untuk keperluan investasi dengan harapan profitabilitas perusahaan akan meningkat, (2) memperbaiki struktur modal perusahaan, (3) meningkatkan likuiditas

perusahaan, (4) sarana meningkatkan nilai perusahaan (5) mempertahankan porsi kepemilikan pemegang saham lama, (6) meningkatkan likuiditas saham dengan penambahan jumlah saham beredar sehingga dapat meningkatkan volume dan frekuensi perdagangan serta *Stock Return*.

Salah satu cara yang dapat dilakukan dengan *Seasoned Equity Offerings* (SEO) yaitu dengan cara *right issues*. Dengan melakukan *right issues* perusahaan menjual *right* (hak) kepada pemegang saham lama untuk membeli saham yang sebanding dengan kepemilikan saham pada *exercise price* (tingkat harga) yang telah ditentukan pada periode tertentu. Tingkat harga yang dimaksud adalah harga yang lebih rendah dibanding dengan harga pasar. Berdasarkan teori, perusahaan yang melakukan *right issues* menyebabkan harga saham menjadi negatif, hal tersebut diakibatkan oleh adanya sistem resiko (*systematic risk*). Oleh karena itu, pihak manajemen berusaha mengatur laba agar kinerja perusahaan terlihat bagus dengan cara menaikkan laba sehingga para investor tertarik untuk melakukan investasi pada perusahaan. Informasi laba menjadi hal yang sangat diperhatikan oleh investor tanpa memperhatikan prosedur untuk menghasilkan informasi laba tersebut. Hal tersebut mengakibatkan banyak pihak manajemen yang melakukan *disfunctional behavior* dengan cara melakukan manajemen laba (*earnings management*) atau dengan melakukan manipulasi laba (*earnings manipulation*) untuk menghasilkan laba yang dianggap normal bagi perusahaan.

Dalam penelitian ini akan di analisis mengenai tindakan manajer perusahaan melakukan manajemen laba menjelang *Seasoned Equity Offering* sesuai dengan penelitian-penelitian yang sudah ada. Beberapa penelitian terdahulu yang membuktikan bahwa manajer melakukan manajemen laba menjelang *Seasoned Equity Offerings* (SEO) sehingga kinerja saham setelah *Seasoned Equity*

Offerings (SEO) menjadi rendah. Penelitian yang dilakukan oleh Rangan (1998) dalam Sari (2103) menunjukkan bahwa kinerja saham perusahaan setelah *Seasoned Equity Offerings* (SEO) adalah rendah. Oleh karena itu perusahaan yang melakukan manajemen laba sebelum *Seasoned Equity Offerings* (SEO) akan memperoleh *Stock Return* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan manajemen laba.

Penelitian yang dilakukan oleh Istiqomah dan Adhariani (2017) menyatakan menyatakan bahwa praktik manajemen laba yang dilakukan oleh komite audit perusahaan terbukti memiliki kemampuan untuk memoderasi hubungan negatif antara manajemen laba dengan *stock return*. Sehingga dapat disimpulkan jika hubungan negatif antara praktik manajemen laba dengan *stock return* mampu diperlemah dengan efektivitas komite audit yang tinggi.

Penelitian Joni dan Jogiyanto (2009) berhasil menemukan hubungan manajemen laba sebelum *Initial Public Offering* (IPO) dan *Stock Return* dengan kecerdasan investor sebagai variabel pemoderasi. Koefisien hubungan manajemen laba dengan *Stock Return* yang mempertimbangkan faktor kecerdasan investor bernilai negatif. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen laba yang tinggi menyebabkan *Stock Return* rendah ketika mempertimbangkan faktor kecerdasan investor. Dalam penawaran saham perdana, investor cenderung menggunakan laporan keuangan sebagai satu-satunya sumber informasi yang dapat dimanfaatkan investor sebelum investor membuat keputusan investasinya. Apabila investor mampu mendeteksi praktik manajemen laba di sekitar *Initial Public Offering* (IPO) hanya dengan menggunakan informasi dalam laporan prospektus, maka peneliti berpendapat dalam *Seasoned Equity Offering* (SEO) ini investor akan lebih banyak mendapatkan informasi masa lalu perusahaan, informasi saat ini, maupun informasi yang bersifat sebagai

pendapat yang beredar di pasar yang dapat mempengaruhi analisisnya, sehingga manajemen laba yang dilakukan manajer dengan cepat dapat terdeteksi.

Kepemilikan institusional dinilai dapat mengurangi praktik manajemen laba karena manajemen menganggap institusi sebagai *sophisticated investor* serta dapat memonitor manajemen yang dampaknya akan mengurangi motivasi manajer untuk melakukan manajemen laba (Siregar dan Utama, 2005). Selain itu investor institusional merupakan investor yang cangguh atau investor yang cerdas (*sophisticated*) yang lebih menggunakan informasi periode sekarang dalam memprediksi laba masa depan dibandingkan dengan investor non-institusional. Penelitian yang dilakukan oleh Jogiyanto (2009) menyatakan bahwa kecerdasan investor (*investor sophistication*) merupakan faktor penentu hubungan antara laba dan *return*. Selain itu Balsam *et al* (2002) dalam Jogiyanto dan Joni (2011) menyatakan bahwa para investor yang cerdas mampu mendeteksi manajemen laba lebih cepat daripada para investor yang tidak cerdas (*unsophisticated investors*).

Penelitian yang dilakukan oleh Sari (2013) menunjukkan bahwa manajemen laba yang tinggi menyebabkan *Stock Return* rendah ketika mempertimbangkan faktor kecerdasan investor. Dengan kata lain kecerdasan investor memoderasi (memperkuat) pengaruh manajemen laba terhadap *Stock Return*. Hal ini membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh positif terhadap *Stock Return*. Pertumbuhan perusahaan yang tinggi belum tentu akan memberikan return yang tinggi pula. Penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Sari (2013) yang meneliti hubungan manajemen laba sebelum SEO dan *Stock Return* dengan kecerdasan investor sebagai variabel pemoderasi dengan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek pada tahun

2001-2011.

Berdasarkan penelitian sebelumnya, maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Manajemen Laba Terhadap *Stock Return* Dengan Kecerdasan Investor Sebagai Variabel Moderasi (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2018).

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang diatas, maka masalah yang akan diteliti dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Apakah Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia melakukan manajemen laba sebelum *Seasoned Equity Offerings*(SEO)?
2. Apakah kecerdasan investor yang diukur dengan kepemilikan institusional memoderasi antara manajemen laba sebelum *Seasoned Equity Offerings* (SEO) dapat berpengaruh terhadap *Stock Return* Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk menguji apakah perusahaan melakukan manajemen laba diluar penawaran saham perdana dan pengaruhnya terhadap *Stock Return*.
2. Untuk menguji kembali hasil penelitian terdahulu yang tidak konsisten mengenai pengaruh manajemen laba yang dilakukan perusahaan sebelum *Seasoned Equity Offerings* (SEO) terhadap *Stock Return* dengan mempertimbangkan kecerdasan investor sebagai variabel pemoderasi.

1.4 Kegunaan Penelitian

Berdasarkan hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan banyak manfaat kepada berbagai pihak diantaranya :

1.4.1 Kegunaan Teoritis

Untuk dunia akademisi dan peneliti, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi perkembangan studi dengan memberikan bukti empiris mengenai *Stock Return* perusahaan yang tercatat di pasar modal Indonesia terkait dengan reaksi pasar atas pengumuman informasi laba yang mengandung *earnings management*. Penelitian ini juga diharapkan dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan untuk kajian penelitian selanjutnya, khususnya penelitian dibidang akuntansi keuangan dan pasar modal.

1.4.2 Kegunaan Praktis

Untuk manajemen perusahaan khususnya pada perusahaan manufaktur Yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dalam menyusun laporan keuangan seorang manajer perusahaan diharapkan untuk mempertimbangkan kembali apabila akan melakukan tindakan *earnings management*. Tindakan *earnings management* dianggap dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan tetapi dapat merugikan investor maupun calon investor karena informasi laporan keuangan yang diberikan kepada publik oleh pihak manajemen perusahaan sudah dimanipulasi terlebih dahulu untuk memperoleh *Stock Return* yang lebih banyak. Adapun manfaat penelitian ini bagi investor dan calon investor yang melakukan investasi di pasar modal, penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan untuk membuat keputusan investasi, terutama yang terkait dengan pengaruh praktik manajemen laba terhadap *return* Investasi.

1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Ruang lingkup atau batasan dalam penelitian “Pengaruh Manajemen Laba Terhadap *Stock Return* Dengan Kecerdasan Investor Sebagai Variabel Moderating” yaitu sebagai berikut : Manajemen laba atau *earnings management* menggunakan model modifikasi Jones yang merupakan salah satu model akrual,

Stock Return menggunakan *Cumulative Abnormal Return (CAR)*, dan variabel moderating menggunakan kepemilikan institusional yang menjadi proksi dari kecerdasan investor dan *cut off* 40% atau lebih kepemilikan institusi yang menunjukkan investor yang cerdas dalam melakukan tindakan investasi.

1.6 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dalam tesis ini bertujuan untuk mempermudah pembahasan dalam penulisan tesis. Sistematika penulisan dalam tesis ini meliputi :

BAB I PENDAHULUAN

Dalam bab ini dijelaskan mengenai latarbelakang dilakukannya penelitian ini, rumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian dan ruang lingkup dalam penelitian ini.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Pada bab ini dibahas mengenai landasan teori dan beberapa penelitian terdahulu yang menjadi acuan dasar teori dalam penelitian ini.

BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

Bab ini memaparkan mengenai kerangka konseptual penelitian yang digambarkan melalui skema. Dalam bab ini juga disertakan hipotesis penelitian yang merupakan jawaban sementara dari masalah penelitian

BAB IV METODE PENELITIAN

Dalam bab ini berisi tentang metode penelitian yang menjelaskan tentang variabel penelitian dan definisi operasional variabel, populasi yang terdiri dari kumpulan objek penelitian dan penentuan sampel, jenis dan sumber data yang digunakan, metode pengumpulan data

serta metode analisis.

BAB V HASIL PENELITIAN

- Deskripsi Data
- Deskripsi Hasil Penelitian

BAB VI PEMBAHASAN

BAB VII PENUTUP

- Kesimpulan
- Keterbatasan Penelitian
- Saran

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Teori dan Konsep

2.1.1 Investasi

Istilah investasi merupakan hal yang sudah tidak asing lagi di dunia perekonomian, baik dari kalangan pebisnis dan akuntan maupun orang awam. Investasi merupakan suatu kegiatan menanamkan sejumlah modal atau dana saat ini untuk memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang. Menurut Frank J. Fabozzi dalam Fahmi (2014:264) investasi adalah proses pengelolaan uang. Investasi merupakan salah satu dari beberapa macam aset keuangan. Aset keuangan adalah aset berbentuk kas, instrumen ekuitas yang diterbitkan entitas lain, hak kontraktual untuk menerima kas atau aset keuangan atau berbentuk kontrak yang akan diselesaikan dengan menggunakan instrumen ekuitas yang diterbitkan oleh entitas (Diana dan Setiawati, 2017:151).

Seorang ekonom asal Amerika Paul R.Krugman dan Maurice Obstfeld dalam Fahmi (2014:264) mengatakan bahwa bagian *output* yang digunakan oleh perusahaan-perusahaan swasta guna menghasilkan *output* di masa mendatang bisa disebut sebagai investasi. Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan untuk memperoleh sejumlah keuntungan di masa yang akan datang (Tandelilin, 2010:2).

Menurut Abdul Halim (2005) dalam Dewi dan Vijaya (2018:2) investasi pada hakikatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan dimasa mendatang. Investasi dapat didefinisikan sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk dimasukkan keaktiva

produktif selama periode waktu tertentu. Dengan adanya aktiva produktif penundaan konsumsi sekarang untuk diinvestasikan ke aktiva yang produktif tersebut akan meningkatkan utility total.

Istilah investasi dapat berkaitan erat dengan berbagai macam kegiatan. Misalnya dengan melakukan investasi terhadap aset riil atau aset berwujud seperti berupa tanah, emas, mesin atau bangunan dan pada aset finansial seperti deposito, saham maupun obligasi. Dalam melakukan kegiatan investasi pihak-pihak yang terlibat disebut sebagai investor. Pada umumnya investor dapat digolongkan menjadi dua golongan. Golongan tersebut meliputi investor individual (*individual/retail investors*) dan investor institusional (*institutional investors*). *Individual Investors* terdiri dari orang-orang yang melakukan investasi secara perorangan. Sedangkan *institutional investors* dilakukan oleh perusahaan-perusahaan asuransi, lembaga dana (bank dan lembaga simpan pinjam), lembaga dana pensiun maupun perusahaan investasi lainnya.

Investasi mengajarkan seorang investor untuk mengelola kesejahteraan investor dengan menggunakan dananya secara tepat sehingga dapat menghasilkan laba yang lebih banyak di masa mendatang. Mencari keuntungan dengan melakukan investasi merupakan hal yang tidak mudah untuk dilakukan oleh investor. Investor harus benar-benar melakukan analisis dan perhitungan dengan sangat hati-hati sehingga dana yang dikeluarkan benar-benar dapat memberikan keuntungan bukannya kerugian.

Menurut Ikatan Akuntan Indonesia dalam Standar Akuntansi Keuangan pengertian investasi adalah suatu aset yang digunakan perusahaan untuk pertumbuhan kekayaan (*accretion of wealth*) melalui distribusi hasil investasi (seperti bunga, royalti, dividen dan uang sewa) untuk apresiasi nilai investasi

atau untuk manfaat lain bagi perusahaan yang berinvestasi seperti manfaat yang diperoleh melalui hubungan perdagangan.

Investasi terdiri dari beberapa macam, diantaranya yaitu :

- a. Investasi kekayaan *rill (real property)*. Investasi kekayaan *rill* merupakan investasi terhadap aset yang berwujud nyata seperti tanah, bangunan dan lain-lain;
- b. Investasi kekayaan pribadi yang tampak (*tangible personal property*). Investasi kekayaan pribadi yang tampak maksudnya yaitu investasi terhadap benda-benda seperti emas,berlian, barang antik dan termasuk benda seni seperti lukisan dan lain-lain;
- c. Investasi keuangan (*financial investment*). Investasi keuangan adalah jenis investasi terhadap surat berharga, baik yang ada di pasar uang (*money market*) seperti deposito, SBI,SBPU maupun surat berharga di pasar modal (*capital market*) seperti saham, obligasi dan berbagai bentuk surat berharga pasar modal lainnya;
- d. Investasi komoditas (*commodity investment*). Investasi komoditas adalah jenis investasi pada komoditas dalam artian barang seperti kopi, kelapa sawit dan lain-lain. Jenis investasi ini disebut sebagai perdagangan berjangka.

Menurut Nisa dan Zulaika (2017:26) dalam Murbaharani (2019), seorang investor akan mempertimbangkan beberapa faktor sebelum melakukan suatu investasi seperti *accounting information* (seluruh informasi mengenai laporan keuangan perusahaan), *self image* (informasi perusahaan mengenai reputasi dan posisi perusahaan dalam industri), *classic* (kemampuan dari investor dalam menentukan kriteria ekonomis), faktor eksistensi (mempertimbangkan apakah perusahaan tersebut merupakan perusahaan nasional atau internasional) dan

professional recommendation (rekomendasi maupun saran dari beberapa orang yang telah terbiasa dengan masalah investasi

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan investor untuk berinvestasi (Anjani, 2011), diantaranya yaitu :

a. Likuiditas

Menurut Hidayat (2010:463), keputusan investasi yang dibuat perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan menghasilkan kas yang dapat memenuhi kebutuhan jangka panjang maupun jangka pendek atau yang disebut dengan likuiditas perusahaan. Semakin besar likuiditas perusahaan struktur modal atau hutangnya akan semakin berkurang, karena dengan likuiditas yang tinggi, perusahaan memiliki dana tersedia yang dapat digunakan untuk membiayai kebutuhan-kebutuhan perusahaan dengan modal sendiri, dalam pengambilan keputusan investasi biaya modal sendiri justru diperhitungkan daripada menanggung risiko. Likuiditas diproksikan dengan *current ratio*, yaitu rasio antara aktiva lancar dengan hutang lancar.

b. Kesempatan Investasi

Hidayat(2010:464) menyatakan bahwa jika terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan, maka manajer berusaha mengambil peluang-peluang tersebut untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Karena semakin besar kesempatan investasi yang menguntungkan, maka investasi yang dilakukan akan semakin besar.

c. Profitabilitas (ROI)

Menurut Birmingham dan Gapenski (2006) probabilitas adalah hasil akhir dari sejumlah kebijakan dan keputusan manajemen perusahaan, jadi dikatakan probabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba bersih dari aktivitas yang dilakukan pada periode akuntansi.

d. Hutang

Hutang adalah semua kewajiban perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, dimana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor. Penggunaan hutang sendiri dapat menjadi alternatif ketika perusahaan dihadapkan dengan kesulitan keuangan, namun penggunaan hutang terlalu tinggi, dapat mengakibatkan *financial distress*.

Kegiatan investasi merupakan salah satu pemegang peranan penting dalam meningkatkan pertumbuhan perekonomian suatu negara. Investasi dianggap mampu menghasilkan pendapatan dan meningkatkan kapasitas produksi dengan cara meningkatkan persediaan terhadap modal. Hal tersebut sejalan dengan teori yang dikemukakan oleh Keynes seorang pakar ekonomi. Teori Keynes (*teori multiplier*) yang dikemukakan oleh John Maynard Keynes (1830-1946) dalam Fahmi (2014:276). Teori Keynes membahas mengenai pengaruh anggaran pemerintah (*government budget*) terhadap pertumbuhan ekonomi. Keynes mengatakan bahwa perkembangan perekonomian dapat dipengaruhi dengan memperbesar anggaran pengeluaran pemerintah pada saat keadaan perekonomian sedang mengalami kelesuan (*recession*) sehingga dapat meningkatkan lapangan pekerjaan dan meningkat pendapatan riil masyarakat. Perubahan yang diakibatkan dari pengeluaran anggaran pemerintah dapat mempengaruhi besarnya pendapatan nasional yang kemudian akan menimbulkan perubahan pada golongan pengeluaran tertentu yang pada akhirnya pendapatan nasional akan bertambah beberapa kali lipat disebut sebagai proses *multiplier*. *Multiplier effect* dianggap dapat memberikan perubahan ekonomi ke arah yang dinamis bagi suatu negara. Berdasarkan teori Keynes tersebut sudah jelas bahwa investasi berperan penting dalam

perekonomian suatu negara karena dapat meningkatkan pendapatan dan kapasitas produksi perekonomian dengan melakukan peningkatan terhadap modal.

Dalam melakukan kegiatan investasi, seorang investor membutuhkan suatu proses, dimana proses tersebut akan memberikan gambaran mengenai setiap tahapan yang diambil oleh perusahaan. Ada beberapa proses yang secara umum dapat dilakukan oleh perusahaan diantaranya menetapkan sasaran investasi, membuat kebijakan investasi, memilih strategi portofolio, memilih aset serta mengukur dan mengevaluasi kerja.

Menurut Husnan (1996:133) faktor-faktor yang perlu diperhatikan dalam melakukan investasi terdiri dari :

- a. Adanya usul-usul investasi;
- b. Estimasi arus kas dari usul-usul investasi tersebut;
- c. Evaluasi arus kas tersebut;
- d. Memilih proyek-proyek yang sesuai dengan kriteria tertentu; dan
- e. Monitoring dan penilaian terus menerus terhadap proyek investasi setelah investasi dilaksanakan.

2.1.2 Pasar Modal

Secara etimologis, untuk istilah pasar digunakan kata bursa, *exchange* dan market. Adapun untuk istilah modal sering digunakan kata efek, *securities* dan *stock*. Sunyoto dan susanti (2015:56) mendefinisikan pasar modal (*capital market*) adalah suatu pasar dimana dana-dana jangka panjang baik berupa utang maupun modal sendiri diperdagangkan. Dana jangka panjang yang diperdagangkan tersebut diwujudkan dalam surat-surat berharga. Jenis surat berharga yang diperjualbelikan di pasar modal memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun dan ada yang tidak memiliki jatuh tempo. Dana jangka panjang

berupa utang yang diperdagangkan biasanya obligasi (*bond*), sedangkan dana jangka panjang yang merupakan modal sendiri berupa saham (*common stock*) dan saham preferen (*preferred stock*). Pasar modal dalam arti sempit adalah suatu tempat (dalam pengertian fisik) yang terorganisasi dimana surat berharga (efek-efek) diperdagangkan, yang kemudian disebut bursa efek (*stock exchange*).

Pasar modal merupakan pasar yang memperjualbelikan berbagai instrumen keuangan. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah) dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi (Dewi dan Vijaya, 2018:14). Sebagai contoh, perusahaan menerbitkan dan menjual saham dengan tujuan untuk mencari dana segar. Contoh lainnya yaitu, pemerintah menerbitkan obligasi juga untuk memperoleh dana tambahan. Dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain.

Disisi lain, pasar modal juga menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan, seperti saham, obligasi, reksa dana dan lain-lain. Investor yang membeli saham juga diuntungkan dengan imbal hasil investasi yang diperolehnya, baik melalui kenaikan harga saham (*capital gain*) ataupun melalui pembagian dividen. Investor yang membeli obligasi diuntungkan dengan perolehan kupon (bunga) obligasi dan juga *capital gain* jika nilai obligasinya baik. Investor yang membeli reksa dana diuntungkan jika nilai reksa dananya naik. Dengan demikian, pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya.

Kehadiran pasar modal di Indonesia dengan sejarah yang sangat panjang. Bursa di Indonesia berdiri tahun 1912, lebih dahulu dari bursa Singapura yang baru lahir bulan Juni 1930, ketika 15 perusahaan efek

membentuk *The Singapore Stockbrokers Association* untuk mengatur industri per efek-an disana. Perkembangan bursa efek di Indonesia tidak terlepas dari pasang surutnya iklim politik, ekonomi dan keuangan negara ini. Bursa Efek Indonesia mengalami kemunduran aktivitasnya di tahun 1940, waktu negeri Belanda diserang dan diduduki oleh bangsa Jerman. Setelah itu muncul lagi tahun 1952 dan seolah-olah menghilang sejak tahun 1958, kemudian bangkit lagi pada tanggal 10 Agustus 1977 (Fahmi, 2014:306).

Pada tahun 1968 Bank Indonesia membentuk Tim Persiapan Pasar Uang dan Modal tahun 1969 yang diketuai Gubernur Bank Indonesia. Tahun 1972 tim ini diganti dengan Badan Pembina Pasar Uang dan Modal yang masih diketuai oleh Gubernur Indonesia. Pada penghujung tahun 1976 badan inilah yang melahirkan BAPEPAM (Badan Pelaksana Pasar Modal) dan PT. Persero Danareksa.

Sejak dibuka kembali pada tahun 1977 pasar modal diawasi oleh dan dilaksanakan oleh BAPEPAM, badan yang berada di dalam lingkungan Departemen Keuangan. Pelaku pasar modal disamping BAPEPAM adalah perusahaan-perusahaan efek, yang menjadi perantara antara perusahaan yang membutuhkan dana (dikenal dengan istilah emiten) dana para pemilik dana (yang disebut pemodal atau investor), para akuntan, notaris, penasehat hukum dan para penilai, yang menduduki tempat vital dalam konfigurasi pasar modal. Pada tahun 1970 BAPEPAM diganti fungsinya dari pembina menjadi pengawas.

Pada tahun tahun 1992, pengelolaan BAPEPAM diserahkan kepada pihak swasta seperti lazimnya hampir diseluruh dunia. Perkembangan pasar yang begitu cepat menghendaki adanya efisiensi kerja dan bursa harus diotomatisasi. Inilah yang melahirkan JATS (*Jakarta Automated Trading System*) yang diperkuat dengan dukungan undang-undang di tahun 1995.

Pasar modal menurut Undang-undang No.8 Tahun 1995 adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya. Pasar modal juga mempunyai pengertian yang abstrak yang mempertemukan calon pemodal (investor) dengan emiten yang membutuhkan dana jangka panjang yang *transferable* (Suad Husnan : 1996) dalam Fahmi (2014:306). Peran yang dilakukan oleh pasar modal adalah menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana, khususnya yang diperuntukkan untuk pembiayaan jangka panjang, dari yang memiliki dana atau dikenal dengan istilah lender ke perusahaan yang membutuhkan dana atau *borrower*. Biasanya dalam menjalankan aktivitasnya pasar modal menggunakan jasa pialang dan *underwriter*.

Pasar modal yang ada di Indonesia disebut dengan Bursa Efek Indonesia (BEI). BEI diresmikan pada tahun 2007 dimana sebelumnya terdapat dua bursa di Indonesia, yaitu BEJ (Bursa Efek Jakarta) dan BES (Bursa Efek Surabaya). Pasar modal merupakan tempat pertemuan pihak yang memiliki kelebihan modal dengan pihak yang memerlukan modal. Perusahaan yang memerlukan modal dapat menjual surat berharganya di pasar modal dengan melalui proses *Initial Public Offering* (IPO) yang selanjutnya akan diperdagangkan dalam pasar sekunder. Surat berharga yang terdaftar di BEI, maka akan dibeli dan dijual kembali oleh para investor di pasar sekunder.

Kebijakan untuk menggabungkan BEJ (Bursa Efek Jakarta) dan BES (Bursa Efek Surabaya) sudah menjadi harapan lama pemerintah yaitu dalam hal ini Bapepa-LK. Tujuan utama penggabungan ini, yaitu untuk memperkuat pasar modal Indonesia yang dipandang beberapa pihak termasuk lemah dibandingkan dengan pasar modal negara tetangga. Hasil penggabungan kedua bursa efek

tersebut, yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI) atau *Indonesia Stock Exchange* (IDX). Bursa hasil penggabungan ini mulai beroperasi pada 1 Desember 2007 dengan menggunakan sistem perdagangan yang disebut dengan *Jakarta Automated Trading System* (JATS) yang sudah ada sejak 22 Mei 1995 digunakan dengan menggantikan sistem manual yang digunakan sebelumnya.

Pasar modal memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (*investor*) dan pihak yang memerlukan dana (*issuer*). Fungsi keuangan, karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih.

Pasar modal di suatu negara dapat dijadikan sebagai salah satu ukuran untuk melihat maju mundurnya dinamika bisnis yang terjadi di negara tersebut. Pemerintah memiliki peran sentral dalam membentuk serta mendorong suatu pasar modal yang menjadi pengharapan berbagai pihak, termasuk menciptakan elemen-elemen pendorong pembentukan pasar modal tumbuh berkembang sesuai pengharapan berbagai pihak. Sebagaimana yang dikatakan Michael P Mc.Lindon mengenai adanya elemen yang menciptakan tumbuhnya pasar modal (Fahmi, 2014:306) yakni :

1. Adanya kesadaran masyarakat mengenai manfaat dan peluang yang terdapat di pasar modal serta manfaat lain dari kepemilikan saham;
2. Perkembangan prasarana pasar modal seperti majunya teknologi informasi yang mendorong tumbuhnya sistem perdagangan elektronik, kliring, pendaftaran saham dan lain-lain;

3. Perkembangan peraturan perundang-undangan untuk menciptakan kepercayaan masyarakat, perlindungan pemodal dan kemandiriannya; serta,
4. Adanya program privatisasi yang mendorong penawaran dan permintaan saham.

Untuk mewujudkan suatu pasar modal seperti yang disebutkan di atas maka perlu diperhatikan infrastruktur pasar modal dapat disebut memadai apabila dilengkapi dengan unsur pengawasan, *Self Regulatory Organization* (SRO), kliring, penyelesaian dan penyimpanan yang baik. Dalam mengatur pasar modal, ada dua komponen utama, yaitu

1. Hukum dan perundang-undangan yang umumnya diemban oleh regulator pasar modal seperti SEC di Amerika Serikat dan BAPEPAM Indonesia;
2. Adanya *Self Regulatory Organization* (SRO). Kepada SRO didelegasikan kekuasaan regulator dan pendelegasian kekuasaan dimaksud pada saat ini telah menjadi trend dan yang lain disebut sebagai SRO Modul. Pendelegasian kekuasaan dilaksanakan dengan disertai pengawasan pemerintah. *Dictionary of Finance and Investment Term* mendefinisikan SRO sebagai "Sesuatu yang disetujui oleh regulator pasar modal guna penegakan praktik bisnis di dalam pasar surat berharga maupun pasar berjangka yang wajar, etis dan efisien. "Hal dimaksud merupakan peraturan investasi (sekuritas) yang mewakili semua badan usaha dalam pasar OTC (*Over The Counter*), seperti NASD (*National Association of Securities Dealer*) dan Bursa Saham dan Bursa Komoditi.

Pasar modal dianggap mampu untuk menciptakan alokasi dana yang efisien bagi pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) untuk memilih beberapa alternatif investasi yang dapat memberikan *return* yang paling banyak. Dana yang didapatkan perusahaan melalui penjualan sekuritas (saham)

merupakan hasil perdagangan saham-saham perusahaan yang dilakukan di pasar perdana. Pasar perdana merupakan tempat pertama kalinya perusahaan menjual sekuritasnya yang lebih dikenal dengan istilah IPO (*Initial Public Offering*) atau penawaran umum perdana. Sekuritas yang telah dijual di pasar perdana oleh perusahaan kemudian dapat diperjualbelikan oleh investor di pasar sekunder atau biasa disebut dengan pasar reguler.

Menurut Sunyoto dan Susanti (2015:3) pasar modal dapat dikatakan efisien jika:

- a. tidak ada transaksi atau *brokerage costs*;
- b. ada pajak;
- c. terdapat begitu banyak penjual dan pembeli sehingga tak seorang pun mampu memengaruhi harga pasar saham;
- d. baik penjual maupun pembeli adalah *price taker*;
- e. baik individu maupun perusahaan mempunyai akses yang sama ke pasar modal;
- f. informasi cost;
- g. semua pelaku mempunyai harapan yang sama atau *homogeneous expectations*.
- h. Tidak ada biaya yang berkaitan dengan *financial distress*.

Pada prinsipnya instrumen pasar modal merupakan semua surat-surat berharga (efek) yang umumnya diperjualbelikan di pasar modal. Berdasarkan keputusan dari Menteri Keuangan (MK) No.1548/KMK.013/1990 tanggal 4 Desember 1990, yang dimaksud dengan efek adalah setiap surat pengakuan utang, surat berharga komersil, saham, obligasi, sekuritas kecil, tanda bukti utang, *right*, *warrants*, opsi atau setiap derivatif dari efek atau setiap instrumen yang ditetapkan oleh Bapepam sebagai efek (Sunyoto dan Susanti, 2015:67).

Sifat efek yang diperdagangkan dipasar modal (bursa efek) berjangka waktupanjang. Instrumen yang paling umum yang diperjualbelikan melalui Bursa Efek Indonesia saat ini adalah saham dan obligasi.

2.1.3 Saham

Saham merupakan tanda bukti kepemilikan seorang investor terhadap suatu perusahaan. Menurut Dewi dan Vijaya (2018:48) saham merupakan tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Saham berbentuk sebuah kertas yang membuktikan bahwa pemilik kertas tersebut merupakan pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut.

Dalam bahasa Belanda saham disebut *andeel*, yang berarti andil, sero, atau penyertaan modal dalam suatu perusahaan (Umam dan Sutanto, 2017:175). Menurut Brigham (2006:58) saham dapat didefinisikan sebagai surat berharga sebagai bukti penyertaan atau kepemilikan individu maupun institusi dalam perusahaan. Secara umum ada tiga pihak yang terlibat di dalam pasar modal yaitu investor, spekulan dan pemerintah. Pihak-pihak tersebut memiliki tujuan dan kepentingan masing-masing. Pemerintah berusaha mengatur dan membuat arah pasar saham sesuai dengan keadaan dan target yang telah ditetapkan dalam perencanaan pembangunan dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Saham merupakan tanda bukti kepemilikan perusahaan yang mencantumkan secara jelas nominal dana investor beserta hak dan kewajibannya didalam perusahaan. Ada dua jenis saham yang diperdagangkan di pasar modal yaitu saham biasa (*common stock*) dan saham preferen (*preferred stock*). Saham biasa (*common stock*) adalah surat berharga yang dijual oleh perusahaan dan menjelaskan dengan jelas nilai nominalnya baik

dalam bentuk rupiah, dollar, yen dan lain-lain. Pemegang saham jenis ini tidak memiliki jaminan yang pasti terhadap *return* yang dihasilkan oleh perusahaan. Jika perusahaan memperoleh keuntungan yang besar, maka investor akan memperoleh keuntungan yang sama besar dengan alokasi yang telah ditetapkan pada saat Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Akan tetapi, jika dimasa yang akan datang perusahaan mengalami kebangkrutan atau dilikuidasi, pemegang saham jenis ini merupakan pihak yang paling akhir menerima hak atas aset perusahaan apabila semua kewajiban perusahaan sudah dilunasi dan akan dibayar sebesar nilai par sekuritas yang dimilikinya. Jenis saham ini tidak memiliki *maturity date* atau tanggal jatuh tempo. Sedangkan saham preferen (*preferred stock*) merupakan saham yang bersifat *hybrid* yang berarti memiliki karakteristik sebagai saham dan memiliki sifat seperti obligasi. Investor yang memiliki saham jenis ini akan memperoleh pembayaran secara teratur sesuai dengan harga par saham yang dikalikan dengan bunga tahunan (sifat obligasi) yang diterima setiap triwulan. Pemegang saham jenis ini memiliki kewenangan untuk memilih direktur perusahaan jika dividen tidak dibayarkan selama setahun atau lebih. Saham jenis ini memiliki banyak kesamaan dengan obligasi sehingga digolongkan ke dalam *fixed income*. *Common stock* memiliki lebih banyak keuntungan dibandingkan dengan *preferred stock* sehingga saham biasa (*common stock*) cenderung memiliki lebih banyak peminat di pasar modal dibandingkan dengan saham istimewa (*preferred stock*).

Kepemilikan saham terhadap suatu perusahaan memiliki berbagai macam manfaat yang terdiri dari :

1. *Dividen*, adalah keuntungan yang dibagikan kepada para pemilik saham;
2. *Capital gain*, merupakan keuntungan yang diperoleh pemilik saham dari selisih harga jual dan harga beli saham;

3. Manfaat non-finansial, adalah adanya kebanggaan dan kekuasaan karena memiliki hak suara dalam menentukan jalannya perusahaan.
4. Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2001:5) dalam Dewi dan Vijaya (2018:48) mengatakan bahwa porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut. Semakin besar porsi saham yang dimiliki oleh seorang investor terhadap suatu perusahaan maka investor tersebut dianggap sebagai pemegang saham mayoritas. Jika pemegang saham mayoritas tersebut adalah pemegang saham biasa, investor tersebut memiliki hak veto paling besar dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Sedangkan pemegang saham preferen tidak memiliki hak veto dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Ada beberapa hal yang dibahas dalam Rapat Umum Pemegang Saham antara lain:

1. Setiap tahun diadakan pembagian dividen;
2. Peraturan untuk melakukan ekspansi;
3. Peraturan untuk menambahkan dana dengan menjual obligasi atau pinjaman di bank;
4. Peraturan perusahaan untuk menambahkan utang pada tahun depan karena perusahaan ingin mengeluarkan produk baru.

2.1.4 Indeks Harga Saham

Aktivitas perdangan terus mengalami kemajuan yang sangat pesat. Hal tersebut mengakibatkan kebutuhan investor maupun calon investor akan informasi pasar modal juga terus mengalami peningkatan. Salah satu informasi yang dibutuhkan oleh investor dan calon investor yaitu Indeks Harga Saham yang merupakan cerminan pergerakan harga saham. Bursa Efek Indonesia memiliki beberapa indeks harga saham yang terus menerus disebarluaskan

melalui media cetak maupun media elektronik yang dijadikan pedoman bagi investor untuk berinvestasi di pasar modal.

Adapun jenis indeks saham yang ada di Bursa Efek Indonesia yaitu :

1. Indeks Harga Saham Individu (IHSI) merupakan indeks dari setiap harga pasar saham terhadap harga dasar saham;
2. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) meliputi pergerakan harga saham yang terdiri dari saham biasa (*common stock*) dan saham preferen atau saham istimewa (*preferred stock*). Pada tanggal 1 April 1983 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dikenalkan pertama kali sebagai indikator pergerakan harga saham yang tercatat di bursa. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) menggunakan semua emiten yang tercatat sebagai komponen perhitungan indeks;
3. Indeks Sektoral merupakan bagian dari IHSG yang diperkenalkan pada tanggal 2 Januari 1996. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek dikelompokkan dalam 9 sektor berdasarkan jenis industrinya. Jenis industri ini ditetapkan oleh *Jakarta Stock Exchange Industrial Classification* (JASICA);
4. Indeks LQ45 yang terdiri dari 45 jenis saham pilihan yang telah diseleksi berdasarkan kriteria tertentu yang diperkenalkan pada tanggal 13 Juli 1994. Indeks ini terdiri dari saham yang memiliki kriteria kapitalisasi pasar dan likuiditas yang tinggi. Bursa Efek Indonesia memiliki Komite Penasihat yang terdiri dari kalangan praktisi, akademis, dan profesional independen di bidang pasar modal untuk menjamin kewajaran dalam proses penyeleksian saham LQ45;
5. Indeks Syariah (*Jakarta Islamic Index*) diperkenalkan pertama kali oleh Bursa Efek Indonesia pada tanggal 1 Januari 1995 yang melakukan kerja sama

dengan Dewan Pengawas Syariah PT Danareksa *Investment Management*. Syariah islam merupakan dasar dari indeks ini. Sekitar 30 saham menjadi bagian dari indeks syariah;

6. Indeks Papan Utama (*Main Board Index*) dan Indeks Papan Pengembangan (*Development Board Index*) menggunakan perhitungan yang sama dengan indeks lainnya yaitu dengan menggunakan pembobotan berdasarkan komposisi kapitalisasi pasar. Indeks ini diperkenalkan pada tanggal 18 April 2002. Tanggal 28 Desember 2001 merupakan tanggal dasar perhitungan dari kedua indeks tersebut dengan nilai dasar 100. Sebanyak 24 saham tercatat di papan utama dan 287 saham tercatat di papan pengembangan pada tanggal 28 Desember 2001. Komposisi kapitalisasi pasar pada perusahaan kategori papan utama yaitu 62% dan pada perusahaan kategori papan pengembangan yaitu 38%.

2.1.5 Laporan Keuangan

Laporan keuangan menggambarkan dampak keuangan dari transaksi dan peristiwa lain yang diklasifikasikan dalam beberapa kelompok besar menurut karakteristik ekonominya (Harmono, 2018:22). Kelompok besar ini merupakan unsur laporan keuangan. Unsur yang berkaitan langsung dengan pengukuran posisi keuangan adalah aktiva, kewajiban dan ekuitas. Sedangkan unsur yang tidak berkaitan dengan pengukuran kinerja dalam laporan laba rugi adalah penghasilan dan beban. Aktiva adalah sumber daya yang dikuasai oleh perusahaan sebagai akibat dari peristiwa masa lalu dan diharapkan akan diperoleh manfaat ekonomi di masa depan. Kewajiban merupakan utang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang

mengandung manfaat ekonomi. Ekuitas adalah hak residual atas aktiva perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban.

Menurut Darsono dan Ashari (2005:4) laporan keuangan adalah hasil dari proses akuntansi yang disebut siklus akuntansi. Keadaan sumber daya suatu perusahaan selama satu periode dapat dilihat dalam laporan keuangan. Laporan keuangan juga dapat memperlihatkan kinerja keuangan perusahaan melalui kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan.

Darsono dan Ashari (2005:4) menyebutkan dalam UU NO.1/1995 tentang Perseroan Terbatas (PT) jelas bahwa laporan keuangan merupakan suatu alat pertanggung jawaban pengelolaan perusahaan oleh pengurus perusahaan (Direksi dan Komisaris). Laporan keuangan wajib dilaporkan kepada pemilik perusahaan sebagai bentuk alat pertanggungjawaban.

Dalam membuat laporan keuangan terdapat ketentuan yang diatur dalam undang-undang, biasanya ditetapkan pada akta pendirian perusahaan. Dengan demikian, jenis badan usaha apapun seperti CV atau perusahaan daerah wajib membuat laporan keuangan berdasarkan pasal-pasal dalam akta pendirian perusahaan.

Laporan keuangan juga mampu menurunkan *information asymetry* yang merupakan keadaan dimana informasi yang dimiliki oleh satu pihak lebih banyak dibandingkan dengan pihak yang lain. Maksudnya, informasi yang dimiliki oleh direksi lebih banyak dibandingkan dengan informasi yang dimiliki oleh investor atau kreditor (pemilik). Adanya laporan keuangan dapat membuat informasi yang disampaikan kepada pengelola dan pemilik perusahaan menjadi merata tanpa adanya penyimpangan informasi.

Informasi dalam laporan keuangan dapat menurunkan perbedaan informasi dengan menurunkan :

- a. Memindahkan informasi pribadi dari seorang manajer menjadi informasi yang dikonsumsi publik disebut sebagai *adverse selection*. *Adverse selection* merupakan bentuk ketidakpercayaan manajer atau investor karena informasi yang diterima oleh salah satu pihak lebih banyak daripada pihak lain sehingga dapat menguntungkan pihak tertentu.
- b. Perilaku seorang manajer yang tidak melakukan pekerjaannya seperti sebagaimana mestinya atau tidak melaksanakan kondisi yang ideal disebut *moral hazard*.

2.1.6 Manajemen Laba (*Earnings Management*)

Keinginan untuk memperoleh keuntungan yang maksimal dalam waktu yang singkat bagi individu atau kelompok, membuat pihak-pihak tertentu melakukan tindakan dengan memanfaatkan keadaan yang ada tanpa memperdulikan kepentingan pihak lain. Tindakan tersebut dikenal sebagai manajemen laba (*earnings management*) yang merupakan tindakan mengubah berbagai jenis informasi keuangan yang akan disebarakan kepada publik.

Menurut Fahmi (2014 : 519) manajemen laba (*earnings management*) adalah suatu tindakan yang mengatur laba sesuai dengan yang dikehendaki oleh pihak tertentu atau terutama oleh manajemen perusahaan (*company management*). Tindakan *earnings management* sebenarnya didasarkan oleh berbagai tujuan dan maksud-maksud yang terkandung didalamnya. Artinya tindakan *earnings management* dilakukan mengandung motivasi-motivasi tertentu. Hal ini tidaklah aneh karena tingkat keuntungan atau laba yang diperoleh sering dikaitkan dengan prestasi manajemen disamping memang

adalah suatu yang lazim bahwa besar kecilnya bonus yang akan diterima oleh manajer tergantung dari besar kecilnya laba yang diperoleh.

Tindakan *earnings management* tidak terlepas dari hubungan tindakan manajer dan para pembuat laporan keuangan perusahaan, dengan cara mengotak-atik data-data serta metode akuntansi (*accounting methods*) yang dipergunakan. Hal ini sesuai dengan pernyataan Tatang Ary Gumanti (Fahmi, 2014:520) bahwa “Perlu dicatat disini bahwa manajemen laba tidak harus dikaitkan dengan upaya untuk memanipulasi data atau informasi akuntansi, tetapi lebih condong dikaitkan dengan pemilihan metode akuntansi (*accounting methods*) untuk mengatur keuntungan yang bisa dilakukan karena memang diperkenankan menurut *accounting regulations*”.

Secara teoritis tindakan manajemen laba ini dianggap hal wajar dilakukan oleh manajer perusahaan yang melakukan *Seasoned Equity Offerings*, karena terbukti terdapat hubungan yang positif antara kinerja perusahaan dengan harga saham perusahaan yang bersangkutan. Semakin tinggi kinerja perusahaan maka semakin tinggi pula harga sahamnya, begitupun sebaliknya semakin rendah kinerja perusahaan maka semakin rendah pula harga saham perusahaan tersebut. Oleh karena itu, tidak mengherankan apabila perusahaan melakukan rekayasa manajerial dengan pola menaikkan laba selama beberapa periode sebelum SEO.

Manajemen laba juga dilakukan pada saat penawaran sehingga kinerja perusahaan terlihat bagus dibandingkan kinerja sesungguhnya. Bahkan perusahaan juga mengatur agar kinerjanya seolah-olah mengalami peningkatan selama beberapa periode. Hal ini dilakukan manajer agar informasi yang diterima investor adalah informasi-informasi yang positif, dan memberi sinyal bahwa

perusahaan mempunyai kesempatan pertumbuhan yang tinggi sehingga investor akan merespon secara positif terhadap saham yang ditawarkan.

Tindakan melakukan *earnings management* bersifat mengambil keuntungan jangka pendek tanpa menunggu proses yang sewajarnya. Dorongan tindakan pihak manajemen melakukannya adalah ingin memperlihatkan kepada pihak pemegang saham terhadap prestasi kinerja perusahaan semakin lama semakin baik dan lebih jauh pihak manajemen perusahaan memungkinkan untuk dipertahankan karena prestasinya yang menonjol tersebut.

Namun sebenarnya apa yang dilaporkan oleh pihak manajemen perusahaan adalah suatu penipuan yang bersifat sangat tidak etis. Ini seperti yang dikatakan oleh Merchant dan Rockness dalam Fahmi (2014:520) bahwa tindakan manajer melakukan manajemen laba tersebut bisa dikategorikan sebagai suatu penipuan dan tidak etis.

Secara akuntansi ada beberapa faktor yang menyebabkan suatu perusahaan berani melakukan *earnings management* :

1. Pertama Standar Akuntansi Keuangan (SAK) memberikan fleksibilitas kepada manajemen untuk memilih prosedur dan metode akuntansi untuk mencatat suatu fakta tertentu dengan cara yang berbeda, seperti mempergunakan metode LIFO dan FIFO dalam menetapkan harga pokok persediaan, metode depresiasi aktiva tetap dan sebagainya.
2. Kedua, SAK memberikan fleksibilitas kepada pihak manajemen dapat menggunakan *judgment* dalam menyusun estimasi.
3. Ketiga, pihak manajemen perusahaan berkesempatan untuk merekayasa transaksi dengan cara menggeser pengukuran biaya dan pendapatan.

Secara akuntansi manajemen laba diukur dengan menggunakan *discretionary accruals*. Dimana *discretionary accruals* diperoleh dengan cara

total accruals dikurangi *non-discretionary accruals*. *Total accruals* diperoleh dengan cara arus kas operasi dikurangi arus kas investasi.

Faktor lain yang menjadi penyebab timbulnya manajemen laba adalah adanya hubungan yang bersifat *asymetric information* yang pada awalnya didasarkan karena *conflict of interest* antara *agent* dan *principal*. *Agent* adalah manajemen perusahaan (*internal*) dan *principal* adalah komisaris perusahaan (*eksternal*). Pihak *principal* disini adalah tidak hanya komisaris perusahaan, tetapi juga termasuk kreditur, pemerintah dan lainnya.

Disisi lain Tatang Ary Gumanti mengatakan, "Bukti empiris menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan besar cenderung memilih metode akuntansi yang menurunkan keuntungan (biasanya berbasis pada *political cost hypothesis*), perusahaan-perusahaan yang sedang menghadapi kesulitan hutang cenderung untuk memilih metode akuntansi yang meningkatkan keuntungan (biasanya berbasis pada *debt-equity hypothesis*) dan manajer yang bekerja dip perusahaan yang menerapkan aturan bonus akan memilih metode akuntansi akuntansi yang bisa meningkatkan keuntungan (biasanya berbasis *bonus-plan hypothesis*)".

Menurut Sastradipraja (2010:33) manajemen laba (*earnings management*) diklasifikasikan kedalam dua klasifikasi utama yaitu *cosmetic earnings management* dan *real earnings management*. *Cosmetic earnings management* timbul akibat manipulasi akrual yang tidak mempunyai konsekuensi *cash flow* yang dilakukan oleh manajer. Teknik ini adalah hasil dari kebebasan dalam akuntansi akrual. Akuntansi akrual memerlukan estimasi dan pertimbangan yang menyebabkan seorang manajer bebas dalam menetapkan kebijakan akuntansi. Kebebasan yang diberikan kepada manajer merupakan kesempatan untuk memberikan gambaran dari aktivitas usaha perusahaan yang

lebih informatif, akan tetapi kebebasan tersebut dapat memicu terjadinya *window-dress financial statement* (mempercantik laporan keuangan) dan mengelola *earnings*. *Real earnings management* terjadi apabila manajer melakukan kegiatan dengan konsekuensi *cash flow* intensif untuk melakukan *earnings management* yang berpengaruh pada keputusan investasi dan *financing* oleh manajer. *Real earnings management* menggambarkan usaha mengurangi kekayaan pemegang saham sehingga dianggap lebih buruk dari tindakan *cosmetic earnings management*. Ada beberapa hal yang dapat memotivasi seorang manajer melakukan *earnings management* (Scoot, 2003:296) dalam Putri (2015) yaitu :

1. Pola Bonus (*Bonus Plan*)

Pola ini beranggapan bahwa manajer memilih prosedur akuntansi yang dapat meningkatkan keuntungan yang dilaporkan dalam upaya untuk memaksimalkan imbalan bonus.

2. Perjanjian Hutang (*Debt Covenants*)

Motivasi ini muncul pada saat perusahaan melakukan perjanjian jangka panjang yang berisi perjanjian untuk melindungi pemberi pinjaman dari aksi manajer yang tidak sesuai dengan pemberi pinjaman, seperti dividen yang berlebihan, pinjaman tambahan atau membiarkan modal kerja atau laporan ekuitas jatuh dibawah tingkat yang ditetapkan, semua aktivitas yang dapat mencairkan sekuritas pemberi pinjaman.

3. Biaya Politis (*Political Cost*)

Banyak perusahaan yang secara politis nampak jelas. Motivasi praktik *earnings management* biasanya dialami oleh perusahaan-perusahaan besar, karena aktivitas operasi mereka menyentuh sebagian besar masyarakat. Perusahaan-perusahaan seperti itu akan mengatur labanya untuk mengurangi

penampakkannya, sebagai contoh untuk mengurangi biaya politis dan pengawasan dari pemerintah dilakukan dengan cara penurunan laba.

4. Pajak (*Taxation Motivation*)

Pajak mungkin merupakan motivasi yang jelas dalam *earnings management*. Bagaimana pun juga, bagian dalam perusahaan yang menangani pajak cenderung untuk menjalankan peraturan akuntansinya sendiri untuk mengakulasikan pendapatan kena pajak, dengan demikian mengurangi ruang perusahaan untuk melakukan manuver. Dalam hal ini manajer berusaha menurunkan laba untuk mengurangi beban pajak yang harus dibayar.

5. Pergantian Pimpinan (*Changes of Chief Executive Officer*)

Earnings management diperkirakan terjadi pada periode pergantian pemimpin. Contohnya, motivasi perencanaan bonus memprediksi bahwa pimpinan yang akan pensiun akan secara khusus membuat strategi *incomemaximization* untuk meningkatkan bonus mereka. Begitu juga pimpinan dari perusahaan berkinerja buruk mungkin akan melakukan *income maximization* untuk mencegah atau menunda pemecatan.

2.1.7 **Stock Return**

Dalam melakukan kegiatan investasi saham, *Stock Return* merupakan faktor terkuat yang memotivasi seorang investor dalam berinvestasi. *Stock Return* merupakan imbalan dari keberanian seorang investor untuk menanggung berbagai risiko atas investasinya.

Kembalian (*Return*) adalah sejumlah imbal hasil yang diterima oleh seorang investor terhadap investasi yang dilakukannya. Investasi jangka pendek ataupun jangka panjang yang dilakukan oleh investor memiliki tujuan utama untuk memperoleh keuntungan yang disebut *return* langsung dan tidak langsung.

Tingkat pengembalian saham (*Stock Return*) adalah seberapa besar pengembalian saham biasa dan pembayaran kas yang diperoleh dari saham yang dimiliki ditambah dengan perubahan harga pasar saham kemudian dibagi dengan harga saham pada saat pertama kali melakukan investasi. Oleh karena itu *Stock Return* bersumber dari pendapatan (*dividen*) dan perubahan harga pasar saham (*capital gain* atau *loss*). Menurut Umam dan Sutanto (2017:182) *Stock Return* didefinisikan sebagai keuntungan yang dinikmati investor atas investasi saham yang dilakukannya. *Stock Return* memiliki 2 komponen utama yaitu *current income* dan *capital gain*. Keuntungan *current income* diperoleh dari pembayaran secara periodik berupa *dividen* sebagai hasil kinerja fundamental perusahaan. Keuntungan *capital gain* diterima dari selisih antara harga jual dan harga beli saham. Saham yang positif ditentukan oleh besarnya *capital gain* apabila harga jual saham yang dimiliki lebih tinggi dibandingkan dengan harga belinya.

Return dibedakan menjadi dua macam yaitu *realized return* dan *expected return*. Menurut Jones et al (2009) dalam Istiqomah dan Adhariani (2017) *realized return* adalah *return* aktual yang diperoleh investor pada periode investasi tertentu, sedangkan *expected return* merupakan *return* yang diharapkan oleh investor di masa datang atas investasi yang dilakukannya. *Expected return* dihitung dengan menggunakan pendekatan *mean adjusted model*, *market model* dan *market adjusted model*.

Informasi yang disampaikan oleh perusahaan baik informasi keuangan dalam laporan keuangan maupun informasi lainnya dapat memicu reaksi pasar melalui perubahan harga saham perusahaan yang bersangkutan. Reaksi tersebut diukur melalui dengan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *return* tidak normal (*abnormal return*). *Abnormal return*

adalah selisih antara *return* aktual dan *return* normal. *Return* normal adalah *return* yang diinginkan oleh investor atau *expected return*. Penjumlahan *abnormal return* disebut sebagai *Cumulative Abnormal Return* (CAR).

Stock Return merupakan pengembalian yang diterima oleh investor karena telah berani mengambil resiko atas investasi yang dilakukannya sehingga menjadi salah satu faktor yang memotivasi investor untuk berinvestasi (Tandelilin, 2001:47) dalam Antula et all (2017).

2.1.8 Kecerdasan Investor

Dalam *signaling theory* dijelaskan bahwa investor yang rasional akan melakukan analisa terlebih dahulu sebelum membuat keputusan untuk berinvestasi, investor membutuhkan informasi yang akan dijadikan sinyal untuk menialai prospek masa depan perusahaan. Dalam hal ini, informasi yang tersedia bisa meliputi semua informasi masa lalu, informasi saat ini, maupun informasi yang bersifat sebagai pendapat atau opini yang beredar dipasar mempengaruhi perubahan harga (Riany, 2008) dalam Sari (2013). Jogiyanto (2005) menyatakan bahwa investor yang cerdas mampu menganalisis informasi lebih lanjut untuk menentukan apakah informasi memberikan sinyal yang sah dan dapat dipercaya, sedangkan investor yang tidak cerdas akan menerima informasi tanpa menganalisis lebih lanjut. Pernyataan tersebut didukung oleh teori efisiensi pasar secara keputusan, yang menjelaskan bahwa pasar yang efisien tidak hanya mempertimbangkan ketersediaan informasi akan tetapi juga mempertimbangkan kecanggihan pelaku pasar dalam mengolah informasi untuk pengambilan keputusan. Pelaku pasar yang cangguh tidak akan mudah dibodohi (*fooled*) oleh emiten, ia akan menganalisis informasi lebih lanjut untuk menentukan apakah benar informasi yang diterimanya merupakan sinyal yang valid dan dapat dipercaya. Jika ternyata sinyal yang diterima merupakan sinyal

yang tidak valid dan karena investor tidak canggih, reaksi mereka yang positif terhadap informasi yang diterimanya merupakan reaksi yang tidak benar sehingga pasar belum efisien secara keputusan, karena investor mengambil keputusan yang salah. Sebaliknya, investor yang canggih akan dapat mengetahui bahwa sinyal dari informasi yang diterimanya tidak benar, sehingga mereka akan bereaksi negatif terhadap informasi tersebut.

Bartov *et al* (2000) dalam Sari (2013) menguji hubungan antara kecerdasan investor dengan pola *Stock Return* yang diobservasi setelah pengumuman laba kuartalan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kecerdasan investor berhubungan secara negatif dengan pola *return* abnormal yang diobservasi setelah pengumuman laba kuartalan. Hasil ini menyatakan bahwa semakin tinggi kecerdasan investor, maka semakin rendah *return* abnormal setelah pengumuman laba kuartalan. Ia mendefinisikan investor yang cerdas sebagai investor yang mampu mengumpulkan dan memproses informasi publik, sedangkan investor yang tidak cerdas adalah investor yang hanya menggunakan informasi keuangan pers dan institusi serta tidak melakukan analisis laporan keuangan dengan baik.

Secara umum beberapa literatur sebelumnya banyak yang menggunakan kepemilikan institusional sebagai proksi kecerdasan investor. Semakin besar proporsi saham yang dimiliki oleh investor institusional, maka semakin kecil kesalahan penetapan harga pada saham tersebut (Marfuah dan Kusuma, 2003) dalam Sari (2013). Kepemilikan institusional cocok untuk dijadikan sebagai proksi dari kecerdasan investor karena investor dari institusi memiliki banyak informasi rahasia dan memiliki tim analis yang lebih berpengalaman untuk menganalisis informasi daripada investor individu. Selain alasan tersebut, ada

alasan lain yaitu investor institusional selalu bersedia untuk melakukan informasi dalam jumlah yang besar.

2.1.9 Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori sinyal (*signaling theory*) awalnya dikembangkan dalam literatur ekonomi dan keuangan untuk secara eksplisit membicarakan bukti bahwa pihak-pihak di dalam lingkungan perusahaan (*corporate insiders*, yang terdiri atas *officers* dan *directors*) umumnya memiliki informasi yang lebih baik tentang kondisi perusahaan dan prospek masa depan dibandingkan dengan pihak luar, misalnya investor, kreditor atau pemerintah (Gumanti, 2017:249). Dengan kata lain, pihak perusahaan mempunyai kelebihan penguasaan informasi daripada pihak luar yang memiliki kepentingan dengan perusahaan. Kondisi dimana satu pihak memiliki kelebihan informasi sementara pihak lain tidak dalam teori keuangan disebut dengan ketimpangan informasi (*information asymmetry* atau *asymmetric of information*).

Teori sinyal (*signaling theory*) adalah teori yang membahas tentang naik turunnya harga di pasar seperti harga saham, obligasi dan sebagainya, sehingga akan memberi pengaruh pada keputusan investor (Fahmi, 2014:21). Respon investor terhadap sinyal positif dan negatif sangat berpengaruh terhadap kondisi pasar. Para investor akan memberikan tanggapan dengan berbagai cara terhadap sinyal tersebut. Misalnya dengan memburu saham yang dijual atau tidak bereaksi sama sekali seperti "*wait and see*" atau tunggu dan lihat dulu perkembangan yang ada kemudian baru mengambil tindakan. Keputusan *wait and see* bukan sesuatu yang tidak baik atau salah akan tetapi dilihat sebagai reaksi investor untuk menghindari timbulnya risiko yang lebih besar karena faktor pasar yang belum memberi keuntungan atau berpihak kepadanya.

Isyarat adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang membuat petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2001) dalam (Ahmad dan Syafruddin, 2011). Dalam *signalling theory* menyiratkan tentang manajemen laba. Hal tersebut dijelaskan bahwa apabila kinerja perusahaan memburuk, seorang manajer akan memberikan sinyal dengan menurunkan laba akuntansi. Akan tetapi sebaliknya jika kinerja perusahaan membaik, maka pihak manajemen akan menaikkan laba akuntansi.

Signaling theory juga menjelaskan bahwa manajemen memberikan isyarat untuk mengurangi asimetri informasi. Apabila manajemen mempunyai lebih banyak kinerja dan prospek perusahaan daripada pemegang saham, mereka dapat memberi sinyal dengan mencatat akrual diskresioner (Widodo, 2005) dalam (Ahmad dan Syafruddin, 2011).

Di dalam *signaling theory* juga dijelaskan bahwa sebelum melakukan keputusan untuk berinvestasi, seorang investor yang rasional terlebih dahulu melakukan analisis terhadap informasi yang akan dijadikan sebagai sinyal untuk menilai prospek masa depan perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa investor yang cerdas adalah investor yang menganalisis terlebih dahulu informasi yang diterima sebelum melakukan investasi. Oleh karena itu kepemilikan institusional cocok untuk dijadikan proksi dari kecerdasan investor karena investor dari institusi memiliki banyak informasi rahasia dan memiliki tim analis yang lebih berpengalaman untuk menganalisis informasi daripada investor individu.

2.1.10 Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain (Tarjo, 2005) dalam

(Ferdiansyah dan Purnamasari, 2012). Kepemilikan institusional dapat melakukan monitoring terhadap perusahaan, karena melalui kepemilikan institusional ini akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal.

Menurut Ahmad (2011) kepemilikan institusional adalah jumlah kepemilikan saham perusahaan oleh pihak institusi keuangan, seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun dan asset manajemen. Kepemilikan institusional memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui proses *monitoring* secara efektif sehingga dapat mengurangi manajemen laba. Untuk mengurangi masalah keagenan, investor institusional memiliki peran penting sebagai seorang pengawas. Dengan adanya investor institusional, kinerja perusahaan akan mengalami peningkatan. Jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusional berpengaruh terhadap proses penyusunan laporan keuangan yang pada umumnya tidak menutup kemungkinan adanya akrualisasi sesuai dengan kepentingan manajemen. Oleh karena itu, besarnya jumlah kepemilikan institusional investor akan memiliki hak untuk mengawasi atau memonitor kinerja dan perilaku manajemen dalam perusahaan. Persentase jumlah saham yang dimiliki oleh pihak institusi dari seluruh jumlah modal saham yang beredar menjadi indikator dalam mengukur kepemilikan institusi.

Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai sejumlah proporsi saham yang dimiliki oleh institusi. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham dalam suatu perusahaan, maka pengawasannya yang dilaksanakan oleh pemilik akan semakin efektif dan efisien sebab manajemen akan semakin berhati-hati bekerja untuk pemilik modal (Sukojo, et al, 2007) dalam Rahma (2014). Akan tetapi tindakan monitoring aktif berubah menjadi pasif dan oportunistik ketika kepemilikan saham investor institusional semakin besar. Investor institusional memiliki voting yang besar pula untuk berpihak pada pihak manajemen atau

bahkan memaksanya untuk mengambil keputusan sesuai dengan kepentingannya dan mengabaikan tujuan meningkatkan nilai perusahaan. Seperti yang dijelaskan dalam *The Strategic Alignment Hypothesis* yang menyatakan bahwa investor institusional mayoritas memiliki kecenderungan untuk bekerjasama atau berpihak pada manajemen dan mengabaikan kepentingan saham minoritas.

Sebagian besar investor institusional termasuk ke dalam tipe investor rasional yang memiliki perilaku : berusaha untuk memperoleh informasi sebanyak-banyaknya, selalu menganalisa informasi yang diperoleh sebelum mengambil keputusan investasi, melakukan investasi dalam jangka panjang, cenderung sulit untuk mengubah keputusan yang telah diambil, dan berusaha untuk meminimalkan risiko yang dihadapi.

Faktor yang paling mempengaruhi investor institusional dalam mengambil keputusan investasi adalah kondisi perekonomian negara. Dilanjutkan berturut-turut oleh likuiditas laporan keuangan emiten, rentabilitas laporan keuangan emiten, pergerakan harga dan volume saham terkini, kualitas laporan keuangan emiten, dan solvabilitas laporan keuangan emiten. Secara umum, informasi netral dan informasi akuntansi sangat berpengaruh terhadap proses pengambilan keputusan investasi investor institusional (Nataputra, 2009).

Investor institusional tidak hanya memfokuskan diri pada laba yang dilaporkan (*reported earnings*), akan tetapi investor institusional ini juga sangat memperhatikan pemilihan prosedur akuntansi dalam perusahaan. Untuk itu dalam penelitian ini menjadikan persentase kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi yang mana variabel tersebut dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara manajemen laba dengan *stock return*.

Terdapat dua jenis investor institusi yaitu investor pasif dan investor aktif. Seorang investor pasif tidak terlalu menginginkan untuk terlibat dalam mengambil keputusan manajerial, sedangkan investor aktif cenderung lebih ingin ikut serta dalam pengambilan keputusan manajerial. Dengan adanya investor yang aktif dalam perusahaan, maka diharapkan dapat menjadi alat monitoring yang efektif bagi perusahaan. Investor institusional merupakan investor yang canggih (*sophisticated*) dan yang lebih dapat menggunakan informasi periode sekarang dalam memprediksi laba masa depan (Siregar dan Siddharta, 2006) dalam (Ahmad, 2011). Berdasarkan penelitian yang dilakukan Siregar dan Siddharta (2006) dalam Ahmad (2011) dapat disimpulkan bahwa apabila manajemen laba yang dilakukan secara oportunistik, maka semakin tidak mencerminkan kinerja perusahaan yang sesungguhnya.

2.1.11 Seasoned Equity Offerings (SEO)

Dalam memenuhi kebutuhan dana, perusahaan dituntut untuk memiliki alternatif pendanaan yang efisien. Pendanaan yang efisien akan tercipta apabila perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal. Adapun struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan sehingga akan memaksimalkan nilai perusahaan. Jika dana perusahaan yang berasal dari modal sendiri mengalami kekurangan maka perlu mempertimbangkan pendanaan perusahaan yang berasal dari luar, yaitu dari hutang.

Struktur modal berpengaruh secara langsung terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu struktur modal yang buruk dengan jumlah hutang yang banyak akan membebani perusahaan itu sendiri dengan kewajiban pengembalian yang disertai dengan besarnya tingkat bunga, sehingga kinerja perusahaan tidak bisa maksimal. Dalam situasi demikian, perusahaan tidak

mampu untuk melakukan perluasan usaha, kecuali kalau bisa mendapatkan dana dalam bentuk modal sendiri (*equity*). Salah satu cara perusahaan memperoleh dana dalam bentuk *equity* dan memperbaiki struktur modalnya adalah dengan melakukan *Seasoned Equity Offerings* (SEO).

Seasoned Equity Offerings(SEO) merupakan penawaran sekuritas tambahan (*seasoned securities*) yang dilakukan oleh emiten sebagai perusahaan *go public* kepada masyarakat melalui pasar modal. Penawaran ini dilakukan karena perusahaan yang telah *go public* tersebut membutuhkan dana tambahan untuk membiayai kegiatan operasionalnya (Megginson, 1997) dalam Prabandari (2012). Selain untuk membiayai kegiatan operasionalnya, tujuan perusahaan melakukan SEO adalah untuk memperoleh dana tambahan dari pemodal atau masyarakat baik untuk kepentingan ekspansi, restrukturisasi dan lainnya (Darmadji dan Fakhruddin, 2001) dalam Prabandari (2012).

Menurut Brealey, et all (2001) dalam Prabandari (2012), *Seasoned Equity Offerings* (SEO) dapat dilakukan dengan dua cara yaitu :

1. Menjual hak (*right*) kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru dengan harga tertentu, biasanya harga saham tersebut lebih murah, atau lebih dikenal dengan istilah *right issue*;
2. Menjual kepada setiap investor yang ingin membeli sekuritas baru melalui *second offerings*, *third offerings* dan seterusnya. Berbeda dengan *second offerings* atau *third offerings* yang merupakan penawaran sekuritas tambahan langsung kepada publik, tanpa memberi hak istimewa kepada pemegang saham lama. Dalam SEO seorang investor memiliki pedoman dalam menentukan harga sekuritas baru tersebut, yaitu harga pasar saham sekuritas perusahaan yang telah beredar di masyarakat. Sekuritas baru tersebut akan dinilai paling tidak sebesar harga pasar sekuritas yang telah beredar.

2.1.12 Teori Asimetri Informasi

Menurut Jogiyanto (2010:387) asimetri informasi adalah kondisi yang menunjukkan sebagian investor mempunyai informasi dan yang lainnya tidak memiliki. Asimetri informasi adalah dimana manajemen sebagai pihak yang lebih menguasai informasi dibandingkan investor atau kreditor (Suwarjono, 2014:584). Menurut Hanafi (2014:217), mengatakan bahwa konsep signaling dan asimetri informasi berkaitan erat, teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan, pihak tertentu mempunyai informasi lebih baik dibandingkan dengan pihak luar. Dari beberapa pendapat tersebut dapat disimpulkan bahwa asimetri informasi adalah keadaan dimana pihak manajemen perusahaan lebih mengetahui prospek atau kinerja perusahaan dibandingkan dengan investor.

Asimetri informasi terjadi karena manajer lebih superior dalam menguasai informasi dibandingkan pihak lain (pemilik atau pemegang saham). Dengan asumsi bahwa individu-individu bertindak untuk memaksimalkan kepentingan diri sendiri, maka dengan asimetri informasi yang dimilikinya akan mendorong *agent* untuk menyembunyikan beberapa informasi yang tidak diketahui *principal* sebagai pemilik. Sehingga dengan adanya asimetri informasi antara (*agent*) dengan pemilik (*principal*) memberikan kesempatan kepada manajer untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*) dalam rangka meningkatkan utilitasnya. Fleksibilitas manajemen untuk memanejemenkan laba dapat dikurangi dengan menyediakan informasi yang lebih berkualitas bagi pihak luar. Kualitas laporan keuangan akan mencerminkan tingkat manajemen laba.

Scout membagi asimetri informasi menjadi dua jenis berdasarkan bagaimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih unggul daripada pihak lainnya. Menurut Scout (2009:13-15), ada dua jenis asimetri informasi yaitu:

1. *Adverse Selection*

Adverse selection adalah jenis informasi yang diperoleh dimana satu atau lebih pihak dalam suatu transaksi bisnis, atau transaksi potensial memiliki keunggulan informasi melalui pihak lain. *Adverse selection* terjadi karena beberapa orang seperti manajer perusahaan dan para pihak dalam (*insiders*) lainnya mengetahui kondisiterkini dan prospek ke depan suatu perusahaan daripada investor luar.

2. *Moral Hazard*

Moral hazard adalah jenis informasi dimana satu atau lebih pihak dalam suatu transaksi bisnis, atau transaksi potensial dapat mengamati tindakan mereka dalam pemenuhan transaksi tetapi pihak lain tidak bisa. *Moral hazard* dapat terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian yang merupakan karakteristik kebanyakan perusahaan besar. Investor yang kekurangan informasi harus mengeluarkan biaya lebih untuk mendapat informasi mengenai investasinya, akibatnya investor cenderung akan menahan saham yang dimiliki dan mengakibatkan penurunan likuiditas saham. Penurunan likuiditas saham mengindikasikan tingginya risiko yang akan dihadapi investor, karena investor tidak memiliki kesempatan untuk mengkonversi saham berisiko yang dimiliki menjadi kas atau setara kas dengan mudah. Akibatnya tingkat pengembaliannya yang diharapkan investor meningkat dan berujung pada peningkatan *cost of capital* bagi perusahaan (Dewi dan Chandra, 2016)

Asymmetric Informasi atau ketidaksamaan informasi adalah situasi dimana manajer memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai kondisi atau prospek perusahaan daripada yang dimiliki investor (Brigham dan Houston, 2006) dalam Herlina et al (2014). Asimetri informasi ini terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada investor. Oleh karena itu pihak manajemen mungkin berfikir bahwa harga saham saat ini sedang *overvalue* (terlalu mahal), jika hal ini yang diperkirakan terjadi, maka manajemen tentu akan berfikir untuk lebih baik menawarkan saham baru (sehingga dapat dijual dengan harga yang lebih mahal dari yang seharusnya).

Kurangnya informasi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri mereka dengan memberikan harga rendah untuk perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan, dengan mengurangi informasi asimetri. Salah satu cara untuk mengurangi informasi asimetri adalah dengan memberikan sinyal kepada pihak luar tentang informasi keuangan yang dapat dipercaya yang akan mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan yang akan datang. Dengan demikian, penerbitan laporan arus kas sebagai salah satu bagian dari laporan keuangan akan menyebabkan investor dapat menilai kondisi keuangan perusahaan dan mengurangi informasi asimetri.

Laporan keuangan merupakan sarana pengkomunikasian informasi keuangan kepada pihak-pihak di luar korporasi. Laporan keuangan memiliki kelemahan tertentu, sekalipun pembuatan laporan keuangan diatur oleh suatu standar yang telah ditetapkan, namun perlu disadari bahwa laporan keuangan mengandung banyak asumsi, penilaian serta pemilihan metode perhitungan yang dapat digunakan oleh pembuatnya. Adanya asimetri informasi

memungkinkan adanya konflik antara *principal* dan *agent* untuk saling mencoba memanfaatkan.

Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik (pemegang saham). Oleh karena itu sebagai pengelola, manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan.

Laporan keuangan dimaksudkan untuk digunakan oleh berbagai pihak, termasuk manajemen perusahaan itu sendiri. Namun yang paling berkepentingan dengan laporan keuangan sebenarnya adalah para pengguna eksternal (diluar manajemen). Laporan keuangan penting bagi para pengguna eksternal terutama untuk memperoleh informasi mengenai kinerja perusahaan yang akan dijadikan sebagai tempat untuk melakukan investasi.

2.1.13 Teori Pasar Efisien

Pasar efisien (*market efficient*) adalah suatu kondisi dimana informasi tentang semua harga dapat diperoleh secara terbuka dan cepat tanpa ada hambatan yang khusus, Weston dan Copeland (1995:107) dalam Fahmi (2017:260). Menurut Fama (1970) dalam Jogiyanto (2008:503) mendefinisikan pasar yang efisien adalah suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia (Fahmi, 2017:260). Dalam pasar efisien, semua informasi yang diketahui bukan saja mengacu kepada informasi yang lalu, tetapi juga informasi saat ini yang diterima oleh orang umum (seperti laporan keuangan, dividen dan pecahan saham).

Hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*) adalah teori yang menyatakan bahwa dalam pasar bebas, dengan persaingan dalam memperoleh

keuntungan, semua informasi pengetahuan dan perkiraan direfleksikan secara akurat di dalam harga-harga pasar.

Dalam membentuk pasar efisien bukan merupakan suatu hal yang mudah, karena pada prinsipnya dibutuhkan usaha yang sinergi dari berbagai pihak, yaitu:

- a. Pemerintah seperti departemen keuangan, BAPEPAM-LK dan pengelola pasar modal;
- b. Investor;
- c. Publik;
- d. Perusahaan yang terdaftar di pasar modal;
- e. DPR, dalam tugasnya mengawasijalannya roda ekonomi dan pemerintahan yang transparan dan akuntabel.

Adapun syarat-syarat umum yang harus dipenuhi bagi terciptanya suatu pasar modal yang efisien adalah:

a. *Disclosure*

Disclosure adalah berbagai informasi pengetahuan dan perkiraan yang di refleksikan atau tergambarkan secara akurat dalam harga-harga pasar tersebut, dimana berbagai pihak mengetahui penyebab naik turunnya harga tersebut dari berbagai informasi yang diperoleh baik dari sisi fundamental dan teknikal analisis. Data-data tersebut dapat diperoleh tanpa ada batas dan biaya dengan waktu yang cepat akurat serta dapat dipertanggungjawabkan kebenarannya;

b. Pasar dalam keadaan seimbang

Selalu menjaga pasar berada dalam keadaan seimbang, seperti usaha-usaha untuk memasukkan informasi baru. Dengan demikian terserapnya informasi baru tersebut ke pasaran akan menghasilkan nilai intrinsik saham. Informasi terbaru yang terus menerus menunjukkan kondisi pasar seimbang

memungkinkan terciptanya *equilibrium* pasar (EqP). Kondisi (EqP) memungkinkan harga-harga aktiva berada dalam posisi yang jauh dari terjadinya perdagangan spekulasi. Ini seperti dikatakan oleh Jones (1995) dalam Fahmi (2017:262) bahwa Equilibrium pasar terjadi jika harga-harga dari aktiva berada di suatu tingkat yang tidak dapat memberikan insentif lagi untuk melakukan pendanaan spekulatif.

c. Kondisi pasar berlangsung secara bebas

Kondisi pasar berlangsung secara bebas adalah dimana tidak ada seorangpun yang bisa mempengaruhi kondisi harga di pasar, berbagai pihak memperoleh informasi yang sama, dan tidak ada saling intervensi.

Konsep pasar yang efisien lebih ditekankan pada aspek informasi, artinya pasar yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Dalam hal ini, informasi yang tersedia bisa meliputi semua informasi yang tersedia baik informasi masa lalu, maupun informasi saat ini, serta informasi yang bersifat sebagai pendapat atau opini rasional yang beredar di pasar yang bisa mempengaruhi perubahan harga (Tandelilin, 2010). Menurut Jogiyanto (2003), secara detail, efisiensi pasar dapat didefinisikan dalam beberapa macam definisi yaitu:

a. Definisi efisiensi pasar berdasarkan nilai intrinsik sekuritas

Konsep awal dari pasar efisiensi pasar yang berhubungan dengan informasi laporan keuangan berasal dari praktek analisis sekuritas yang mencoba menemukan sekuritas-sekuritas dengan harga yang kurang benar (*mispriced*). Sekuritas-sekuritas yang dihargai kurang benar (*mispriced*) merupakan sekuritas-sekuritas yang harganya menyimpang dari nilai intrinsiknya atau nilai fundamentalnya. Untuk konteks seperti ini, maka efisiensi pasar (*market*

efficiency) diukur dari seberapa jauh harga-harga sekuritas menyimpang dari nilai intrinsiknya.

b. Definisi efisiensi pasar berdasarkan akurasi dari ekspektasi harga

Menurut fama dalam Jogiyanto (2003) suatu pasar sekuritas dikatakan efisiensi jika harga-harga sekuritas “mencerminkan secara penuh” informasi yang tersedia. Definisi dari Fama menekankan pada dua aspek yaitu “*fully reflect*” dan “*information available*”. Pengertian dari “*fully reflect*” menunjukkan bahwa harga dari sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada. Pasar dikatakan efisien menurut Fama ini jika dengan menggunakan informasi yang tersedia (*information available*), investor-investor secara akurat dapat mengekspektasi harga dari sekuritas bersangkutan.

c. Definisi efisiensi pasar berdasarkan distribusi informasi

Definisi efisiensi pasar sebelumnya yang hanya menekankan pada akurasi harga akibat informasi yang tersedia mengabaikan distribusi dari informasinya. Jogiyanto (2013) memberikan definisi efisiensi pasar yang didasarkan pada distribusi informasi yaitu pasar dikatakan efisien terhadap informasi, jika harga-harga sekuritas bertindak seakan-akan setiap orang mengamati sistem informasi tersebut. Definisi ini secara implisit mengatakan bahwa jika setiap orang mengamati suatu sistem informasi yang menghasilkan informasi, maka setiap orang dianggap mendapatkan informasi yang sama. Definisi Beaver ini mempunyai arti bahwa pasar dikatakan efisien terhadap satu set informasi yang spesifik (dihasilkan dari suatu sistem informasi) jika harga yang terjadi setelah informasi diterima oleh pelaku pasar sama dengan harga yang akan terjadi jika setiap orang mendapatkan set informasi tersebut atau disebut dengan *full-information price*.

d. Definisi efisiensi pasar berdasarkan proses dinamik

Awal dari literatur efisiensi pasar mengasumsikan bahwa kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) dari harga sekuritas karena penyebaran informasi yang ada terjadi dengan seketika. Konsep terbaru dari efisiensi pasar tidak mengharuskan kecepatan penyesuaian harus terjadi dengan seketika, tetapi terjadi dengan cepat (*quickly*) setelah informasi disebar untuk tersedia bagi semua orang. Jones (1995) dalam Jogiyanto (2003) memberikan definisi pasar efisien yang memasukkan unsur dari kecepatan penyesuaian yaitu suatu pasar yang efisien adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia terhadap aktiva tersebut.

Beberapa hal mengenai pentingnya efisiensi pasar antara lain:

- a. Jika pasar efisien, para manajer perusahaan akan memperbaiki kinerja perusahaannya;
- b. Pasar efisien digunakan untuk memperoleh biaya modal;
- c. Jika pasar efisien, lembaga keuangan tidak akan khawatir tentang harga saham;
- d. Pada pasar efisien, biaya iklan untuk saham baru relatif kecil;
- e. Pada dasar efisien, para manajer tidak dapat memanipulasi teknik data akuntansi atau prosedur-prosedur untuk memberi gambaran perusahaan yang berbeda;
- f. Di pasar efisien, para investor siap direfleksikan pada harga saham.

2.2 Tinjauan Empiris

Berdasarkan penelitian terdahulu yang digunakan sebagai landasan dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Penulis	Judul Penelitian	Teknik Analisis	Hasil Penelitian
1	Achmad Solechan (2009)	Pengaruh Manajemen Laba dan <i>Earning Terhadap Stock Return</i> (Studi Empiris Pada Perusahaan yang <i>Go-Public</i> di BEI Tahun 2003-2006)	Desain penelitian ini menggunakan studi pengujian hipotesis yaitu suatu penelitian yang bertujuan untuk menguji hipotesis dan umumnya merupakan penelitian yang menjelaskan fenomena dalam bentuk hubungan antar variabel (Indriantoro dan Supomo, 1999) dalam Solechan (2009)	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif <i>earning</i> dengan variabel kontrol (Ios, Hutang, Size, Beta, Persistensi laba, dan kelompok industri leverage) secara simultan terhadap <i>Stock Return</i> pada perusahaan <i>Go-Public</i> Di Bursa Efek Indonesia.
2	Aisyah Istiqomah dan Desi Adharani	Pengaruh Manajemen Laba Terhadap <i>Stock Return</i> dengan Kualitas Audit dan Efektivitas Komite Audit Sebagai Variabel Moderasi	Penelitian ini menggunakan <i>Cummulative Abnormal Return (CAR)</i> untuk mengetahui reaksi pasar atas pengumuman atau informasi yang dikeluarkan atau dipublikasikan oleh perusahaan dan dijadikan sebagai proksi <i>stock return</i> .	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa praktik manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan berpengaruh negatif terhadap <i>Stock Return</i> perusahaan tersebut. Kualitas audit yang tinggi yang diberikan oleh KAP besar berarti <i>big 4</i> terbukti memiliki kemampuan untuk memoderasi (memperlemah) hubungan negatif antara manajemen laba dengan <i>Stock Return</i> .
3	Diah Fika Sa'adati Ahmad (2011)	Hubungan manajemen laba sebelum IPO dan <i>Stock Return</i> Dengan Kepemilikan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)	Teknik pengambilan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan metode dokumenter.	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terjadi manajemen laba pada 3 periode yaitu 1 tahun sebelum IPO, 1 tahun setelah IPO dan 2 tahun setelah IPO, namun hal tersebut tidak signifikan. Tindakan manajemen laba sebelum IPO tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap CAR. Kepemilikan saham institusi tidak dapat memoderasi hubungan manajemen laba sebelum IPO terhadap CAR.
4	Donny Arlanda Andromeda (2008)	Analisis Pengaruh Manajemen Laba Terhadap <i>Stock Return</i> Pada Perusahaan Manufaktur Di Perusahaan Manufaktur Di BEJ yang Diaudit Oleh Kantor Akuntan Publik Berskala Besar dan Kantor Akuntan Publik Berskala Kecil	Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan per Desember yang tersedia di BEJ tahun 2004-2006 dan harga saham penutupan tahunan.	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial (individu) tidak terdapat pengaruh yang signifikan Manajemen Laba terhadap <i>Stock Return</i> , baik perusahaan yang di audit oleh KAP besar maupun KAP kecil.

5	Dyas Tri Pamungkas dan Marsono, SE, M.Adv, Acc, Akt (2011)	Pengaruh <i>Earnings Management</i> Terhadap Nilai Perusahaan Dengan <i>Corporate Governance</i> Sebagai Variabel Pemoderasi	Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Alat analisis yang digunakan adalah analisis linier berganda.	Berdasarkan penelitian ini diperoleh hasil bahwa <i>earnings management</i> berpengaruh secara signifikan secara negatif terhadap nilai perusahaan sehingga penggunaan <i>earnings management</i> dalam perusahaan dapat menurunkan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial terbukti mampu memoderasi hubungan antara <i>earnings management</i> dan nilai perusahaan berpengaruh positif. Hal ini berarti semakin besar kepemilikan manajerial maka penggunaan <i>earnings management</i> oleh manajer dapat semakin menurunkan nilai perusahaan. Kepemilikan institusional tidak terbukti sebagai variabel moderasi hubungan antara <i>earnings management</i> dan nilai perusahaan.
6	Ferdiansyah dan Dian Purnama Sari (2012)	Pengaruh Manajemen Laba Terhadap <i>Stock Return</i> Dengan Kecerdasan Investor Sebagai Variabel Moderating (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Aneka Barang Konsumsi Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2008-2011)	Teknik analisis dalam penelitian ini yaitu dengan menggunakan regresi linier residual.	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen laba berhubungan positif terhadap <i>Stock Return</i> . Penelitian ini juga menemukan bahwa tingginya kecerdasan investor akan berpengaruh terhadap menurunnya hubungan manajemen laba dan <i>Stock Return</i> . Ini berarti bahwa manajemen laba berpengaruh negatif terhadap <i>Stock Return</i> dengan mempertimbangkan kecerdasan investor sebagai variabel moderating.
7	Hafidza Ulfa Almadara (2017)	Pengaruh <i>Leverage</i> Terhadap Manajemen Laba Dengan <i>Corporate Governance</i> Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di BEI.	Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dan mengambil data sekunder melalui website resmi Bursa Efek Indonesia.	Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa <i>leverage</i> berpengaruh negatif terhadap manajemen laba. Dewan komisaris independen memperkuat pengaruh <i>Leverage</i> terhadap manajemen labapada perusahaan perbankan. Kualitas auditor juga memperkuat pengaruh <i>Leverage</i> terhadap manajemen laba pada perusahaan perbankan.
8	Hasni Yusrianti dan Abdi Satria (2014)	Pengaruh Manajemen Laba (<i>Earning Management</i>) Terhadap <i>Stock Return</i> Pada	Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder.	Berdasarkan hasil dari penelitian ini manajemen laba tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>Stock Return</i> yang dilakukan pada perusahaan manufaktur.

		Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia		
9	Joni dan Jogiyanto (2013)	Hubungan Manajemen Laba Sebelum IPO dan <i>Stock Return</i> Dengan Kecerdasan Investor Sebagai Variabel Pemoderasi	Data diambil dari laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa di sekitar IPO terdapat manajemen laba, yaitu periode dua tahun sebelum IPO dan lima tahun setelah IPO. Peneliti juga menemukan bahwa manajemen laba t-2 sebelum IPO berhubungan dengan <i>Stock Return</i> dengan menggunakan kecerdasan investor sebagai variabel pemoderasi. Koefisien hubungan manajemen laba dengan <i>Stock Return</i> yang mempertimbangkan faktor kecerdasan investor bernilai negatif. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen laba yang tinggi menyebabkan nilai harga saham rendah ketika mempertimbangkan faktor kecerdasan investor.
10	Martdian Ratna Sari (2013)	Pengaruh Manajemen Laba Terhadap <i>Stock Return</i> Dengan Kecerdasan Investor Sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Melakukan SEO dan Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2001-2011)	Penelitian ini menggunakan metode dokumenter yang diambil dari ICMD.	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen laba sebelum SEO berpengaruh negatif terhadap <i>Stock Return</i> ketika investor cerdas. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen laba yang tinggi menyebabkan <i>Stock Return</i> rendah ketika mempertimbangkan faktor kecerdasan investor memoderasi (memperkuat) pengaruh manajemen laba terhadap <i>Stock Return</i> . Hasil ini juga membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh positif terhadap <i>Stock Return</i> . Pertumbuhan perusahaan yang tinggi belum tentu akan memberikan <i>Stock Return</i> yang tinggi pula.
11	Ni Putu Ayu Desy Indrayanti dan Made Gede Wirakusuma (2017)	Pengaruh Manajemen Laba Pada <i>Stock Return</i> Dengan Kualitas Audit dan <i>Corporate Governance</i> Sebagai Variabel Pemoderasi	Lokasi atau ruang lingkup dari penelitian ini yaitu pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk tahun 2011-2015 dan dapat dilihat dengan diakses melalui situs resmi www.idx.co.id yang dipublikasikan oleh perusahaan dan berada pada pengawasan Otoritas Jasa Keuangan (OJK)	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen laba tidak berpengaruh terhadap <i>Stock Return</i> . Kualitas audit mampu memoderasi dan memperlemah pengaruh manajemen laba pada <i>Stock Return</i> . <i>Corporate Governance</i> tidak mampu memperlemah pengaruh manajemen laba pada <i>Stock Return</i> .
12	Yayan Sudyanto (2016)	Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan	Jenis penelitian ini menggunakan penelitian empiris (<i>empirical research</i>) yang diperoleh berdasarkan	Dari hasil penelitian ini diperoleh hasil bahwa kepemilikan institusional signifikan mempengaruhi manajemen laba. Sedangkan kepemilikan

		Manajerial dan <i>Leverage</i> Terhadap Manajemen Laba dan Konsekuensinya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan yang Melakukan <i>Right Issue</i> Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2013)	observasi.	manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap manajemen laba. <i>Leverage</i> tidak signifikan mempengaruhi manajemen laba tetapi manajemen laba signifikan mempengaruhi nilai perusahaan.
--	--	---	------------	---