

Perusahaan secara keseluruhan merupakan suatu organisasi yang terdiri atas sekelompok orang yang bekerja sama untuk mencapai tujuan bersama. Suatu perusahaan dalam hal ini perseroan terbatas dimiliki oleh pemegang saham (*shareholders*). Pemegang saham membeli saham perusahaan karena mereka ingin mendapatkan pengembalian keuangan atau memaksimalkan kekayaan (*maximizing shareholder's wealth*) melalui peningkatan nilai perusahaan. Untuk itu, *shareholder* sebagai *principal* memilih untuk menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manajemen (agen) yang profesional yang bertindak atas nama prinsipal yaitu memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga kemakmuran *shareholders* dapat tercapai.

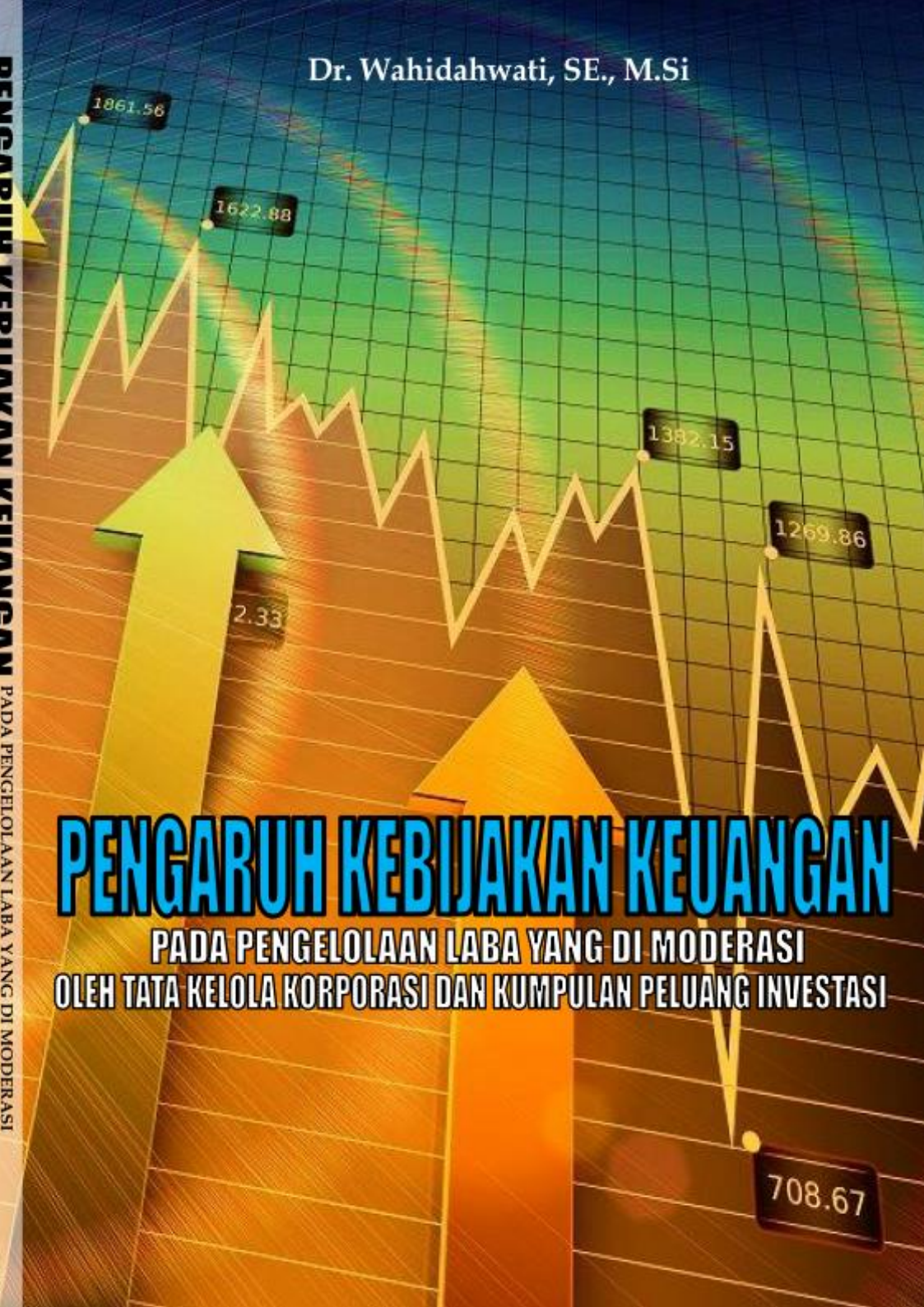
Dalam menjalankan fungsinya yaitu mengelola perusahaan, manajer bertanggung jawab kepada pemilik perusahaan. Adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan terjadinya konflik, demikian yang dinyatakan dalam *agency theory*. Salah satu elemen kunci dari *agency theory* adalah bahwa prinsipal dan agen memiliki preferensi atau tujuan yang berbeda. *Agency theory* mengasumsikan bahwa semua individu bertindak untuk kepentingan mereka sendiri (*self interested behavior*). Terjadinya konflik yang disebabkan karena pihak-pihak yang terkait, yaitu prinsipal (*shareholders*) dan agen (manajer) mempunyai kepentingan yang saling bertentangan sehingga terjadi konflik, konflik antara prinsipal-agen biasa disebut konflik keagenan (*agency conflict*) (Anthony dan Govindarajan (2005).

Buku ini memberikan gambaran tentang pengaruh kebijakan keuangan pada pengelolaan laba yang di moderasi oleh tata kelola korporasi dan kumpulan peluang investasi.



# PENGARUH KEBIJAKAN KEUANGAN

## PADA PENGELOLAAN LABA YANG DI MODERASI OLEH TATA KELOLA KORPORASI DAN KUMPULAN PELUANG INVESTASI





**Dr. Wahidahwati, SE., M.Si**

**PENGARUH KEBIJAKAN KEUANGAN  
PADA PENGELOLAAN LABA YANG DI MODERASI  
OLEH TATA KELOLA KORPORASI DAN KUMPULAN  
PELUANG INVESTASI**



**PENERBIT YAYASAN BARCODE  
2020**

# **PENGARUH KEBIJAKAN KEUANGAN PADA PENGELOLAAN LABA YANG DI MODERASI OLEH TATA KELOLA KORPORASI DAN KUMPULAN PELUANG INVESTASI**

**Penulis :**

Dr. Wahidahwati, SE., M.Si

ISBN : 978-623-285-212-9

**Design Cover & Layout:**

Sulaiman Sahabuddin

Cetakan pertama : 2020

15x23 cm

Diterbitkan pertama kali oleh:

**YAYASAN BARCODE**

Divisi Publikasi dan Penelitian  
Jl. Kesatuan 3 No. 9 Kelurahan Maccini Parang  
Kecamatan Makassar Kota Makassar  
Email: [penerbitbarcode@gmail.com](mailto:penerbitbarcode@gmail.com)  
Website : [www.yayasanbarcode.com](http://www.yayasanbarcode.com)  
HP. 0853-4039-1342

Hak cipta dilindungi oleh undang-undang.  
Dilarang memperbanyak karya tulis ini dalam bentuk dan cara  
apapun tanpa ijin penerbit.

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadirat Allah SWT yang telah memberikan rahmat serta hidayahnya sehingga penyusunan buku yang berjudul “PENGARUH KEBIJAKAN KEUANGAN PADA PENGELOLAAN LABA YANG DI MODERASI OLEH TATA KELOLA KORPORASI DAN KUMPULAN PELUANG INVESTASI” ini dapat diselesaikan dengan baik.

Buku ini memberikan gambaran tentang pengaruh kebijakan keuangan pada pengelolaan laba yang di moderasi oleh tata kelola korporasi dan kumpulan peluang investasi. Tak lupa penulis mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan buku ini.

Penyusun juga berharap agar buku ini dapat bermanfaat bagi pembaca pada umumnya dan penyusun pada khususnya. Namun demikian, penyusun menyadari bahwa buku ini belumlah sempurna. Dengan lapang dada dan kerendahan hati penyusun bersedia untuk diberi saran dan kritik yang bersifat membangun dan dapat memperbaiki buku ini.

Agustus 2020

Penyusun

# DAFTAR ISI

Kata Pengantar\_iii

Daftar Isi\_iv

BAB I

PENDAHULUAN\_1

BAB II

PENGELOLAAN LABA DAN TEORI KEAGENAN\_23

BAB III

PENGELOLAAN LABA DAN TEORI  
PENGSIGNALAN\_35

BAB IV

TEORI-TEORI DARI KEBIJAKAN KEUANGAN\_46

BAB V

PECKING ORDER THEORY: SEBUAH PENJELASAN  
UNTUK KUMPULAN PELUANG INVESTASI  
(KPI)\_64

BAB VI

STUDI TENTANG PENGARUH KEBIJAKAN  
PERUSAHAAN (KEBIJAKAN UTANG, KEBIJAKAN  
DIVIDEND AN KEBIJAKAN INVESTASI) TERHADAP  
PENGELOLAAN LABA\_72

BAB VII  
STUDI TENTANG HUBUNGAN KUMPULAN  
PELUANG INVESTASI DAN KEBIJAKAN  
PERUSAHAAN\_77

BAB VIII  
STUDI TENTANG HUBUNGAN KUMPULAN  
PELUANG INVESTASI DAN PENGELOLAAN  
LABA\_86

BAB IX  
STUDI TENTANG HUBUNGAN KUMPULAN  
PELUANG INVESTASI (KPI) DAN TATA KELOLA  
KORPORASI (TKK)\_89

BAB X  
STUDI TENTANG TATA KELOLA KORPORASI DAN  
PENGELOLAAN LABA\_92

BAB XI  
STUDI TENTANG TATA KELOLA KORPORASI,  
KEBIJAKAN PERUSAHAAN, KINERJA  
PERUSAHAAN DAN KUMPULAN PELUANG  
INVES\_95

DAFTAR PUSTAKA\_102





# BAB I

## PENDAHULUAN

Perusahaan secara keseluruhan merupakan suatu organisasi yang terdiri atas sekelompok orang yang bekerja sama untuk mencapai tujuan bersama. Suatu perusahaan dalam hal ini perseroan terbatas dimiliki oleh pemegang saham (*shareholders*). Pemegang saham membeli saham perusahaan karena mereka ingin mendapatkan pengembalian keuangan atau memaksimalkan kekayaan (*maximizing shareholder's wealth*) melalui peningkatan nilai perusahaan. Untuk itu, *shareholder* sebagai *principal* memilih untuk menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manajemen (agen) yang profesional yang bertindak atas nama prinsipal yaitu memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga kemakmuran *shareholders* dapat tercapai.

Dalam menjalankan fungsinya yaitu mengelola perusahaan, manajer bertanggung jawab kepada pemilik perusahaan. Adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan terjadinya

konflik, demikian yang dinyatakan dalam *agency theory*. Salah satu elemen kunci dari *agency theory* adalah bahwa prinsipal dan agen memiliki preferensi atau tujuan yang berbeda. *Agency theory* mengasumsikan bahwa semua individu bertindak untuk kepentingan mereka sendiri (*self interested behavior*). Terjadinya konflik yang disebabkan karena pihak-pihak yang terkait, yaitu prinsipal (*shareholders*) dan agen (manajer) mempunyai kepentingan yang saling bertentangan sehingga terjadi konflik, konflik antara prinsipal-agen biasa disebut konflik keagenan (*agency conflict*) (Anthony dan Govindarajan (2005).

Penyatuan kepentingan pihak-pihak ini seringkali menimbulkan masalah-masalah di bidang keuangan. Misalnya pemegang saham menginginkan pengembalian berupa dividen yang besar atas modal yang ditanamkan. Begitu pula *debtholders* atau *bondholders* menginginkan dana yang dipinjamkannya mendapat imbal hasil yang sesuai dengan kesepakatan, risiko, serta pengembalian yang tepat waktu. Manajemen juga mempunyai kepentingan untuk memperoleh imbalan sesuai dengan kemampuan yang sudah dikeluarkan. Perbedaan kepentingan inilah yang seringkali memotivasi manajemen melakukan pengelolaan laba atau yang sering

dikenal dengan *earning management*. Penelitian secara empiris membuktikan bahwa hubungan antara prinsipal dan agen sering ditentukan oleh angka akuntansi, hal inilah yang memotivasi manajemen untuk memikirkan bagaimana angka akuntansi dapat lebih memaksimalkan kepentingannya. Penggunaan angka akuntansi sebagai dasar pemberian kompensasi dapat memotivasi manajer untuk memanfaatkan wewenangnya memilih metoda akuntansi dan menetapkan estimasi akuntansi untuk memaksimalkan bonus yang diperoleh (Healy, 1985).

Semakin berkembangnya dunia usaha dan semakin rumitnya situasi yang dihadapi oleh perusahaan modern masa kini, menjadikan semakin luas pula ruang lingkup dan peran seorang manajer, terutama manajer keuangan. Dalam manajemen keuangan moderen sekarang ini fungsi manajer dapat dibagi menjadi tiga tugas pokok yaitu: (1) *Obtaining of funds*, yaitu memutuskan alternatif pembiayaan berkaitan dengan pengambilan keputusan di dalam memilih alternatif pembiayaan terbaik dari berbagai alternatif sumber dana yang tersedia, sehingga diperoleh suatu kombinasi pembiayaan, (2) *Allocation of Funds*, yaitu menetapkan pengalokasian dana yang mencakup keputusan investasi yang harus dilakukan

oleh manajer didalam menetapkan kombinasi investasi yang paling baik bagi perusahaan, dan (3) *Dividend policy* atau kebijakan pembagian dividen. Fungsi ini akan mempengaruhi nilai dari perusahaan tersebut, karena dividen memberikan gambaran atas kemakmuran para pemilik.

Dalam melaksanakan tugas pokoknya tersebut (menjalankan kebijakan utang, dividen dan investasi) memungkinkan manajemen melakukan pengelolaan laba (*earning management*) dengan tujuan pencapaian tujuan perusahaan serta pencapaian keinginan oportunistis manajer (memperoleh bonus). Pengelolaan laba mendasarkan pada dua teori yaitu *stewardship theory* dan *agency theory* (Chin, 2000; Shaw, 2003).

*Stewardship theory* dibangun atas asumsi filosofis mengenai sifat manusia yakni bahwa manusia pada hakekatnya dapat dipercaya, mampu bertindak dengan penuh tanggung jawab, mempunyai integritas dan kejujuran terhadap pihak lain. Teori inilah dalam hubungan fidusiari yang dikehendaki para pemegang saham. Dengan kata lain *stewardship theory* memandang manajemen itu dapat dipercaya dan bertindak sebaik-baiknya untuk kepentingan publik maupun *stakeholder*.

Sementara *Agency Theory* memandang bahwa *management* sebagai *agent* dengan penuh kesadaran akan bertindak bagi kepentingannya sendiri, bukan sebagai pihak yang arif dan bijaksana serta adil terhadap pemegang saham. Dengan kata lain sebagai agen, manajer bertanggung jawab untuk mengoptimalkan keuntungan pemilik, namun disisi lain manajemen mempunyai kepentingan tambahan/pribadi seperti kenikmatan pribadi (*perquisites*), mempertahankan pekerjaannya, memilih proyek-proyek yang *risk averse* atau membangun kekuasaannya di dalam perusahaan, dimana kepentingan tambahan/pribadi tersebut tentunya mengesampingkan perhatiannya pada maksimisasi nilai perusahaan (Dennis, 2001). Perkembangan selanjutnya *agency theory* mendapat respon lebih luas karena dipandang lebih mencerminkan kenyataan yang ada, sehingga penelitian ini juga mendasarkan pada *agency theory*.

Menurut *agency Theory*, pengelolaan laba terjadi karena adanya asimetri informasi. Asimetri informasi akan mendorong sikap oportunistis manajer (*opportunistic behavior*) (Chambers, 1999; DuCharme et al., 2000; Beneish, 2001). Kesuperioran manajer dalam menguasai informasi tersebut memang memberi kesempatan dan memotivasi manajer untuk

melakukan pengelolaan laba dengan tujuan untuk menaikkan kesempatan mempunyai *issue fully subscribed*. Secara konseptual pengelolaan laba dapat dilakukan karena sistem akuntansi akrual (*accrual accounting*) memungkinkan kebijakan manajerial dalam pengakuan waktu dan jumlah pendapatan serta biaya (Teoh et al., 1997; DuCharme et al, 2000). Chambers (1999) mencatat bahwa sikap oportunistik tersebut merupakan sikap curang (*fraud*) manajer yang dilakukan dalam melaporkan kinerja dengan tujuan untuk menyesatkan investor dalam menilai saham yang ditawarkan.

Bukti empiris yang ada menunjukkan bahwa pengelolaan laba mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham yang ditawarkan (Healy & Wahlen, 1998). Pada prinsipnya, pengelolaan laba dilakukan dengan memilih prosedur akuntansi tertentu atau mengendalikan berbagai transaksi akrual, yaitu transaksi yang tidak mempengaruhi aliran kas (*cash flow*) (DuCharme et al., 2000). Secara konseptual, transaksi akrual bisa berwujud transaksi *non-discretionary accruals* dan *discretionary accruals*. *Non-discretionary accrual* disebut juga *normal accrual* yaitu akrual yang memang sewajarnya ada dalam laporan keuangan, sedangkan yang disebut *discretionary accrual*

adalah akrual yang merupakan manipulasi data akuntansi dan biasa dikenal dengan *abnormal accrual*.

Fenomena yang terjadi akibat buruk dari tindakan pengelolaan laba yang tidak lain merupakan tindakan *moral hazard* yang dilakukan manajemen dalam menjalankan kebijakan keuangannya adalah kasus skandal pelaporan akuntansi korporasi perusahaan AS seperti skandal Enron dan WorldCom (Cornett, *et al*, 2006). Skandal Enron merupakan salah satu bentuk kejahatan ekonomi multidisiplin. Penguasa informasi telah menipu banyak pihak yang awam tentang transaksi keuangan perusahaan. Mereka terdiri dari para professional CEO, akuntan, auditor, pengacara, *banker* dan analis keuangan yang telah mengkhianati tugas mulianya sebagai penjaga kepentingan publik. Diketahui bahwa manajemen Enron telah melakukan *window dressing*, memanipulasi angka-angka laporan keuangan agar kinerjanya tampak bagus<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Menurut majalah Tempo (2002), pendapatan di mark-up dengan \$600 juta, dan utangnya senilai \$1,2 miliar disembunyikan dengan teknik off-balance sheet. Auditor Enron, Arthur Anderson, dipersalahkan karena ikut membantu proses rekayasa keuangan tingkat tinggi. Manipulasi ini telah

Setelah Enron, bursa perdagangan dunia kembali diguncang oleh imbas masalah yang menimpa WorldCom (WC), perusahaan operator telepon sambungan jarak jauh kedua terbesar di AS. Perusahaan ini menyatakan telah melakukan audit internal dan menemukan adanya pembukuan yang tak layak senilai empat milyar dollar AS pada sisi pengeluaran. Skandal WC ini juga diduga melibatkan lembaga audit Arthur Anderson (AA), meskipun dalam pernyataannya AA mengaku tidak ada prinsip akuntansi yang dilanggar. SEC sudah meminta perusahaan tersebut untuk memberikan laporan kunci mengenai masalah ini. Selain itu Departemen kehakiman AS menurut The Washington Post, juga melakukan penyelidikan mengenai praktek akuntansi perusahaan telekomunikasi tersebut. WC juga merivisi perolehan laba kuartal pertama tahun 2002 dan laporan keuangan pada tahun 2001. Akibat dari skandal akuntansi tersebut maka harga saham WC yang dikeluarkan di bursa

---

berlangsung bertahun-tahun, sampai Sherron Watskin, salah satu eksekutif enron melaporkan praktek tidak terpuji itu.



pada tahun 1999 pada harga 62 dollar AS, anjlok 94% sejak januari awal tahun 2000.<sup>2</sup>

Fenomena yang terjadi di Indonesia, seperti PT. Lippo Tbk dan PT. Kimia Farma Tbk juga melibatkan pelaporan keuangan (*financial reporting*) yang berawal dari terdeteksi adanya manipulasi (Gideon, 2005). Kasus serupa juga terjadi di Malaysia yaitu pada United Engineers Bhd. Kasus pada PT. Kimia Farma berawal dari pelaporan keuangan yang mencatatkan keuntungan sebesar Rp. 132,3 miliar pada tahun 2001, tapi Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) menilai pencatatan laba bersih itu mengandung unsur

---

<sup>2</sup> Penipuan perhitungan akuntansi yang dilakukan WC sederhana saja. Pada tahun 2001 hingga awal 2002 perusahaan tersebut berpura pura memasukkan pos sebesar 3,9 M dollar AS yang sesungguhnya merupakan biaya normal operasi tetapi dimasukkan ke dalam pos investasi. Hal ini memungkinkan perusahaan tersebut menekan biaya selama bertahun tahun. Lebih rendahnya pos biaya ini membuat pos keuntungan menjadi lebih besar karena biaya sudah diperkecil.

rekayasa dan diduga ada unsur penggelembungan, sehingga dilakukan audit ulang.<sup>3</sup>

Sebaliknya kasus skandal yang dilakukan PT Lippo Tbk menyangkut pembuatan laporan keuangan ganda, yaitu laporan keuangan publikasi (28 Nov 2002) dan laporan keuangan yang diajukan ke BEJ (27 Des 2002).<sup>4</sup>

Dari uraian fenomena diatas jelas bahwa pengelolaan laba masih sering dilakukan oleh manajemen baik untuk tujuan opportunistis manajemen maupun untuk tujuan efisiensi perusahaan. Seringkali perilaku pengelolaan laba dilakukan pada saat pelaksanaan kebijakan keuangan utama perusahaan

---

<sup>3</sup> Hasil audit ulang menyatakan bahwa keuntungan yang sesungguhnya hanya Rp. 100 miliar. Walaupun kantor akuntan yang memeriksa laporan keuangan PT Kimia Farma (Hans Tuanakotta & Mustofa) beralasan bahwa terjadi kesalahan pencatatan persediaan tapi tindakan tersebut tetap telah menyesatkan publik, karena pasar bereaksi dengan informasi yang salah.

<sup>4</sup> Publik dibuat kaget karena dalam tempo satu bulan, Bank Lippo melaporkan asetnya merosot Rp.1,2 Trilyun, keuntungan yang semula dicatat Rp. 98 milyar, tiba-tiba rugi Rp. 1,3 trilyun dan pada saat bersamaan harga saham merosot yang semula Rp. 450 perlembar menjadi setengahnya saja (Kuncoro, 2003).

seperti kebijakan utang, kebijakan dividen dan kebijakan investasi dengan tujuan agar kinerja mereka tetap dinilai baik oleh investor dan tentunya dengan tujuan untuk mendapatkan kompensasi. Hal ini dapat dijelaskan lebih rinci sebagai berikut:

1). Kinerja merupakan variabel yang dipengaruhi oleh kemampuan manajemen dalam mengelola perusahaan sehingga manajemen secara langsung dapat mempengaruhi kekayaan pemegang saham. Situasi inilah yang mendorong pemegang saham melakukan pengawasan dan pengikatan kepada manajemen. Pengawasan yang dimaksud adalah mengundang pihak ketiga (kreditur atau *debtholders*) untuk ikut mengawasi manajemen dan operasi perusahaan pada umumnya, sedangkan pengikatan maksudnya adalah mengikat manajemen melalui kewajiban untuk melunasi utang tersebut. Dari situasi inilah pemikiran oportunis maupun efisiensi manajer untuk melakukan pengelolaan laba muncul. Perusahaan yang mempunyai rasio antara utang dan ekuitas yang tinggi cenderung memilih dan menggunakan metode-metode akuntansi yang melaporkan laba lebih tinggi serta biasanya melanggar perjanjian utang jika ada keuntungan atau manfaat tertentu yang diperolehnya, misalnya dengan

permainan laba maka kewajiban utang-piutang dapat ditunda untuk periode berikutnya sehingga semua pihak yang ingin mengetahui kondisi perusahaan yang sesungguhnya memperoleh informasi yang keliru dan membuat keputusan bisnis keliru juga, Sulistyanto (2008).

2). Pengawasan dan pengikatan bisa dilakukan juga melalui kebijakan dividen, dimana kebijakan dividen mengikat manajemen melalui pembagian dividen kepada pemegang saham. Pembayaran dividen dapat mengurangi biaya keagenan (*agency costs*) antara pemegang saham dan manajer (Crutley dan Hansen 1989, Easterbrook 1984, Ros 1977 Leland dan Pyle 1977, Wahidahwati, 2002). Penelitian mereka menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mempengaruhi kebijakan pendanaan, karena dengan pembayaran dividen akan mengurangi *cash flow* perusahaan akibatnya perusahaan dalam memenuhi kebutuhan operasinya akan mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan dengan menjual saham di pasar modal. Peningkatan dana lewat pasar modal menyebabkan perusahaan selalu dimonitor ketat oleh otoritas bursa saham dan investor potensial. Oleh karena itu, dividen dapat berperan sebagai alat pengawasan/monitoring mengenai kinerja manajemen. Pengelolaan laba akibat adanya

kebijakan dividen muncul dari beberapa hal diantaranya adalah manajemen ingin menyesuaikan laporan kuangannya dengan anggaran perusahaan (yang juga berisi prediksi laba tahun yang akan datang) yang telah dipublikasikan. Jika laporan keuangan melebihi atau jauh dibawah anggaran maka manajemen melakukan pengelolaan laba dengan tujuan agar publik/pasar tetap merespon positif. Penelitian yang menghubungkan kebijakan dividen dengan pengelolaan laba masih sangat sedikit, sehingga penelitian ini akan memperjelas dan menambah hasil empirik dari hubungan tersebut.

3). Kebijakan investasi umumnya diterapkan pada entitas yang menerapkan teori hubungan keagenan (Scott,1997). Pengeluaran investasi memiliki arti penting untuk alasan tertentu. Pada tingkat makroekonomi, pengeluaran investasi merupakan bagian penting dari *aggregate demand* dan produk nasional bruto, pertumbuhan ekonomi dan *business cycle* (Dornbusch and Fisher, 1987). Sedangkan pada tingkat mikroekonomi, pengeluaran investasi berpengaruh pada keputusan-keputusan produksi suatu perusahaan (Nicholson,1992) dan rencana-rencana strategis (Bromiley,1986). Disamping itu Keputusan invesatasi

mempunyai pengaruh pada kinerja perusahaan (McConnell dan Muscarella,1985) sehingga memotivasi manajer melakukan pengelolaan laba. Penelitian-penelitian mengenai keputusan investasi telah banyak dilakukan dan ini berhubungan dengan dua argumen *agency* yaitu hipotesis *pecking order* dan hipotesis *managerial*, tetapi belum banyak penelitian yang menghubungkan kebijakan investasi dengan pengelolaan laba. Khususnya di Indonesia belum ada yang meneliti pengaruh kebijakan investasi pada pengelolaan laba. Penelitian penelitian yang banyak ditemui adalah yang menghubungkan kebijakan investasi dengan kinerja perusahaan. Penelitian di Indonesia seperti yang dilakukan oleh Pangeran (2000) mengemukakan bahwa *pecking order theory* berlaku di Indonesia. Hipotesis *pecking order* yang diajukan oleh Myers (1984), Myers & Majluf (1984) menyatakan bahwa manajer memilih tingkat pengeluaran investasi yang mampu memaksimalkan kekayaan para pemegang saham saat ini tanpa mempertimbangkan kepentingan dalam perusahaan yang bersangkutan. Sehingga tidak ada *conflict of interest* antara manajer dan pemegang saham saat ini. Berbeda dengan hipotesis *pecking order*, dalam hipotesis *managerial* difokuskan pada *conflict of*

*interest* yang terjadi antara manajer dengan para pemegang saham saat ini. Manajer cenderung mempertahankan dan menginvestasikan kembali porsi *earning* yang lebih besar dibandingkan kepentingan-kepentingan para pemegang saham. Dengan kata lain akan terjadi *over investment*, dimana manajer meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri dengan melakukan kebijakan investasi yang berlebihan tanpa memperhitungkan kesejahteraan pemegang saham.

Jadi isu akuntansi penelitian ini adalah perilaku manajemen dalam pengelolaan laba dengan tujuan untuk meningkatkan kinerja perusahaan yang diakibatkan karena pelaksanaan kebijakan keuangan utama perusahaan seperti kebijakan pendanaan, dividen dan investasi. Kemudian isu penelitian ini dikembangkan dengan menggunakan variabel yang akan melemahkan atau menguatkan (*moderating variable*) hubungan kebijakan perusahaan dengan pengelolaan laba. Variabel moderating yang digunakan dalam penelitian ini adalah Tata kelola korporasi (selanjutnya disingkat TKK) dan Kumpulan peluang investasi (selanjutnya disingkat KPI).

Dalam mengelola perusahaan, diperlukan sekali suatu struktur yang memfasilitasi penentuan sasaran-sasaran dari suatu perusahaan dan merupakan sarana menentukan teknik

monitoring kinerja. Mekanisme monitoring dari tata kelola korporasi (TKK) dapat meminimumkan perilaku manajemen dalam melakukan rekayasa laporan keuangan yang bertujuan untuk menyelaraskan (*alignment*) berbagai kepentingan tersebut. Oleh karena itu dalam penelitian ini TKK digunakan sebagai variabel moderasi yang diharapkan bisa memperlemah hubungan kebijakan keuangan terhadap tindakan manajemen dalam melakukan pengelolaan laba.

Mekanisme TKK dapat dilakukan melalui **pertama**, meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen dan Mecling 1976). Analisisnya menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan. Selain itu kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan kerugian sebagai konsekwensi dari pengambilan keputusan yang salah.

**Kedua**, kepemilikan saham oleh *Institutional investor* sebagai pihak yang memonitor agen ( Moh'd, et al 1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar seperti *institutional investor* dapat mengurangi



*agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Jadi dengan adanya investor institusional (misalnya perusahaan asuransi, Bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain) akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

**Ketiga**, melalui peran monitoring oleh dewan komisaris (*board of directors*). Dechow et al. (1996) menemukan hubungan yang signifikan antara peran dewan komisaris dengan pelaporan keuangan. Mereka menemukan bahwa ukuran dan independensi dewan komisaris mempengaruhi kemampuan mereka dalam memonitor proses pelaporan keuangan.

Sehubungan dengan mekanisme monitoring yang berhubungan dengan kepemilikan saham perusahaan telah banyak diteliti tapi hasilnya masih ambigu, hal ini disebabkan karena karakteristik struktur kepemilikan di Indonesia berbeda dengan negara lain khususnya Negara Eropa dan Amerika, Mahadwartha (2004).

Lebih lanjut dikatakan bahwa proporsi terbesar kepemilikan saham perusahaan-perusahaan di Indonesia

terdapat pada *Institusional ownership*, sedang proporsi yang lain seperti *managerial ownership*, *public ownership* relatif mempunyai proporsi yang kecil. Sehingga bisa dikatakan bahwa *Institusional ownership* tersebut sebagai pemegang saham pengendali, dimana La Porta, Lopez-De-Salines dan Shleifer (1999) menemukan bahwa di Asia Tenggara sebagian besar perusahaan-perusahaan mempunyai pemegang saham pengendali (*Controlling Shareholders*) yang cenderung bertindak sesuai kepentingannya dan mengabaikan kepentingan pemegang saham lain. Dari hasil penelitian tersebut menimbulkan konflik keagenan baru yaitu konflik antar pemegang saham (*shareholder*). Ini berarti perusahaan-perusahaan emiten di Indonesia yang kepemilikan terbesarnya pada *Institusional Ownership* akan menimbulkan tindakan bahaya moral (*moral hazard*) dan *perquisites* dapat terjadi melalui afiliasi dengan anak perusahaan, ini akan merugikan pemegang saham lain (Mahadwartha, 2004).

Karakteristik kedua dari perusahaan-perusahaan emiten di Indonesia adalah bahwa pemegang saham mayoritas (*Institusional Ownership*) masih mempunyai hubungan keluarga dengan manajemen, sehingga mereka akan berkolaborasi untuk merugikan pemegang saham lain (Pount,

1988). Kolaborasi tersebut misalnya pembelian aktiva tetap maupun bahan baku diatas harga pasar pada perusahaan lain yang juga dimiliki oleh *institutional ownership*. Jadi untuk menghindari masalah diatas diperlukan suatu mekanisme pengawasan lain dari TKK yang dapat mewakili *shareholder* keseluruhan dalam mengawasi manajemen yaitu dewan komisaris beserta komite yang dibentuknya. Perusahaan harus dapat mewujudkan tata kelola korporasi, karena salah satu tujuan mewujudkan tata kelola korporasi adalah untuk mengeliminir pengelolaan laba dalam pengelolaan bisnis.

Di Indonesia hasil dari pengelolaan perusahaan secara baik (TKK) telah mengalami peningkatan mulai tahun 2002 sampai sekarang, namun demikian kondisinya paling buruk dibandingkan negara Asean lainnya.<sup>5</sup> Penilaian yang dilakukan oleh CLSA didasarkan pada faktor eksternal dengan bobot 60% dan faktor internal hanya diberi bobot 40%.

Aplikasi pelaksanaan dari TKK yang kurang maksimal inilah maka kinerja perusahaan publik di Indonesia juga

---

<sup>5</sup> Untuk tahun 2007, *Asian Corporate Governance Association*, CLSA Asia Pasifik Market masih menempatkan Indonesia pada urutan terbawah (ke sebelas) di Asia, dimana peringkat satu sampai sepuluh adalah Hongkong, Singapore, India, Taiwan, Jepang, Korea, Malaysia, Thailand, China dan Filipina.

menyedihkan jika dibandingkan dengan Negara Asia lainnya (Sartono, 2004). Faktor penyebab rendahnya kinerja Indonesia adalah penegakan hukum dan budaya tata kelola korporasi yang masih berada di titik paling rendah diantara Negara-negara lain yang sedang tumbuh di Asia khususnya Malaysia. Selain itu penilaian negatif mengenai penerapan TKK di Indonesia adalah keterbukaan informasi masih lemah, terutama mengenai kejadian material dan transaksi saham dari direksi, kurangnya keterlibatan investor serta masih kurangnya antipati perusahaan terhadap tata kelola korporasi.

Penelitian ini menggunakan variabel moderasi faktor internal dari TKK, karena jika mekanisme kontrol internal TKK dapat menjalankan fungsinya sebagai alat monitoring internal perusahaan diharapkan akan mengurangi perilaku oportunistik manajemen dalam melaksanakan kebijakan perusahaan.

Variabel moderasi yang kedua yang digunakan dalam penelitian ini untuk melihat pengaruh kebijakan keuangan terhadap pengelolaan laba adalah kumpulan peluang investasi (KPI). KPI digunakan sebagai variabel moderasi karena hasil penelitian terdahulu menghasilkan hasil yang beragam seperti Gul *et al.* (2000) menunjukkan bukti adanya hubungan yang

positif antara kumpulan peluang investasi (KPI) dengan akrual kelolaan (*discretionary accruals*). Gul *et al.* (2000) berpendapat bahwa manajer pada perusahaan dengan tingkat KPI yang tinggi cenderung melakukan pengelolaan laba yang meningkatkan laba untuk memberikan signal pertumbuhan pada pasar. Sebaliknya AlNajjar dan Belkaoui (2001) memberi bukti adanya hubungan negatif antara KPI dengan akrual kelolaan. Dari hasil penelitian tersebut terdapat suatu kemungkinan bahwa pengaruh KPI pada pengelolaan laba terjadi secara tidak langsung (variabel moderasi) karena KPI yang tinggi cenderung memperbesar tingkat pengelolaan laba.

Investasi pada aset yang berupa pilihan pertumbuhan (*real* atau *growth option*) atau KPI akan menyebabkan tingkat ketidakseimbangan informasi yang lebih tinggi daripada investasi pada aset real atau aset dalam pemakaian (*real* atau *asset in place*), karena KPI merupakan investasi masa datang (*future investment*) atau prospek pertumbuhan (*growth prospect*) yang sifatnya lebih sulit diobservasi dibanding aset berwujud berupa aset real atau aset dalam pemakaian (Watts dan Zimmerman, 1986, hlm. 360-361; Ambarish *et al.*, 1987; Aboody dan Lev, 2000). Apabila tingkat KPI yang tinggi dapat menyebabkan ketidak seimbangan informasi yang

tinggi antara manajer dan pihak di luar perusahaan, maka hal ini dapat menciptakan kondisi yang menyediakan kesempatan lebih luas bagi manajer untuk melakukan pengelolaan laba. Dengan demikian, KPI yang tinggi kemungkinan dapat memperbesar kemampuan manajer untuk melakukan pengelolaan laba yang disebabkan oleh berbagai motivasi dalam melaksanakan kebijakan perusahaan. Menurut Myers (1977) menyatakan bahwa peluang investasi perusahaan merupakan kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang atau yang dikenal dengan istilah KPI, dimana KPI tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan. Semakin meningkat KPI yaitu tersedianya aliran investasi dan opsi untuk berinvestasi dalam proyek yang diharapkan memiliki *net present value* positif yang dimiliki perusahaan menyebabkan semakin menurun kemampuan perusahaan untuk melakukan pengawasan terhadap tindakan manajemen dan memungkinkan manajemen melakukan pengelolaan laba.

# **BAB II**

## **PENGELOLAAN LABA DAN TEORI KEAGENAN**

Teori keagenan menggambarkan hubungan/kontrak antara dua pihak yaitu pihak agen dan pihak prinsipal yang biasa disebut dengan metaphor kontrak. Agen adalah orang yang dipercaya prinsipal untuk menjalankan tugas-tugas yang telah ditentukan, sedangkan prinsipal adalah pemilik perusahaan atau investor.

Ada dua masalah yang timbul akibat kontrak prinsipal-agen yaitu : Pertama, Masalah Keagenan. Masalah keagenan muncul karena perbedaan tujuan antara prinsipal dengan agen dan mahalnya biaya bagi prinsipal untuk memeriksa apa yang dikerjakan oleh agen. Perbedaan tujuan tersebut terlihat pada tujuan pemilik yang akan meningkatkan kekayaan atau nilai perusahaan, dipihak lain manajemen ingin tugasnya dapat dijalankan dengan relatif mudah namun tujuan untuk meningkatkan kekayaan atau nilai perusahaan juga tercapai, bila perlu dengan menggunakan cara-cara yang tidak

benar. Karena alasan tersebut pemilik harus mengawasi segala tindakan manajemen dalam menjalankan tugasnya. Kedua, Masalah *Risk Sharing*. Masalah *risk sharing* muncul karena perbedaan preferensi resiko antara prinsipal dengan agen. Dengan demikian, prinsipal dan agen menyukai tindakan yang berbeda karena perbedaan preferensi risiko. Sesuai dengan metafor “kontrak” di atas, maka perlu diupayakan bagaimana menentukan kontrak yang paling efisien dalam mengatur hubungan antara prinsipal dan agen berdasarkan asumsi tertentu mengenai orang (*self-interest*, *bounded rationality*, dan *risk averse*) dan organisasi (konflik tujuan antara anggotanya). Oleh karena itu dibutuhkan skema pengawasan.

Salah satu skema pengawasan adalah laporan tahunan (laporan keuangan) untuk mengevaluasi kinerja manajemen selama satu tahun. Evaluasi dilakukan dengan mengukur hasil aktual dari aktivitas-aktivitas yang ada. Laporan keuangan merupakan salah satu bentuk komunikasi antara prinsipal dengan agen yang di susun sekurang-kurangnya setahun oleh manajemen dengan mempertimbangkan kebutuhan informasi para pemakainya (Hendriksen dan Breda 1992).

Agar laporan keuangan yang dibuat perusahaan dibuat dengan sebenarnya (tidak dimanipulasi), maka diperlukan mekanisme



*monitoring* yang sekaligus akan mengurangi konflik keagenan. Beberapa peneliti memberikan argumennya mengenai mekanisme monitoring yang dapat mengurangi konflik keagenan :

a. Meningkatkan *Insiders Ownership*

Menurut pendekatan ini, *agency conflict* dapat dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham maka manajer akan merasakan akibat langsung dari keputusan yang diambilnya sehingga manajemen tidak mungkin bertindak oportunistik (Jensen dan Meckling, 1976)

b. Pendekatan Pengawasan Eksternal

Pendekatan ini dilakukan melalui penggunaan hutang. Peningkatan penggunaan hutang akan mempengaruhi *equity capital*. Adanya hutang akan mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian dapat menghindari investasi yang sia-sia (Jensen, 1986)

c. Pendekatan pengawasan internal

Mekanisme pengawasan dipengaruhi oleh proporsi dewan komisaris. Hutchinson (2001) mengatakan bahwa dewan komisaris selaku direktur non eksekutif merupakan

mekanisme pengawasan internal yang penting. Kemampuan dewan komisaris untuk melakukan pengawasan diragukan ketika eksekutif atau manajemen mendominasi dewan perusahaan (*board*).

d. *Institutional Investor* sebagai *monitoring agent*

Bentuk distribusi saham diantara pemegang saham dari luar (*outsiders shareholders*) yaitu *institutional investor* dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan *institutional* merupakan sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menentang keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran kekuasaan menjadi suatu hak yang relevan (Moh'd *et al*, 1998).

- e. Pendekatan lainnya adalah melalui *labor market controls*, *capital market control* dan ancaman *take over*. Dalam *labor market control*, pemberian kompensasi kepada manajemen dikaitkan dengan kinerja dan nilai saham perusahaan. Manajer yang mempunyai kinerja yang baik akan mendapat kompensasi yang lebih baik dan lebih mudah mendapatkan pekerjaan lain jika keluar dari perusahaan tersebut. Sebaliknya manajer dengan kinerja buruk akan kesulitan mendapatkan pekerjaan, khususnya

jika perusahaan tersebut diambil alih oleh perusahaan lain. Pendekatan *capital market control* dilakukan melalui rapat umum pemegang saham. Pengawasan melalui ancaman *takeover* akan mendisiplinkan manajer sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Sebagai konsekuensinya, manajer yang berkinerja buruk akan tersingkir jika *takeover* terjadi. Jensen dan Murphy (1990) dan Lambert dan Larcker (1987) dalam Healy dan Palepu (1993) menyatakan bahwa sebagian besar penentuan kompensasi eksekutif adalah laba. Warner et al. (1988) dan Weisbach (1988) dalam Healy dan Palepu (1993) menunjukkan bahwa kemungkinan besar perusahaan akan mengganti CEO-nya apabila kinerja laba perusahaan jelek.

Penelitian di atas secara empiris membuktikan bahwa hubungan antara *principal* dan *agent* sering ditentukan oleh angka akuntansi, hal ini memicu manajemen untuk memikirkan bagaimana angka akuntansi dapat lebih memaksimalkan kepentingannya. Penggunaan angka akuntansi sebagai dasar pemberian kompensasi dapat memicu manajer untuk memanfaatkan wewenang manajer memilih metoda akuntansi dan menetapkan estimasi akuntansi untuk

memaksimumkan bonus yang diperoleh (Healy, 1985). Lebih lanjut Healy (1985) menunjukkan bahwa laba suatu periode akuntansi yang lebih rendah dari target laba dapat memotivasi manajer untuk mengurangi laba yang dilaporkan dalam periode tersebut dan mentransfer laba ke periode berikutnya dengan harapan mendapatkan bonus dalam periode berikutnya. Jika pemberian bonus memiliki batas atas, maka laba suatu periode yang lebih tinggi dari batas atas target laba juga dapat memotivasi manajer untuk menunda pelaporan laba sampai periode berikutnya dengan harapan periode yang akan datang kembali memperoleh bonus. Tindakan manager merekayasa laporan laba tersebut biasa dikenal dengan *earning management* (dalam penelitian ini menggunakan kata pengelolaan laba).

Scott (2000) mendefinisikan pengelolaan laba sebagai pemilihan kebijakan akuntansi oleh manajemen untuk mencapai tujuan khusus. Lebih lanjut Scott (2000) membagi cara pemahaman atas pengelolaan laba menjadi dua. Pertama, melihatnya sebagai tindakan opportunistik manajer yang bertujuan untuk memaksimalkan utilitasnya yang berhubungan dengan kontrak kompensasi, kontrak utang dan *political cost*. Kedua, perspektif kontrak efisien ketika penge-

lolaan laba dilakukan untuk menguntungkan semua pihak yang terlibat dalam kontrak. Jadi manajer dapat mempengaruhi nilai pasar saham perusahaan melalui pengelolaan laba. Cara yang dapat dilakukan manajer melalui pengelolaan laba yaitu dengan membuat perataan laba (*income smoothing*) dan pertumbuhan laba sepanjang waktu.

Sebaliknya Schipper (1989) mendefinisikan pengelolaan laba sebagai suatu intervensi yang sengaja dilakukan dengan tujuan tertentu dalam proses pelaporan keuangan eksternal untuk mendapatkan keuntungan privat. Senada dengan Schipper (1989), Healy dan Wahlen (1999) juga menyatakan bahwa pengelolaan laba terjadi ketika manajer menggunakan *judgement* dalam pelaporan keuangan dan penyusunan transaksi untuk merubah laporan keuangan sehingga informasi keuangan dapat menyesatkan para pengguna.

Dari definisi pengelolaan laba di atas maka dapat disimpulkan bahwa pengelolaan laba merupakan usaha pihak manajemen untuk memanipulasi laporan keuangan tetapi dalam batasan yang diperbolehkan oleh prinsip-prinsip akuntansi yang bertujuan untuk memberikan informasi yang menyesatkan para pengguna laporan keuangan untuk

kepentingan manajemen. Praktek pengelolaan laba yang dilakukan dengan berbagai usaha ini dianggap sebagai tindakan yang logis dan rasional, sehingga informasi keuangan yang disajikan manajemen akan dibuat sesuai dengan keinginannya.

Pengelolaan laba yang dilakukan manajemen seringkali untuk tujuan opportunistik manajemen, seperti mendapatkan bonus, penghematan pajak, dan lainnya. Di samping itu, pengelolaan laba yang dilakukan manajemen dimaksudkan pula untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemilik (*principal*) dan manajemen (*agent*), dengan tujuan maksimisasi nilai perusahaan. Hal ini dapat diartikan bahwa dengan meningkatkan laba maka akan meningkatkan kesejahteraan manajemen, dan juga akan direaksi positif oleh investor sehingga meningkatkan harga saham. Menurut peneliti, pengelolaan laba tidak selayaknya dilakukan oleh perusahaan karena ada pihak-pihak yang akan dirugikan walaupun ada juga yang diuntungkan oleh adanya pengelolaan laba. Hal tersebut karena informasi yang dihasilkan dari pengelolaan laba akan menyesatkan *stakeholder* khususnya investor selaku penyandang dana perusahaan, ingat kasus “Enron”, “Lehman Brothers”, PT.

Lippo Bank dan PT. Kimia Farma. Berkaitan dengan *outcome* atau *performance* yang diperoleh *agent*, maka desain pengelolaan laba dapat diterapkan dalam usaha mengurangi *agency cost* antara *shareholder* dan manajer. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan *agency cost* sebagai penjumlahan dari tiga komponen berikut:

1. *Monitoring Expenditure* oleh *Principal*

Adalah kos yang dikeluarkan oleh agen untuk mengontrol serta membatasi aktivitas aktivitas yang menyimpang. Dengan demikian *monitoring Expenditure* adalah pengeluaran prinsipal untuk mengubah peluang manajer (*agent*) untuk menikmati *non pecuniary benefit* (contoh: biaya untuk mengukur dan mengawasi tindakan agen, biaya menyusun kebijakan kompensasi, dan lain-lain).

2. *Bonding expenditure* oleh agen

Adalah pengeluaran manajer untuk memberikan jaminan kepada *principal* bahwa agen tidak akan melakukan aktivitas yang dapat merugikan perusahaan (contoh: kesediaan manajer untuk menyewa auditor untuk mengaudit laporan keuangan perusahaannya, kesediaan manajer untuk terikat pada kontrak dengan *principal*

yang mencakup pembatasan terhadap wewenang manajer untuk mengambil keputusan dan lain sebagainya).

### 3. *Residual loss*

Adalah nilai uang yang setara dengan pengurangan kesejahteraan yang dialami pemilik (pinsipal) sebagai akibat dari perbedaan kepentingan. Dengan kata lain tindakan yang dilakukan *agent* akan berbeda dengan tindakan yang dilakukan *principal*. Jensen & Mackling (1976) mendefinisikan perbedaan dalam tindakan ini sebagai *residual loss*.

Dalam *positive accounting theory* terdapat tiga hipotesis yang melatar belakangi terjadinya pengelolaan laba (Watt & Zimmerman, 1986). 1). *Bonus Plan Hypothesis*, dimana manajemen akan memilih metode akuntansi yang memaksimalkan utilitasnya yaitu bonus yang tinggi. Manajer perusahaan yang memberikan bonus besar berdasarkan earning lebih banyak menggunakan metode akuntansi yang meningkatkan laba yang dilaporkan. 2). *Debt Covenant Hypothesis*, dimana manajer perusahaan yang melakukan pelanggaran perjanjian kredit cenderung memilih metode akuntansi yang memiliki dampak meningkatkan laba (Sweeney, 1994). Hal ini dimaksudkan untuk menjaga



reputasi mereka dalam pandangan pihak eksternal. 3). *Political Cost*, semakin besar perusahaan, semakin besar pula kemungkinan perusahaan tersebut memilih metode akuntansi yang menurunkan laba. Hal ini dikarenakan dengan laba yang tinggi pemerintah akan segera mengambil tindakan, misalnya mengenakan peraturan *antitrust*, menaikkan pajak perusahaan dan lain-lain

Dari uraian di atas, dapat diringkas dalam *overview* teori agensi pada table 2. 1 dibawah ini.

**Tabel 2.1**  
**Overview Teori Agensi**

NO	HAL	KETERANGAN
1	Ide Pokok	Hubungan antara prinsipal dan agen seharusnya merefleksikan organisasi yang efisien dari informasi dan <i>risk-bearing costs</i>
2	Unit Analisis	Kontrak antara prinsipal dan agen
3	Asumsi <i>Human</i>	- <i>Self-interest</i> - <i>Bounded rationality</i> - <i>Risk aversion</i>
4	Asumsi Organisasional	- Konflik tujuan <i>partial</i> antar partisipan - Efisiensi sebagai kriteria efektivitas - Asimetri informasi antara prinsipal & agen
5	Asumsi Informasi	Informasi sebagai komoditas yang dapat dibeli

6	Masalah Kontrak	Agensi ( <i>moral hazard</i> dan <i>adverse selection</i> )
7	Domain Masalah	Hubungan antara prinsipal dan agen mempunyai tujuan dan preferensi risiko yang berbeda (seperti kompensasi, regulasi, kepemimpinan, <i>impression management</i> , <i>whistle-blowing</i> , integrasi vertikal, <i>transfer pricing</i> )

**Sumber : Eisenhardt (1998)**

# BAB III

## PENGELOLAAN LABA DAN TEORI PENGSIIGNALAN

Teori pengsiignalan membahas masalah asimetri informasi di pasar. Teori ini menjelaskan bagaimana asimetri informasi dapat dikurangi dengan cara, salah satu pihak memberikan signal informasi kepada pihak lain (Morris, 1987). Manajer memiliki informasi lebih baik mengenai kondisi perusahaan di bandingkan pihak eksternal. Akibatnya pihak eksternal perusahaan yang tidak memiliki informasi lengkap akan memiliki persepsi yang sama tentang nilai semua perusahaan. Pandangan seperti ini akan merugikan (menguntungkan) perusahaan yang memiliki kualitas proyek investasi yang lebih baik (buruk) karena pihak eksternal akan menilai perusahaan lebih rendah (tinggi) dari yang seharusnya, sehingga menimbulkan *opportunity loss* (*opportunity gain*). Perusahaan yang berkualitas akan meninggalkan pasar, ini dikenal dengan fenomena *adverse selection* (Akerlof, 1970), kecuali jika mereka dapat menginformasikan

kepada pihak eksternal kualitas mereka sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Komunikasi ini dapat dilakukan dengan pengisyalan yaitu mempublikasikan informasi atau signal yang dapat menggambarkan kualitas perusahaan. Signal ini tentunya tidak boleh dengan mudah ditiru oleh perusahaan lain yang memiliki kualitas lebih rendah.

Sejumlah signal yang relevan dengan akuntansi antara lain meliputi pengungkapan langsung, signal tidak langsung, struktur modal, kebijakan dividen, pilihan kebijakan akuntansi, publikasi prakiraan serta kebijakan keuangan (Scott,2002). Pengungkapan langsung dapat menjadi signal yang dapat mengurangi *adverse selection* sehingga pasar akan menilai saham sesuai dengan nilai perusahaan. Signal tidak langsung misalnya pengungkapan kualitas audit merupakan signal positif bagi perusahaan. Struktur modal juga merupakan signal perusahaan. Perusahaan berkualitas tinggi akan lebih senang menerbitkan obligasi atau pendanaan bersumber internal dibandingkan menerbitkan saham baru, karena penerbitan saham baru akan dinilai negatif oleh pasar sehingga menurunkan nilai perusahaan (teori pematukan/*pecking order theory*). Pembayaran dividen yang

tinggi dan rendah merupakan signal perusahaan memiliki prospek baik/buruk di masa depan, tetapi juga bermakna perusahaan tidak lagi memiliki prospek pendanaan internal. Pemilihan kebijakan akuntansi juga merupakan signal, misalnya perusahaan memilih kebijakan akuntansi konservatif dan masih mendapatkan laba, ini menunjukkan bahwa perusahaan berkualitas, artinya akuntansi konservatif merupakan signal keyakinan manajer akan nilai perusahaan di masa depan.

Dalam kaitannya dengan pengelolaan laba, perusahaan yang menajemnya melakukan pengelolaan laba baik untuk tujuan efisiensi maupun tujuan oportunis manajemen yang dimaksudkan untuk memberi signal positif/negatif ke pasar. Tetapi perlu diingat bahwa pengelolaan laba sebenarnya merupakan pengelabuhan pasar, karena signal yang terbentuk tidak sesuai dengan kenyataan dan merugikan pihak investor. Bukti empiris menunjukkan bahwa luasnya pilihan praktik akuntansi dapat digunakan oleh manajer untuk memanipulasi laba sehingga angka laba tidak secara akurat mencerminkan hasil aktivitas ekonomi di masa lalu. Selanjutnya, investor tidak akan mampu membandingkan secara baik alternatif kesempatan investasinya (Simpson, 1969). Sebaliknya,

beberapa pihak lain yang melihat dari sudut pandang kontrak yang efisien, mempunyai keinginan memberi beberapa kemampuan kepada manajer untuk melakukan pengelolaan laba dalam menghadapi kontrak yang tidak lengkap dan kaku.

Dari uraian di atas, maka berbagai pendapat muncul bahwa pengelolaan laba merupakan area yang kontroversial dan penting dalam akuntansi keuangan. Beberapa pihak yang berpendapat bahwa pengelolaan laba merupakan perilaku yang tidak dapat diterima, alasannya bahwa pengelolaan laba berarti suatu pengurangan dalam keandalan informasi laporan keuangan. Sebagian lainnya berpendapat bahwa pengelolaan laba adalah hal yang dapat diterima selama tindakan pengelolaan laba ini menguntungkan perusahaan.

Argumen tersebut diperkuat oleh Scott (2000) yang mengemukakan bahwa sebagian pendapat menganggap pengelolaan laba adalah “buruk” tetapi sebagian lain menganggap ada sisi “baik” dari pengelolaan laba dan memberi alasan mengapa praktik pengelolaan laba umum dilakukan.

Sependapat dengan Scott, Parfet (2000:485) membedakan antara pengelolaan laba yang “baik” dan

pengelolaan laba yang “buruk.” Pengelolaan laba yang “buruk” merupakan pengelolaan laba yang menyimpang yaitu setiap tindakan yang mencoba menyembunyikan kinerja operasional sesungguhnya dengan menciptakan pencatatan akuntansi semu atau membuat taksiran akuntansi yang melampaui batas rasional. Sebagai contoh, manajer mungkin menyembunyikan pengaruh marjin laba yang kecil pada laba bersih dengan membukukan pendapatan perioda yang akan datang ke dalam perioda sekarang.

Sebaliknya pengelolaan laba yang “baik” merupakan praktik yang tepat dan rasional, dan merupakan bagian operasi bisnis sehari-hari yang dikelola dengan baik serta menambah nilai kepada pemegang saham. Pengelolaan laba yang “baik” adalah proses sehari-hari dalam menjalankan bisnis yang dikelola secara baik, meliputi penetapan anggaran yang rasional, pemantauan hasil operasi dan kondisi pasar, dan penetapan aksi pada seluruh ancaman yang tidak diharapkan dan kesempatan yang muncul, serta penyampaian komitmen yang dapat diandalkan kepada semua pihak pada setiap saat. Pengelolaan laba dapat digunakan sebagai sarana untuk menyampaikan informasi privat kepada pasar (Dechow,1994; Scott, 2000; Gul *et al.*, 2000).

Seringkali pengelolaan laba ini dilakukan berhubungan dengan pelaksanaan kebijakan perusahaan oleh manajemen seperti kebijakan utang, kebijakan dividen, dan kebijakan investasi. Penelitian-penelitian sebelumnya menemukan bahwa perusahaan bertumbuh (*growth firm*) atau tidak bertumbuh memungkinkan manajemen melakukan pengelolaan laba pada saat melaksanakan kebijakan perusahaan. Oleh karena itu sangat diperlukan mekanisme pengawasan baik internal maupun external terhadap perilaku oportunis manajemen. Penelitian hanya memfokuskan pada pengukuran mekanisme kontrol internal tata kelola korporasi. Pengawasan internal dari tata kelola korporasi diperlukan dengan tujuan agar manajemen dapat bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan. Jadi pelaksanaan TKK yang efektif secara tidak langsung akan memberikan signal positif di pasar

#### **A. *PROXY* Pengelolaan laba (*Earning Management*)**

Banyak peneliti menggunakan *proxy* pengelolaan laba dalam penelitiannya. Sehingga *proxy* pengelolaan laba dapat dikelompokkan dalam empat kelompok yaitu:



**a. Unexpected Accruals (Discretionary accruals)**

Penggunaan *Unexpected Accruals* mula-mula dikenalkan oleh **Healy (1985)** dengan menggunakan *total accruals* sebagai *proxy discretionary accruals*.

$$TA_{it} = (\Delta Ca_{it} - \Delta CI_{it} - \Delta Cash_{it} - \Delta STD_{it} - Dep_{it}) / (A_{it-1})$$

Dimana :

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

$\Delta Ca_{it}$  = Perubahan dalam aktiva lancar perusahaan i periode ke t

$\Delta CI_{it}$  = Perubahan dalam utang lancar perusahaan i periode ke t

$\Delta Cash_{it}$  = Perubahan dalam kas dan ekuivalen kas perusahaan i periode ke t

$\Delta STD_{it}$  = Perubahan dalam utang jangka panjang yang termasuk dalam utang lancar perusahaan i periode t

Depit = Biaya depresiasi dan amortisasi perusahaan i periode t

$A_{it-1}$  = Total aktiva perusahaan i periode t

$i = 1, \dots, N$  perusahaan

$t = 1, \dots, T$  tahun estimasi

DeAngelo (1986) mengasumsikan bahwa tingkat akrual yang *non discretionary* mengikuti pola *random walk*. Dengan demikian tingkat akrual yang *non discretionary*

perusahaan  $i$  periode  $t$  diasumsikan sama dengan tingkat akrual antara periode  $t$  dan  $t-1$  yang merupakan tingkat akrual yang *discretionary*.

$$DA_{it} = (TA_{it} - TA_{it-1}) / A_{it-1}$$

Berdasarkan model Healy (1985), maka pada tahun 1991, Jones mengembangkan model dengan memisahkan antara *discretionary accruals* dengan *non discretionary accrual*. Jones (1991) berpendapat bahwa aktiva tetap untuk memproksi tingkat akrual yang normal. Jadi model Jones (1991) yang digunakan untuk mengestimasi tingkat akrual normal adalah :

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

Dimana,

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

$\Delta REV_{it}$  = Pendapatan perusahaan  $i$  pada tahun  $t$  dikurangi pendapatan tahun  $t-1$

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

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

$e_{it}$  = *Error term* perusahaan  $i$  tahun  $t$

Sedangkan nilai *discretionary accrual* dihitung dengan formula :

$$DA_{it} = [\alpha_1(1/A_{it-1}) + \alpha_2 (\Delta REV_{it}/A_{it-1}) + \alpha_3(PPE_{it}/A_{it-1})]$$

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

Selanjutnya model modifikasi Jones dan menurut Dechow et al (1995) yang menguji berbagai model alternative akrual menyatakan bahwa model modifikasi jones ini adalah yang paling cocok dan baik untuk menguji pengelolaan laba. Model modifikasi Jones adalah sebagai berikut :

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

Dimana :  $\Delta REC_{it}$ = Piutang dagang perusahaan i tahun t dikurangi piutang dagang tahun t-1

Terakhir Subramanyam (1996) menyederhanakan formula dari modifikasi Jones menjadi :

$$\text{Total Accrual}_{it} = \text{Income before extraordinary items}_{it} - CFO_{it}$$

Dimana :

*Income before extraordinary items* = laba bersih sebelum pos luar biasa

$CFO_{it}$  = Aliran kas bersih dari aktivitas operasi

### **b. *Specific Accrual* sebagai proksi Pengelolaan laba**

Ada peneliti yang melihat pengelolaan laba hanya pada akrual tertentu, bagaimana manajer mempengaruhi laba

melalui akrual tertentu, McNichols dan Wilson (1988), Ahmed, Takeda dan Thomas (1998). Proxy pengelolaan laba yang biasa digunakan adalah cadangan piutang tak tertagih atau *provision for bad debt*.

### **c. Pilihan Metode Akuntansi Sebagai Proksi Pengelolaan Laba**

Pilihan metode akuntansi yang digunakan manajemen juga dapat digunakan untuk mengevaluasi ada atau tidaknya pengelolaan laba. Contohnya : Perusahaan yang menggunakan metode depresiasi dipercepat dan metode pencatatan persediaan LIFO dikelompokkan sebagai perusahaan yang *income decreasing*, sedangkan perusahaan yang menggunakan metode depresiasi dan pencatatan persediaan lain dianggap perusahaan *income increasing* (Neill *et al.* 1995).

### **d. Aktivitas Operasional sebagai Proksi Pengelolaan Laba**

Beberapa penelitian melihat pengelolaan laba dari aktivitas operasional manajer, seperti menggunakan penundaan pengakuan biaya sebagai proksi pengelolaan laba (Maydew, 1997). Frankel dan Trezevan (1994) menggunakan bagaimana manajer menggeser pembelian persediaan pada tahun yang akan datang untuk dimasukkan ke dalam

pembelian tahun ini, bagaimana manajer memilih waktu penjualan aktiva perusahaan atau *long lived asset and investment* (Bartov,1993).

Pada penelitian ini menggunakan pengukuran pengelolaan laba sebagai *discretionary accrual* dengan menggunakan *Jones Modified Model*. *Jones modified model* digunakan dalam penelitian ini karena menurut Dechow et al (1995) yang menguji berbagai model alternative akrual menyatakan bahwa model modifikasi jones ini adalah yang paling cocok dan baik untuk menguji pengelolaan laba.

# BAB IV

## TEORI-TEORI DARI KEBIJAKAN KEUANGAN

### A. *Teori-teori yang mendasari Leverage*

Persoalan apakah *leverage* (penggunaan utang oleh perusahaan) dapat meningkatkan nilai perusahaan telah menjadi isu klasik baik secara konseptual maupun secara empiris. Terdapat 3 perbedaan sudut pandang beberapa teori tentang struktur modal dalam menjelaskan relevansi *leverage* terhadap nilai perusahaan. Perbedaan tersebut dikelompokkan ke dalam tiga sudut pandang yaitu tak ada solusi, solusi sudut, dan solusi interior.

**Tak Ada Solusi (*No Solution*).** Proposisi *leverage* tidak relevan dengan nilai perusahaan yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958) menggunakan beberapa asumsi yang meliputi (Copeland dan Weston, 1988: 439):

1. pasar mencerminkan pasar persaingan sempurna,

2. tingkat bunga pinjaman sama dengan tingkat bunga bebas risiko,
3. tidak ada biaya kebangkrutan,
4. perusahaan menerbitkan sekuritas utang bebas-risiko (*risk-free debt*) dan ekuitas yang berisiko,
5. semua perusahaan berada pada kelas risiko yang sama,
6. tidak ada pajak perusahaan maupun pajak perorangan,
7. semua aliran kas bersifat tidak ada pertumbuhan (*perpetuities*),
8. informasi simetri, manajer bertindak untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik.

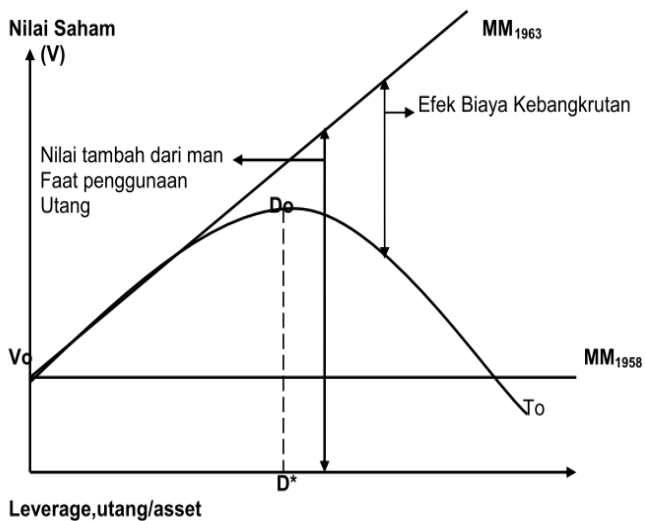
Stiglitz (1974) dan Fama (1978) melonggarkan asumsi kelas risiko yang sama dan utang bebas risiko menunjukkan bahwa perubahan keputusan pendanaan perusahaan akan diimbangi oleh investor dengan melakukan *leverage* sendiri sehingga terjadi pendistribusian ulang kemakmuran (*redistribution wealth*). Miller (1977) mempertimbangkan pajak perusahaan ( $t_C$ ) dan pajak perorangan yang diperoleh dari saham ( $t_{PS}$ ) dan obligasi ( $t_{PB}$ ) dengan asumsi pajak meningkat. Pada kondisi keseimbangan  $(1-t_C)(1-t_{PS})=(1-t_{PB})$ , *leverage* terbukti tidak relevan terhadap nilai perusahaan. Gambar 2.1 menunjukkan garis horisontal  $V_0$ -

MM1958 mencerminkan proposisi *leverage* tidak relevan. Perubahan *leverage* sepanjang garis tidak mempengaruhi nilai saham perusahaan pada V0.

**Solusi Sudut (*Corner Solution*).** Pandangan solusi sudut terpecah menjadi dua. Pertama, solusi utang (*all debt solution*) yang didasarkan pada pelanggaran asumsi pajak perusahaan. Modigliani dan Miller (1963) setelah mengoreksi model mereka dengan mempertimbangkan pajak perusahaan, menunjukkan bahwa utang mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Implikasi dari perubahan asumsi adalah bahwa penggunaan utang semua (*all debt*) merupakan solusi untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Hasil tersebut tercermin dari garis V0-MM1963 pada Gambar 2.1. yang menunjukkan nilai perusahaan meningkat hingga maksimal bila perusahaan menggunakan utang saja (*all debt*). Masulis (1980) membuktikan secara empiris bahwa teori berbasis pajak lebih kuat daripada teori kebangkrutan dan teori pendistribusian ulang kekayaan (*redistribution wealth*). Studi Mackie-Mason (1990) membuktikan secara empiris bahwa penurunan tingkat pajak menurunkan tingkat utang perusahaan. Kedua, solusi ekuitas semua (*all equity solution*). Penggunaan utang berisiko menyebabkan perusahaan



menghadapi saling tukar (*trade-off*) antara manfaat penggunaan utang dan keterikatan dengan kewajiban membayar utang. Keterikatan terhadap utang mengurangi fleksibilitas perusahaan dalam membuat keputusan investasi pada masa datang. Hal ini menyebabkan penggunaan utang berisiko tinggi (*risky debt*) dapat mengurangi nilai perusahaan. Oleh karena itu penggunaan ekuitas semua (*all equity*) merupakan solusi yang tepat untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Myers, 1977). Myers juga mengemukakan bahwa keputusan utang akan cenderung lebih terkait dengan aset tertanam (*asset in place*) daripada peluang investas



**Gambar 4.1 Hubungan Leverage dan nilai saham perusahaan**

(sumber: Brigham, Eugene F., dan Phillip R. Daves, 2004, Intermediate Financial management , 8<sup>th</sup> Edition, Thomson Corporation, South-Western (p. 501))

**Solusi Interior (*Interior Solution*).** Pandangan solusi interior berusaha menjelaskan bahwa terdapat saling keterkaitan antara keputusan investasi dan keputusan pendanaan melalui kombinasi penggunaan utang dan ekuitas.

Teori struktur modal berbasis solusi interior diantaranya:

1. Teori berbasis saling tukar atau penyeimbangan (*trade-off* atau *balancing*): manfaat pajak dan risiko kebangkrutan, serta teori keagenan.
2. Teori berbasis informasi asimetri: *pecking order theory* dan teori pensinyalan (*signaling*).

Teori saling tukar (*trade-off*) didasarkan pada pelanggaran asumsi MM bila pajak perusahaan dan kebangkrutan dipertimbangkan dalam model analisis. Gambar 2.1 menunjukkan hubungan *leverage* dan nilai perusahaan berbentuk tidak linear. Penggunaan utang (*leverage*) dari titik 0 ke  $D^*$  memberikan manfaat penghematan pajak sehingga meningkatkan nilai perusahaan dari  $V_0$  ke  $DO$ . Peningkatan utang (*leverage*) setelah melampaui  $D^*$  meningkatkan risiko kebangkrutan. Efek negatif risiko kebangkrutan mulai melebihi manfaat penghematan pajak setelah tingkat utang lebih dari  $D_2$  sehingga menurunkan nilai perusahaan dari  $DO$  ke  $TO$ . Studi Baxter (1967), Kraus dan Litzenberger (1973), serta Turnbull (1979) mendukung teori saling tukar bahwa terdapat keseimbangan antara penghematan pajak dan risiko kebangkrutan dari penggunaan utang. Schneller (1980) menunjukkan bahwa risiko kebangkrutan dan penghematan pajak

mencerminkan saling tukar dalam kebijakan pendanaan yang menjelaskan mengapa solusi pendanaan memiliki pola nonlinear seperti ditunjukkan dalam kurva VO-DO-TO pada Gambar 2.1.

Teori keagenan<sup>6</sup> merupakan bentuk lain dari teori saling tukar tetapi menggunakan asumsi yang berbeda. Informasi asimetri merupakan asumsi kondisi yang perlu (*necessary condition*) dalam menjelaskan teori keagenan, tetapi diperlukan asumsi kondisi yang cukup (*sufficient condition*) bahwa terdapat perilaku individu yang cenderung bertindak untuk kepentingannya yang mendorong terjadi konflik kepentingan antar pihak. Pemisahan antara pemilik dan manajer dapat mendorong manajer cenderung berorientasi pada kemakmurannya daripada kemakmuran pemegang saham. Konflik kepentingan tersebut menciptakan biaya-biaya keagenan yang harus ditanggung oleh masing-masing pihak yang meliputi biaya pengikatan (*bonding cost*), biaya pengawasan atau pemantauan (*monitoring cost*), dan kerugian residual (*residual loss*). Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi ada dua konflik keagenan yang terjadi yaitu

---

<sup>6,9</sup>, Teori ini yang digunakan dan dibahas dalam hubungannay dengan kebijakan utang pada pengelolaan laba

konflik antara manajer dan pemilik dan konflik antara pemilik dan kreditor. Harris dan Raviv (1990) mengemukakan bahwa utang dapat berfungsi sebagai alat bagi pemilik untuk mendorong manajemen bertindak disiplin agar tidak terancam kebangkrutan. Utang juga memungkinkan kreditor untuk mendapatkan informasi yang lebih banyak tentang prospek perusahaan. Dengan demikian, penggunaan utang juga merupakan upaya pemilik untuk membagi biaya pengawasan atau pemantauan dengan kreditor. Berdasarkan pandangan teori keagenan, *leverage* dan investasi memiliki hubungan yang nonlinear yang ditunjukkan melalui kurva VO-DO-TO. Pada solusi sudut VO (*all equity*), pemilik menanggung semua biaya pengawasan, sebaliknya pada solusi sudut TO (*all debt*), kreditor menanggung semua biaya pengawasan. Biaya keagenan menjadi mahal bila hanya salah satu investor (pemilik atau kreditor). Biaya keagenan optimal akan tercapai bila biaya marginal pengawasan dari pemilik sama dengan biaya marginal pengawasan dari kreditor. Hal inilah yang menyebabkan bentuk hubungan investasi dan leverage cenderung nonlinear. Oleh karena pengawasan yang dilakukan oleh pemilik dan kreditor maka manajer termotivasi untuk melakukan pengelolaan laba dalam jangka panjang,

dengan harapan agar kinerja perusahaan dinilai baik dan manajer terhindar dari take over (digantikan) dan selain itu keinginan opportunistiknya untuk mendapat bonus terlaksana.

*Pecking order theory*<sup>9</sup> atau biasa disebut dengan teori urutan pematukan modal yang dikemukakan Myers (1984) berbasis pada informasi asimetri dan memiliki penjelasan yang berbeda dari teori saling tukar maupun pensignalan (*signaling*). *Pecking order theory* membedakan ekuitas dari laba ditahan dan penerbitan saham baru. Argumentasi *Pecking order theory* didasarkan pada informasi asimetri sehingga biaya pendanaan eksternal menjadi lebih mahal dan manajer akan menggunakan sumber pendanaan yang memiliki biaya paling murah yakni dari sumber pendanaan internal, bila kebutuhan investasi lebih tinggi dari modal internal, tambahan utang merupakan urutan kedua, dan yang terakhir adalah penerbitan ekuitas baru.

### **B. *Pecking order theory* : sebuah penjelasan pada hubungan kebijakan utang dan kebijakan investasi**

Sub-bagian berikut ini membahas perdebatan *Pecking order theory* dalam menjelaskan pengaruh kebijakan utang,

dan kebijakan deviden terhadap kebijakan investtasi serta dampaknya pada pengelolaan laba.

*Pecking order theory* menjelaskan urutan pendanaan yang digunakan dalam membiayai investasi sehingga dikenal juga sebagai teori hierarki pendanaan (*financing hierarchy*). Istilah urutan pematukan modal (*pecking order*) yang secara eksplisit dikemukakan oleh Myers (1984) mengacu pada studi Gordon Donalson pada tahun 1961 yang menunjukkan bahwa manajer lebih menyukai menggunakan modal internal daripada modal utang. Myers (1984) memperjelas konsep tersebut dan berpendapat keputusan pendanaan mengikuti *Pecking order* sebagai berikut:

1. Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal
2. 2. Perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang inves-tasi, walaupun dividen bersifat kenyal (*sticky*) dan rasio target pem-ba-ya--ran hanya secara bertahap disesuaikan terhadap peningkatan pe-luang investasi.
3. Kebijakan dividen yang bersifat kenyal (*sticky*), ditambah dengan fluktuasi profitabilitas yang

tidak bisa diprediksi, maka ketersediaan modal internal mungkin kurang atau lebih dari pengeluaran investasi. Bila modal internal kurang dari investasi, dimungkinkan bagi perusahaan untuk mencari sumber pendanaan eksternal.

4. Bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan akan berusaha memilih sumber dana dari utang karena dipandang lebih aman dari ekuitas. Ekuitas merupakan pilihan sumber pendanaan terakhir untuk memenuhi kebutuhan investasi.

Myers dan Majluf (1984) mengembangkan model Pecking order pada kondisi informasi asimetri dengan mengasumsikan bahwa manajemen bertindak mewakili kepentingan pemegang saham lama dan mengasumsikan pemegang saham lama bersikap pasif. Mereka menunjukkan bahwa informasi asimetri menyebabkan modal utang menjadi lebih mahal sehingga terjadi pemilihan terbalik (adverse selection) dari kreditor.



Pemilihan terbalik memperbesar kemungkinan perusahaan menolak proyek-proyek investasi yang masih memiliki NPV positif sehingga terjadi investasi-kurang (*under-investment*). Bila modal internal tidak mencukupi kebutuhan investasi, perusahaan tidak akan mendanai investasi melalui penerbitan ekuitas baru Myers dan Majluf (1984) karena akan menurunkan nilai perusahaan.

Myers dan Majluf (1984) menunjukkan alasan mengapa perusahaan lebih memilih mengurangi proyek investasi yang masih memiliki NPV positif daripada menerbitkan saham baru. Argumentasi mereka didasarkan pada studi Akerlof (1970). Myers dan Majluf (1984) mengembangkan model mengenai perusahaan yang diasumsikan memiliki dua aset yaitu investasi baru ( $y$ ) dan aset tertanam ( $x$ , *asset in place*). Bila terdapat informasi asimetri dalam pasar, maka pelaku pasar dapat menginterpretasi  $x$  sebagai aset yang berprospek baik (*good news*) dan  $y$  aset yang berprospek buruk (*bad news*), atau sebaliknya. Efek dari informasi asimetri ini menyebabkan investor luar akan memakai premi risiko rata-rata untuk membiayai kedua aset yang ditawarkan perusahaan, sehingga biaya modal proyek atau aset yang berprospek baik menjadi lebih

mahal dari yang diharapkan sedangkan proyek yang berprospek buruk menjadi lebih murah dari biaya modal yang sesungguhnya ditanggung oleh masing-masing proyek sesuai dengan tingkat risiko dan *return* investasi.

Dampak dari urutan pendanaan (*pecking order theory*) ini adalah memotivasi manajemen melakukan pengelolaan laba yang dapat dijelaskan

sebagai berikut : Bila modal internal tidak mencukupi kebutuhan investasi, perusahaan akan mendanai investasi melalui dana eksternal yaitu utang karena tidak mungkin didanai dari penerbitan ekuitas baru. Meningkatnya utang seperti diuraikan diatas membawa dampak penghematan pajak hanya sampai batas tertentu dan jika utang semakin tinggi melebihi batas tersebut maka utang membawa dampak kebangkrutan perusahaan. Untuk mencegah kemungkinan terjadi kebangkrutan perusahaan maka dalam jangka panjang perusahaan melakukan pengelolaan laba.

### **C. Theory Signaling dari Dividend dan dampaknya pada pengelolaan laba**

Perubahan kebijakan dividen dapat dijelaskan melalui teori pensinyalan (*signaling*). Manajer diasumsikan cenderung mempertahankan kebijakan dividen pada tingkat tertentu. Perubahan dalam kebijakan dividen akan direspon oleh investor luar sebagai suatu signal yang disampaikan oleh perusahaan. Brook, Charlton, dan Hendershoot (1998) menunjukkan bahwa dividen tinggi dapat digunakan sebagai signal peningkatan aliran kas pada masa datang. Namun, di sisi lain, kemampuan manajemen untuk menepati janji peningkatan dividen bisa melemah pada masa datang karena faktor di luar kontrol perusahaan. Dalam hal ini, manajemen akan menurunkan dividen sebagai signal bahwa perusahaan tidak dapat mempertahankan aliran kas yang memadai pada masa datang. Beberapa studi empiris menunjukkan penurunan dividen berdampak negatif terhadap kemakmuran pemegang saham (Aharony dan Swary, 1980; serta Dhillon dan Johnson, 1994). Oleh karena itu teori pensinyalan (*signaling*) inilah yang digunakan untuk menganalisis hubungannya dengan perilaku manajemen dalam pengelolaan laba.

#### **D. Pengukuran Kebijakan Deviden**

Dividen dibayarkan oleh suatu perusahaan dapat diukur dengan menggunakan satu dari dua pendekatan :

##### ***1. Dividend yield = dividen per saham per tahun/harga per saham***

*Dividend yield* merupakan suatu ukuran yang penting, karena ia mengukur komponen total return yang berasal dari dividen ditambah dengan apresiasi harga saham (*capital gains*). Oleh karena itu, tingkat pengembalian saham yang diharapkan merupakan jumlah dari *dividend yield* dan *capital gains*.

*Expected return on stock = dividend yield + capital gains*

Kadang – kadang investor menggunakan *dividend yield* sebagai ukuran suatu resiko dan sebagai suatu *investment screen* yaitu investor akan berinvestasi pada saham yang memberikan dividen yang lebih tinggi. Hasil studi empirik menunjukkan bahwa saham yang membayar dividen lebih tinggi dapat menghasilkan tingkat pengembalian saham yang lebih tinggi (*excess return*) dibandingkan dengan saham yang memberikan dividen yang rendah, setelah disesuaikan dengan kinerja dan resiko pasar.

## 2. *Dividend Payout Ratio = Dividend per share/Earning per share*

*Dividend payout ratio* dapat digunakan untuk berbagai keperluan :

*Pertama*, dalam penilaian suatu saham, *dividend payaout ratio* digunakan sebagai suatu cara untuk menaksir dividen di masa yang akan datang, karena sebagian besar analis menaksir pertumbuhan laba (earnings) dari pada menaksir pertumbuhan dividen.

*Kedua*, *retention ratio*, yaitu proporsi laba yang diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan (*Retention ratio = 1 - Dividend Payout ratio*) berguna untuk menaksir pertumbuhan laba di masa yang akan datang. Perusahaan yang mempunyai *retention ratio* yang tinggi (*payout ratio* yang rendah), pada umumnya mempunyai tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi dari pada perusahaan yang mempunyai *retention ratio* yang rendah (*payout ratio* yang tinggi).

*Ketiga*, *Dividend payout ratio* cenderung mengikuti daur hidup perusahaan, mulai dari nol ketika tingkat pertumbuhannya tinggi, kemudian meningkat ketika

perusahaan menjadi dewasa (mature) dan ketika prospek perusahaan menurun.

Penelitian ini menggunakan rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) atau ratio penyimpanan (*retention ratio*) sebagai pengukuran dari dividen (Fazzari, Hubbard, dan Petersen, 1988; Carpenter, 1994; serta Colomiris dan Hubbard, 1995). Penelitian ini menganggap pengukuran ini yang paling cocok karena dapat digunakan untuk menaksir pertumbuhan dividen. Pengukuran dividen pada penelitian ini menggunakan ukuran perubahan dari *dividend payout ratio* ( $\Delta D$ ). Ukuran perubahan rasio pembayaran dividen ini mengacu pada penelitian Litner (1956), Savov (2006). Pengukuran ini digunakan agar dapat memperlihatkan apakah perusahaan mengalami penurunan atau peningkatan pembayaran dividen (pertumbuhan). Fazzari, Hubbard, dan Petersen, 1988 mengemukakan bahwa terdapat 2 kemungkinan penjelasan mengapa perusahaan menurunkan dividen yang dibayarkan. Pertama, perusahaan menghadapi biaya sumber pendanaan eksternal yang mahal karena informasi asimetri sehingga menggunakan sebagian besar laba untuk membiayai investasi dari pada membayarkan dividen tinggi. Kedua,

perusahaan tidak memperoleh laba yang cukup untuk membayar dividen.

Penelitian ini menganggap bahwa pengukuran kebijakan dividen dari perubahan *pay out ratio* adalah yang paling tepat karena dengan pengukuran ini dapat diketahui kenaikan atau penurunan pembayaran dividen yang nanti akhirnya dapat dihubungkan dengan pengelolaan laba.

# **BAB V**

## **PECKING ORDER THEORY: SEBUAH PENJELASAN UNTUK *KUMPULAN PELUANG INVESTASI* (KPI)**

Beberapa definisi *Kumpulan peluang investasi* adalah sebagai berikut:

1. Menurut Myers (1977), *Kumpulan peluang investasi* merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan pertumbuhan (*growth option*) pada masa yang akan datang. Menurut Kallapur dan Trombley (2001) dalam Holydia (2004) pertumbuhan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size*, sementara KPI merupakan opsi untuk berinvestasi dalam proyek yang memiliki *net present value* yang positif. Menurut kedua peneliti tersebut, tidak semua *growth opportunities* memiliki *net present value* yang positif. Opsi pertumbuhan bisa berupa investasi tradisional



atau *discretionary expenditure* yang diperlukan untuk kesuksesan perusahaan seperti penelitian dan pengembangan teknologi baru.

2. Hartono (1999) mendefinisikan *Kumpulan peluang investasi* sebagai tersedianya alternatif investasi perusahaan di masa yang akan datang.
3. Menurut Gaver dan Gaver (1993), *Kumpulan peluang investasi* merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar.

KPI perusahaan bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*) sehingga untuk mengetahuinya perlu dilakukan penghitungan sendiri. Sejak saat itu, para peneliti mencoba untuk mengembangkan proksi KPI dan selanjutnya KPI ini dijadikan sebagai dasar untuk mengklasifikasikan pertumbuhan perusahaan di masa datang menjadi perusahaan bertumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh (Gaver dan Gaver, 1993).

Penelitian Vogt (1997) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki prospek bertumbuh akan direspon positif oleh

pasar, karena investasi yang ditanamkan diharapkan akan memberikan *return* yang tinggi. Sementara bentuk yang membedakan pilihan investasi (atau pertumbuhan) adalah nilai perusahaan dimana nilai ini tergantung pada kebebasan pemilihan pengeluaran atau pembiayaan yang ditentukan oleh manajer di masa depan. Menurut Gaver dan Gaver (1993), opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya.

Penelitian ini sendiri mendefinisikan KPI sama dengan Gaver dan Gaver, (1993) sebagai pertumbuhan perusahaan yaitu membedakan perusahaan yang bertumbuh dan perusahaan yang tidak bertumbuh.

*Pecking order theory* memandang informasi asimetri meningkatkan biaya modal eksternal (Myer dan Majluf, 1984). Manajer perusahaan yang bersifat konservatif mengurangi realisasi peluang investasi yang masih memberikan NPV positif daripada meningkatkan modal

eksternal. Tetapi bila setelah estimasi kesempatan investasi dilakukan, terdapat perubahan-perubahan sebagian atau seluruh komponen yang menjadi indikator kesempatan investasi. Bila perubahan kesempatan investasi sangat menarik, dimungkinkan bagi perusahaan untuk meningkatkan investasi dari yang diekspektasi, sehingga jika dana internal tidak mencukupi untuk mendanai maka digunakan dana eksternal dari utang, peningkatan utang menyebabkan penghematan pajak pada posisi tertentu dan jika posisi utang semakin meningkat maka risiko perusahaan menuju ke risiko kebangkrutan. Dapat disimpulkan bahwa peningkatan peluang investasi (KPI) menyebabkan penurunan pembayaran dividen karena dana digunakan untuk investasi dan jika dana internal tidak mencukupi maka diambil pendanaan dari utang. Dari analisis inilah maka memotivasi manajer melakukan pengelolaan laba dalam jangka panjang dengan tujuan untuk menghindari risiko kebangkrutan dan mensejahterakan pemegang saham dengan peningkatan harga saham.

#### **A. Pengukuran *Kumpulan peluang investasi***

Terdapat beberapa proksi yang digunakan dalam bidang akuntansi dan keuangan untuk memahami proyek KPI.

Menurut Kallakapur dan Trombley (2001), secara umum proksi-proksi KPI dapat digolongkan menjadi empat tipe, yaitu

1. Proksi berbasis pada harga (*price-based proxies*)

Proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga relatif lebih tinggi dibanding dengan aktiva riilnya (*assets in place*). Sedangkan menurut Gagaring Pagalung (2003: 251) KPI berdasarkan harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi yang didasari pada suatu ide yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan-perusahaan yang tumbuh memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*assets in place*). KPI yang didasarkan pada harga akan berbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan.

2. Proksi berbasis investasi (*investment-based proxies*)

Proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai KPI suatu perusahaan. Menurut Pagalung (2003: 252) ide proksi KPI berdasar investasi mengungkapkan bahwa kegiatan investasi yang besar berkaitan secara positif dengan nilai KPI suatu perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang memiliki KPI tinggi seharusnya juga memiliki suatu tingkatan investasi yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang ditempatkan atau yang diinvestasikan untuk waktu yang lama dalam perusahaan. Bentuk proksi ini berbentuk rasio yang membandingkan suatu pengukuran investasi yang telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan.

3. Proksi berdasarkan varian (*variance measure*)

Proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti *variabilitas return* yang mendasari peningkatan aktiva (Myers).

#### 4. Proksi Gabungan dari proksi individual.

Alternatif proksi gabungan KPI dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi individual, sehingga akan menghasilkan pengukuran yang baik untuk KPI.

Baker (1993) menyatakan bahwa perlu selalu dilakukan perbaikan dan pengembangan terhadap proksi-proksi yang telah ada, karena setiap proksi terutama proksi yang digunakan secara individual akan mengandung *measurement error*. Pendekatan yang digunakan beberapa peneliti sebagian besar menggunakan ukuran variabel rasio dalam bentuk pengukuran rasio tunggal (*single ratio*), namun demikian beberapa penelitian lainnya menggunakan pendekatan pengukuran komposit (*composite measures*), yaitu menggabungkan beberapa rasio sehingga membentuk suatu ukuran baru sebagai proksi KPI.

Pendekatan yang dapat digunakan dalam pengukuran komposit tersebut adalah dengan menggunakan analisis faktor untuk membentuk suatu variabel komposit yang dapat dikembangkan dan diuji lebih lanjut. Hal ini dilakukan karena selain KPI bersifat *unobservable*, KPI kurang tepat bila diproksi dari satu ukuran empiris saja, sehingga dibutuhkan

proksi-proksi yang merupakan proksi komposit. Selain itu, dengan menggunakan pendekatan proksi komposit akan dapat mengurangi kesalahan pengukuran yang secara inheren melekat dalam variabel tunggal (*single variable*) untuk proksi KPI (Kallakapur dan Trombley, 2001). Pendekatan analisis KPI dengan menggunakan pengukuran komposit telah dilakukan oleh Gaver dan Gaver, 1993; Baker, 1993; Gull dan Kealey, 1999; Imam dan Indra, 2001; AlNajjar dan Belkaoui, 2001; Jones dan Sharma, 2001; Pagalung, 2003; dan Hutchinson, 2001. Proksi KPI untuk penelitian ini juga menggunakan proksi gabungan dari proksi individual dengan menggunakan faktor analisis. Alasan penelitian ini menggunakan Proksi gabungan karena penelitian ini akan membedakan perusahaan yang bertumbuh dan yang tidak bertumbuh, oleh karena itu tidak mungkin menggunakan variable tunggal. Tujuannya untuk mengurangi kesalahan pengukuran yang secara inheren melekat dalam variabel tunggal (*single variable*).

# **BAB VI**

## **STUDI TENTANG PENGARUH KEBIJAKAN PERUSAHAAN (KEBIJAKAN UTANG, KEBIJAKAN DIVIDEND AN KEBIJAKAN INVESTASI) TERHADAP PENGELOLAAN LABA**

Citron (1992) menunjukkan bukti bahwa rasio keuangan secara luas digunakan dalam perjanjian utang. Pengelolaan laba dilakukan untuk menghindari pelanggaran perjanjian utang yang dapat menimbulkan biaya bagi perusahaan. DeFond dan Jiambalvo (1994) menaksir akrual abnormal untuk 94 perusahaan yang melaporkan pelanggaran perjanjian utang dalam laporan tahunannya. Hasil studi DeFond dan Jiambalvo menunjukkan adanya akrual abnormal yang positif selama periode sebelum sampai tahun saat pelanggaran dan akrual abnormal tetap positif pada tahun saat terjadi pelanggaran setelah mempertimbangkan kemungkinan pengaruh pergantian manajemen dan kualifikasi keberlangsungan usaha oleh auditor. Cristie (1990)



mengagregasi studi antarperusahaan yang menemukan dukungan untuk hipotesis utang/modal. Para peneliti menginterpretasi dukungan pada hipotesis utang/modal sebagai bukti bahwa manajer mengubah kebijakan akuntansi untuk menghindari pelanggaran ketentuan kontrak berbasis akuntansi yang ada dalam perjanjian utang.

Manajer perusahaan yang mendekati pelanggaran perjanjian utang mencoba melakukan pengelolaan laba untuk mengurangi atau menghindari biaya karena pelanggaran perjanjian utang (Watts dan Zimmerman, 1986). Meskipun ketika pelanggaran perjanjian tidak dapat dihindari dengan melakukan manipulasi informasi akuntansi, manajer cenderung tetap melakukan pengelolaan laba yang meningkatkan laba guna memperbaiki posisi upaya negosiasi kembali. Biaya pelanggaran utang sangat sulit ditaksir, oleh karenanya penelitian-penelitian terdahulu menggunakan suatu proksi untuk menunjukkan adanya dan kedekatan perusahaan dengan pelanggaran ketentuan perjanjian utang. Proksi yang sering digunakan adalah rasio utang dengan modal atau pengungkitan keuangan (Deakin, 1979; Zmijewsky dan Hagerman, 1981; Bowen, 1981; Daley dan Vigeland, 1983; Dhaliwal, 1990; DeFond dan Jiambalvo, 1994). Hasil

penelitian menunjukkan bukti yang konsisten bahwa terdapat hubungan positif antara pengungkitan keuangan dengan pengelolaan laba yang meningkatkan laba. Semakin besar rasio utang/modal perusahaan semakin besar motivasi bagi manajer perusahaan untuk melakukan praktik pengelolaan laba yang meningkatkan laba. Besarnya pengaruh tersebut akan berbeda apabila kesempatan yang dimiliki oleh manajer untuk dapat melakukan pengelolaan laba juga berbeda.

Penelitian mengenai hubungan langsung antara dividend an harga saham telah banyak dilakukan tetapi hasilnya masih ambigu (Jensen dan Smith, 1984). Penelitian di bidang dividen ini dimulai dari Lintner yang kemudian di lanjutkan oleh Miller dan Modigliani (1961) – yang selanjutnya disingkat MM- mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna, perilaku rasional dan kepastian yang sempurna, menemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan dividen saat ini adalah tidak relevan. Penelitian MM mengabaikan bahwa terdapat informasi yang tidak sama antara pihak yang melakukan transaksi. Pada kenyataannya, terdapat *informational asymmetry*, dimana pihak yang melakukan penjualan memiliki informasi yang lebih banyak mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak

calon investor/pembeli. Terdapatnya informasi yang berbeda tersebut, akan mendorong peran dividen sebagai signal bagi pihak luar (Dong *et al.*, 2005). Tidak terdapatnya pengaruh signifikan dari deviden juga dikemukakan oleh Black dan Scholes (1974). Sementara itu, Litzenberger dan Ramaswamy (1979) dalam penelitiannya dengan memasukkan unsur pajak maka menemukan bahwa deviden memiliki pengaruh negatif terhadap perubahan harga saham. Hal ini disebabkan karena pajak atas deviden lebih tinggi dari pada pajak yang dikenakan atas *capital gain*, dan pajak atas *capital gain* hanya direalisasikan ketika terjadi transaksi (Brigham dan Daves, 2002:562). Bajaj dan Vijh (1990) menyatakan bahwa dampak perubahan deviden terhadap harga saham adalah besar dan dampak dari *dividend yield* adalah kuat pada perusahaan kecil. Pada sisi lain, Amihud dan Li (2002) menyatakan adanya kecenderungan di Amerika dimana terjadi penurunan reaksi dari harga saham terhadap pengumuman pembayaran deviden sejak pertengahan tahun 1978. Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan deviden semakin berkurang kandungan informasinya sehingga disebut sebagai *Disappearing Dividend*. Selanjutnya penelitian mengenai dividen dilanjutkan dan muncul *bird in the hand theory*

dikembangkan oleh Gordon dan Lintner yang menyatakan bahwa semakin tinggi dividen pay out ratio maka semakin tinggi nilai perusahaan. Pengembangan selanjutnya dari penelitian mengenai dividen dengan munculnya *tax different theory* dikembangkan oleh Lizenberger dan Ramaswamy yang menyatakan bahwa semakin tinggi dividen pay out ratio maka semakin rendah nilai perusahaan.

Dari hasil yang kontroversial ini maka penelitian mengenai pengaruh kebijakan dividen pada pengelolaan laba juga menghasilkan hasil penelitian yang juga berbeda-beda. Savov (2006) meneliti mengenai hubungan Dividen dan Investasi pada pengelolaan laba, sampel perusahaan pada perusahaan-perusahaan Jerman dimana periode analisis adalah tahun 1982-2003. Hasil temuannya adalah adanya pengaruh negatif antara perubahan dividen dengan pengelolaan laba. Selain itu juga ditemukan adanya pengaruh negatif antara investasi dan pengelolaan laba. Sedangkan Yulianto (2000) menemukan bukti bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara praktek pengelolaan laba dengan Dividen Payout Ratio.

# **BAB VII**

## **STUDI TENTANG HUBUNGAN KUMPULAN PELUANG INVESTASI DAN KEBIJAKAN PERUSAHAAN**

Myers (1977) berpendapat bahwa aset perusahaan terdiri dari aset real atau aset dalam pemakaian (*real assets* atau *assets in place*), yang dinilai secara independen dari kesempatan investasi perusahaan di masa datang, dan pilihan pertumbuhan (*real* atau *growth option*), yang dinilai berdasarkan keputusan kebijakan investasi perusahaan di masa datang. Kumpulan peluang investasi tidak sekedar dimaksudkan untuk contoh klasik pilihan pertumbuhan, seperti hak atau kesempatan eksplorasi sumber mineral di suatu tempat selama kurun waktu tertentu (Kester, 1986), tetapi juga meliputi kebijakan pengeluaran lain. Pilihan pertumbuhan juga meliputi investasi dalam merek dagang melalui periklanan yang diperlukan untuk meyakinkan sukses

perusahaan di masa datang (Kallapur dan Trombley, 1999), proyek perluasan kapasitas, proyek pengenalan produk baru, proyek akuisisi perusahaan lain, juga pengeluaran pemeliharaan dan penggantian aset yang sudah ada (Mason dan Merton, 1993).

Menurut Gaver dan Gaver (1993) istilah pilihan pertumbuhan lebih luas dari konsep yang digunakan banyak kalangan akademik sebagai kesempatan pertumbuhan, yaitu proyek baru yang didukung dengan aktivitas penelitian dan pengembangan yang intensif. Konstruk yang lebih luas dimaksudkan untuk menghindari konotasi populer yang lebih terbatas atas pengertian pilihan pertumbuhan. Kumpulan peluang investasi perusahaan berisi proyek yang memungkinkan perusahaan untuk tumbuh, oleh karenanya kumpulan peluang investasi dapat dianggap sebagai prospek pertumbuhan (*growth prospect*) perusahaan (Kallapur dan Trombley, 1999).

Secara umum, tingkat kumpulan peluang investasi perusahaan dapat berbeda antar perusahaan. Perbedaan kumpulan peluang investasi tersebut terjadi karena perbedaan sifat pilihan investasi. Sifat pilihan investasi berbeda tergantung pada aset tempat prospek pertumbuhan tersebut

melekat (Kester, 1986). Sifat aset perusahaan berbeda karena investasi pada sumberdaya fisik dan manusia, yang mempengaruhi nilai pilihan investasi perusahaan (Smith dan Watts, 1992). Perbedaan nilai pilihan investasi juga karena perusahaan membuat investasi untuk menciptakan halangan masuk dalam industri, seperti menciptakan skala ekonomi, diferensiasi produk, hak paten, atau loyalitas merek (Chung dan Charaenwong, 1991). Cristie (1989) berpendapat bahwa kumpulan peluang investasi ditentukan oleh pilihan lini bisnis berdasar keunggulan relatif.

Berbagai kebijakan investasi perusahaan menentukan tingkat kumpulan peluang investasi perusahaan, selanjutnya perbedaan dalam kumpulan peluang investasi akan berpengaruh pada kebijakan perusahaan yang lain. Smith dan Watts (1992) meneliti hubungan karakteristik organisasi, yaitu kumpulan peluang investasi, yang secara konseptual mencerminkan kesempatan pertumbuhan perusahaan dengan sejumlah kebijakan perusahaan (yaitu kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi). Smith dan Watts menguji apakah variasi dalam biaya kontrak antarperusahaan berkaitan dengan perbedaan dalam kumpulan peluang investasi. Hasil pada tingkat industri menunjukkan bahwa perusahaan dengan

kumpulan peluang investasi tinggi mempunyai rasio utang/modal lebih rendah karena pembiayaan modal cenderung mengatasi kemungkinan masalah keagenan yang disebabkan adanya utang yang berisiko dalam struktur modal perusahaan. Perusahaan dengan kumpulan peluang investasi tinggi juga memilih kebijakan pembayaran dividen yang relatif lebih rendah dibanding perusahaan dengan tingkat kumpulan peluang investasi rendah untuk mengatasi masalah yang berkaitan dengan aliran kas bebas. Berkaitan dengan kebijakan kompensasi, bukti menunjukkan bahwa perusahaan dengan kumpulan peluang investasi tinggi cenderung membayar tingkat kompensasi lebih tinggi untuk eksekutif puncak perusahaan dibanding perusahaan dengan kumpulan peluang investasi rendah.

Penelitian Gaver dan Gaver (1993) memperluas penelitian Smith dan Watts (1992) dalam dua hal: 1) menggunakan data tingkat perusahaan dan tidak pada tingkat industri, 2) menggunakan berbagai ukuran pertumbuhan dan menggunakan ukuran pertumbuhan tersebut dalam satu ukuran kumpulan peluang investasi umum melalui analisis faktor. Gaver dan Gaver (1993) menyediakan bukti bahwa perusahaan dengan pertumbuhan tinggi cenderung



mempunyai rasio utang-modal lebih rendah dan kebijakan pembayaran dividen lebih rendah relatif terhadap perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah. Gaver dan Gaver (1993) juga melaporkan bahwa perusahaan pertumbuhan tinggi membayar kompensasi lebih tinggi kepada eksekutif puncak daripada perusahaan pertumbuhan rendah. Secara umum hasil penelitian Gaver dan Gaver (1993) mendukung hasil empiris yang diperoleh oleh Smith dan Watts (1992).

Mengikuti Smith dan Watts (1992) dan Gaver dan Gaver (1993), Simon Ho *et al.* (1999) mencoba menunjukkan bukti tambahan atas hubungan kumpulan peluang investasi perusahaan dengan seperangkat pilihan kebijakan perusahaan. Perluasan dilakukan dengan menambahkan: 1). ukuran untuk membentuk indek kumpulan peluang investasi, 2) variabel kebijakan perusahaan yang baru, yaitu kebijakan sewa-guna usaha (*leasing*). Hasil studi Simon Ho *et al* (1999). menunjukkan bahwa teori kumpulan peluang investasi mempunyai kekuatan penjelas lebih tinggi dalam kebijakan perusahaan mengenai kompensasi dan aspek sewa-guna usaha daripada aspek dividen. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan tinggi mempunyai jumlah kompensasi atau bonus kas lebih tinggi bagi eksekutif dan lebih banyak

membayai perolehan aset dengan cara sewa-guna usaha operasi.

Chen *et al.* (1997) menguji apakah tingkat aktivitas internasional dapat menjelaskan variasi dalam struktur modal perusahaan yang diukur dengan rasio utang-modal. Berdasarkan analisisnya pada sampel 18.495 observasi, penelitian Chen *et al.* menunjukkan 1) konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya, rasio utang/modal berkorelasi negatif dengan biaya kebangkrutan dan pilihan partumbuhan, 2) setelah mengendalikan biaya kebangkrutan dan pilihan pertumbuhan, perusahaan multinasional mempunyai rasio utang/modal lebih rendah dibanding perusahaan domestik; dan 3). dalam sampel perusahaan multinasional, rasio utang modal berkorelasi positif dengan derajat internasionalisasi.

Penelitian hubungan kumpulan peluang investasi dengan kebijakan perusahaan yang menggunakan data perusahaan di Indonesia dilakukan oleh Subekti dan Kusuma (2001). Subekti dan Kusuma (2001) menguji hubungan kumpulan peluang investasi dengan kebijakan pendanaan dan dividen perusahaan, serta implikasinya pada perubahan harga saham. Perusahaan dalam sampel dikelompokkan menjadi

perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh berdasarkan satu nilai kumpulan peluang investasi perusahaan yang dibentuk melalui analisis faktor dari beberapa proksi pengukuran kumpulan peluang investasi. Hasil menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai rasio utang-modal, dan membayar dividen yang lebih kecil dibanding perusahaan yang tidak tumbuh. Rata-rata return kumulatif sekitar tanggal pengumuman laba tampak tidak berbeda secara statistis untuk perusahaan yang tumbuh dengan perusahaan tidak tumbuh. Bukti tidak konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya bahwa tingkat pertumbuhan menyebabkan tingginya tingkat ketidakseimbangan informasi antara manajemen dan investor, maka seharusnya pengaruh pengumuman laba pada harga saham akan lebih kuat untuk perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi (Teoh *et al.*, 1998).

Penelitian Skinner (1993), sebagaimana yang disebutkannya, adalah penelitian pertama yang menunjukkan bukti awal mengenai hubungan kumpulan peluang investasi dengan sifat kontrak utang dan kompensasi, ukuran dan pengungkitan keuangan perusahaan, dan pilihan prosedur akuntansi. Berdasarkan hasil analisis secara antar perusahaan pada sampel yang dipilih secara random, penelitian Skinner

menunjukkan bahwa semakin besar perusahaan semakin cenderung memilih prosedur akuntansi yang meningkatkan laba. Bahwa semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan semakin besar kecenderungan perusahaan memilih metoda akuntansi yang meningkatkan laba, dan perusahaan dengan program bonus berbasis akuntansi lebih memilih prosedur akuntansi yang meningkatkan laba, dibanding perusahaan yang lain. Hubungan tersebut tetap tidak terpengaruh dengan dimasukkannya ukuran kumpulan peluang investasi dalam regresi. Hasil studi Skinner (1993) juga menunjukkan bahwa kumpulan peluang investasi mempengaruhi kontrak utang dan kompensasi perusahaan. Secara khusus, perusahaan dengan aset dalam pemakaian yang relatif lebih besar cenderung menggunakan 1) perjanjian utang berbasis akuntansi dalam kontrak utang publik perusahaan dan 2) program bonus yang mengkaitkan secara langsung pada laba akuntansi. Manajer perusahaan dengan aset dalam pemakaian lebih besar mempunyai motivasi yang lebih besar untuk memilih prosedur akuntansi yang meningkatkan laba, dengan sifat kontrak yang telah disepakati.

Penelitian yang dilakukan Skinner (1993) memberi bukti empiris pada pandangan Press dan Weintrop (1990).

Hasil penelitian Press dan Weintrop (1990) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang menggunakan ketentuan perjanjian utang berbasis akuntansi mempunyai rasio utang/modal yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak mempunyai jenis perjanjian yang demikian. Jika perusahaan dengan lebih banyak aset dalam pemakaian juga mempunyai rasio utang/modal lebih tinggi, maka bukti tersebut mengindikasikan bahwa kumpulan peluang investasi mempengaruhi kecenderungan perusahaan untuk mempunyai kontrak utang yang mempunyai ketentuan berbasis akuntansi.

# **BAB VIII**

## **STUDI TENTANG HUBUNGAN KUMPULAN PELUANG INVESTASI DAN PENGELOLAAN LABA**

Gul *et al.* (2000) menguji pengaruh kumpulan peluang investasi dan rasio utang/modal pada akrual kelolaan. Hasil penelitian Gul *et al.* (2000). menunjukkan adanya hubungan positif antara kumpulan peluang investasi dengan akrual kelolaan, hasil konsisten dengan prediksi bahwa manajer perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan tinggi menggunakan akrual kelolaan untuk memberi signal pertumbuhan pada pasar. Pasar menilai lebih tinggi pada akrual kelolaan untuk perusahaan dengan tingkat kumpulan peluang investasi tinggi dibanding dengan akrual kelolaan untuk perusahaan dengan kumpulan peluang investasi rendah. Hasil juga menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara hutang dan akrual kelolaan, dengan demikian terdapat bukti bahwa

perusahaan dengan tingkat utang yang lebih tinggi melakukan pengelolaan laba yang lebih besar.

Pengujian hubungan antara tingkat kumpulan peluang investasi dengan akrual akuntansi juga dilakukan oleh AlNajjar dan Belkaoui (2001) dengan sampel perusahaan-perusahaan multinasional. AlNajjar dan Belkaoui (2001) berpendapat bahwa tingkat kumpulan peluang investasi yang tinggi menyebabkan tingkat profitabilitas sekarang dan yang akan datang tinggi sehingga menyebabkan angka akuntansi yang dilaporkan juga tinggi. Angka akuntansi yang tinggi menimbulkan persepsi tingkat hasil yang terlalu tinggi atau berlebihan dan mengindikasikan adanya monopoli, akibatnya akan meningkatkan biaya dan risiko politik. Dalam kondisi demikian, manajer akan cenderung memilih metoda akuntansi yang menurunkan laba untuk mengurangi kemungkinan biaya atau risiko politik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat akrual kelolaan secara statistis signifikan lebih tinggi untuk perusahaan dengan kumpulan peluang investasi yang tinggi daripada untuk perusahaan dengan kumpulan peluang investasi yang rendah.

Gul et al (2003) dan Belkoui (2003) mendukung penelitian Gul *et al* (2000). Yang menemukan adanya hubungan positif antara kumpulan peluang investasi dengan akrual kelolaan. Dengan kata lain bahwa perusahaan ber KPI tinggi akan mengelola laba lebih sebagai alat untuk menyampaikan informasi privat yang memiliki relevansi nilai daripada menyembunyikan kinerja buruk yang oportunistik.



# **BAB IX**

## **STUDI TENTANG HUBUNGAN *KUMPULAN PELUANG INVESTASI (KPI) DAN TATA KELOLA KORPORASI (TKK)***

Menurut Anderson et al (1993) dalam Hutchinson (2001) KPI digambarkan berhubungan dengan hal seperti kemampuan manajerial. Smith dan Watts (1992) dalam Hutchinson (2001) menyatakan bahwa semakin meningkat kesempatan (KPI) membuat semakin menurun kemampuan direktur non eksekutif (dalam hal ini adalah dewan komisaris) untuk mengadakan pengawasan. Oleh karena itu *agency cost* untuk pengawasan akan meningkat. Sebagai konsekwensinya perusahaan yang bertumbuh (*growth*) mengadopsi mekanisme pengawasan tertentu untuk memotivasi manajer. Pemilihan strategi perusahaan atas kesempatan investasi (KPI) berpengaruh terhadap sifat insentif dan pengawasan yang diadopsi oleh perusahaan. Hutchinson (2001) mengatakan bahwa pengambilan pilihan risiko seorang agen

(khususnya eksekutif senior, dalam hal ini adalah dewan direksi senior) nampak melalui pemilihan kesempatan investasi (KPI) perusahaan. Bathala dan Rao (1995) menemukan sebuah hubungan yang negatif antara komposisi direktur non eksekutif (dalam hal ini adalah dewan komisaris) dengan tingkat pertumbuhan perusahaan. Sebaliknya Hossain et al (2000) menemukan bahwa komposisi dari direktur non eksekutif mempunyai hubungan yang positif dengan KPI, dalam hal ini perusahaan mengharuskan pengawasan yang lebih dalam kaitannya dengan kebijakan manajerial yang lebih tinggi dalam pengambilan keputusan. Perusahaan yang terlibat dalam kesempatan investasi akan membawa lebih banyak manajer atau dewan direksi kedalam dewan (*board*) untuk mengintegrasikan aktivitas penerapan dari strategi perusahaan (Bathala dan Rao, 1995).

Basinger et al (1991) mengatakan bahwa *top executive* lebih suka untuk berinvestasi dalam proyek masa depan yang tidak pasti jika mereka diwakili dengan baik dalam dewan (*board*). Ketika terjadi komposisi atau proporsi yang lebih tinggi atas direktur eksekutif (dalam hal ini dewan direksi) dalam dewan perusahaan yang mempunyai kesempatan investasi, akan sulit bagi perusahaan untuk menjamin bahwa

kesempatan investasi ini dilaksanakan pada waktu yang tepat, yaitu ketika ada kemungkinan untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Ketika perusahaan yang berkembang mempunyai komposisi direktur eksekutif yang tinggi dalam dewan perusahaan, manajer mempunyai kebijaksanaan yang lebih baik dengan memperhatikan kesempatan investasi (KPI).

# **BAB X**

## **STUDI TENTANG *TATA KELOLA* *KORPORASI* DAN PENGELOLAAN LABA**

Penelitian yang dilakukan oleh Yang dan Krishnan (2005) berjudul “*Audit Commitees and Quarterly Earning Management*” dengan menggunakan pengamatan tahun 1996-2000 dengan sample penelitian perusahaan-perusahaan yang listing di SEC. Hasil penelitiannya membuktikan 3 hal: 1). Komisaris independen berhubungan negative dengan pengelolaan laba; 2). Kepemilikan saham oleh komite audit independen secara positif berhubungan dengan pengelolaan laba. Hasil ini mengindikasikan bahwa ketertarikan keuangan secara langsung (keinginan mendapatkan dividen yang tinggi) dapat memperlemah independent dari para komite audit independent, sehingga mmemperlemah pengawasannya dan setuju dengan tindakan manajemen dalam pengelolaan laba, (Erigh, 1996); 3). Rata-rata masa jabatan dari komite audit secara negative berhubungan dengan pengelolaan laba. Jadi

dapat disimpulkan bahwa rata-rata masa jabatan dari komite audit dan komisaris independen merupakan mekanisme yang efektif dalam mengawasi tindakan manajemen dalam mengelola perusahaan.

Mendukung penelitian Yang dan Krishnan (2005), Carcello et al (2006), yang menguji hubungan keahlian keuangan yang dimiliki oleh komite audit, pilihan mekanisme TKK dan pengelolaan laba. Hasil yang ditemukan bahwa keahlian keuangan akuntansi dan non akuntansi mengurangi pengelolaan laba untuk perusahaan yang memiliki mekanisme TKK lemah, tetapi hasil juga membuktikan bahwa anggota komite audit independen dengan keahlian keuangan paling efektif dalam menghambat pengelolaan laba.

Sebaliknya, penelitian Klein (2006) yang berjudul "*Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earning Management*". Motivasi penelitian Klein (2006) ini adalah adanya pernyataan tersembunyi dari SEC, NYSE dan NASDAQ bahwa mekanisme TKK dapat memperlemah hubungannya dengan pengelolaan laba. Hasil penelitiannya ternyata terdapat hubungan *non linear* antara komite audit independen dengan pengelolaan laba. Selanjutnya ia menyatakan bahwa akan berhubungan positif, jika CEO juga

menduduki jabatan sebagai dewan komite audit dan akan berhubungan negative jika yang duduk di dewan komite audit terdiri dari pemegang saham luar.

# **BAB XI**

## **STUDI TENTANG *TATA KELOLA KORPORASI*, KEBIJAKAN PERUSAHAAN, KINERJA PERUSAHAAN DAN *KUMPULAN PELUANG INVES***

Penelitian yang dilakukan Marion Hutchinson (2001) berjudul “*An Analysis of the Association Between Firms’ Investment Opportunities, Board Composition, and Firm Performance*”. Sample yang digunakan adalah perusahaan yang listing di *Australian Stock Exchange*. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa *Investment Opportunities Set* mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap proporsi dari direktur non eksekutif (dewan komisaris). Proporsi direktur non eksekutif yang tinggi dalam dewan perusahaan (*board*) pada perusahaan yang bertumbuh (KPI tinggi) akan memonitor tindakan manajer untuk memastikan bahwa tindakan mereka mempunyai peningkatan nilai. Interaksi dari kesempatan investasi dan proporsi direktur non eksekutif (dewan komisaris) dalam dewan perusahaan

menunjukkan kinerja perusahaan yang lebih baik jumlah anggota non eksekutif dalam dewan lebih mendominasi. Dengan kata lain hubungan negatif antara kinerja perusahaan dengan kesempatan investasi semakin lemah ketika proporsi direktur non eksekutif lebih tinggi dalam dewan perusahaan sebagai variabel moderat, oleh karena itu peran *monitoring* dari dewan komisaris untuk mengatasi *agency problem* dari kesempatan investasi yang tinggi sehingga perusahaan tersebut lebih *profitable*. Kesimpulan yang dapat ditarik adalah bahwa *tata kelola korporasi* mampu mendorong perilaku manajemen bertindak memaksimalkan keuntungan pemegang saham.

Smith dan Watts (1992) menyatakan bahwa semakin meningkat kesempatan membuat semakin menurun kemampuan perusahaan untuk mengawasi. Oleh karena itu *agency cost* untuk pengawasan akan meningkat. Penelitian sebelumnya menemukan bahwa perusahaan yang bertumbuh (*growth*) mempunyai kompensasi yang lebih tinggi dan penggunaan pilihan saham yang lebih baik (Collin et al, 1995; Gaver dan Gaver, 1993; Smith dan Watts, 1992), pengeluaran biaya pengawasan yang lebih tinggi (Anderson et al, 1993), dan mempunyai insentif untuk mengadopsi alternatif



pengukuran kinerja keuangan (Bushman, Indjejikian, dan Smith, 1996; Skinner, 1993) dan pelaporan (Bradbury, 1992).

Penelitian-penelitian yang menguji hubungan antara KPI (kumpulan peluang investasi) dengan badan pengawasan adalah Bathala dan Rao (1995) menemukan sebuah hubungan negatif antara proporsi *outside directors* (dewan komisaris) dengan tingkat pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang terlibat dalam kumpulan peluang investasi (KPI) yang tinggi akan membawa lebih banyak direktur eksekutif kedalam *board* untuk mengintegrasikan aktivitas penerapan dari strategi perusahaan (Bathala dan Rao, 1995). Direktur eksekutif (dewan direksi) dari perusahaan yang berkembang lebih mungkin mempunyai kebijaksanaan dalam pengambilan keputusan karena mereka mempunyai informasi yang lebih baik tentang kesempatan investasi perusahaan dibanding dengan dewan pengawas seperti dewan komisaris.

Agrawal dan Knoeber (1996) menemukan bahwa mekanisme pengawasan yang diwakili oleh anggota direktur non-eksekutif (dewan komisaris) mempunyai hubungan dengan kinerja perusahaan. Sebaliknya Kren dan Kerr (1997) tidak menemukan bukti bahwa proporsi yang tinggi dari direktur non-eksekutif (dewan komisaris) akan memelihara

hubungan yang erat antara kinerja perusahaan dengan tingkat kompensasi. Dalton et al (1998) dalam mendukung adanya hubungan antara komposisi *board*, struktur kepemimpinan dan kinerja perusahaan. Ketika perusahaan yang bertumbuh (*growth*) mempunyai proporsi direktur eksekutif yang tinggi dalam *board*, manajer mempunyai kebijaksanaan yang lebih baik dengan memperhatikan kesempatan investasi. Tingkat kebijaksanaan ini akan mengarah pada perilaku opportunistik seperti masalah investasi yang dihubungkan dengan pertumbuhan perusahaan (Smith dan Watts, 1992; Gaver dan Gaver, 1993; Skinner, 1993; Gul, 1999), hal ini membawa perubahan penurunan secara keseluruhan terhadap kinerja perusahaan. Barber *et al* (1996) dan Gul (1999) menemukan adanya hubungan yang negatif antara kesempatan investasi perusahaan dan kinerja perusahaan. Sebaliknya jika ada proporsi direktur *non-eksekutif* (dewan komisaris) yang tinggi dalam dewan perusahaan yang mempunyai kumpulan peluang investasi, akan ada kebijaksanaan manajerial yang kurang dan adanya kemungkinan lebih baik bahwa pilihan pertumbuhan akan dilaksanakan dan menghasilkan kinerja perusahaan yang lebih baik. Insentif yang dihadapi oleh direktur eksekutif dan dewan pengawas untuk mencapai keseimbangan kontrak

berubah ketika *equity holders* dan *debtholders* ikut dalam kontrak.

Dalam rangka upaya mengamankan investasi dalam perusahaan, pemegang saham dan *debtholder* akan meminta proporsi yang tinggi dari dewan komisaris untuk mengawasi tindakan-tindakan dari para eksekutif. Setelah itu, mayoritas dewan komisaris dalam dewan pengawas harus memastikan keputusan peningkatan nilai dalam peranan manajer. Karena itulah diharapkan bahwa kinerja perusahaan akan meningkat sebagai fungsi dari kumpulan peluang investasi perusahaan dan dominasi dewan komisaris. Dengan kata lain proporsi dari dewan komisaris akan menahan hubungan negatif antara kesempatan investasi perusahaan dan kinerja perusahaan (Marion Hutchinson, 2001).

Wahidahwati (2003), meneliti tentang “Persamaan Simultan dari Tobin’s-Q, Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang”. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa terdapat hubungan non-linier antara nilai perusahaan (Tobin’s-Q) dengan kepemilikan manajerial, walaupun lemah. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial pada level-level yang rendah merupakan determinan positif dari nilai perusahaan. Hal ini konsisten

dengan pendapat bahwa kepemilikan manajerial memecahkan konflik antara *equity holder external* dan para manajer dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan pada level-level yang tinggi, kepemilikan manajerial merupakan determinan negatif dari nilai perusahaan. Dalam penelitian ini menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dan hutang berhubungan negatif dan tidak signifikan, begitu juga sebaliknya. Sedangkan hubungan hutang dengan nilai perusahaan adalah negatif dan signifikan, begitu juga sebaliknya antara nilai perusahaan dengan hutang berhubungan negatif dan signifikan.

Hasnawati (2005), meneliti tentang “Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta”. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25%, sisanya dipengaruhi oleh faktor lain seperti keputusan pendanaan, kebijakan deviden, faktor eksternal perusahaan seperti tingkat inflasi, kurs mata uang, pertumbuhan ekonomi, politik, dan *psychology* pasar. Keputusan investasi lebih kuat dibentuk oleh indikator-indikator peluang investasi di masa yang akan datang dibandingkan dengan komposisi asset dalam perusahaan.

Purbawangsa dan Anom (2007), meneliti tentang “Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Komposisi Dewan Direksi serta Dewan Komisaris terhadap Kebijakan Deviden dan Nilai Perusahaan pada Industri Manufaktur Di BEJ”. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa pertama, struktur kepemilikan (pemegang saham publik dan pengendali) tidak dapat mempengaruhi komposisi keanggotaan dewan direksi maupun dewan komisaris. Keberadaan anggota dewan komisaris independen tidak dapat diintervensi oleh pemegang saham pengendali. Temuan ini mengindikasikan bahwa tata kelola perusahaan yang baik (*good tata kelola korporasi*) sudah mulai diterapkan di perusahaan. Kedua, Struktur kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ketiga, Komposisi dewan komisaris berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, Di Indonesia landasan pembentukan dewan komisaris sudah sangat jelas dan kuat. Baik BAPEPAM maupun BEJ telah mensyaratkan pembentukan dewan komisaris untuk perusahaan-perusahaan publik. Tiap-tiap anggota dewan komisaris yang independent diharapkan dapat meningkatkan efektivitas monitoring, karenanya dapat mengurangi biaya keagenan dan meningkatkan nilai perusahaan.

# DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. and Knoeber, C.R, 1996. Firm Performance and Mechanism to control agency problem between manager and shareholder, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, (3): 377-399
- Aharony, J., and I. Swary, 1980, Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Returns: An Empirical Analysis, *The Journal of Finance*, 35(1), March, 1-12.
- AlNajjar, F., and A. Riahi-Belkaoui, 2001, "Growth Opportunities and Earnings Management," *Managerial Finance*, Vol. 27, pp. 72-81.
- Ambarish, R., K. John, and J. Williams, 1987, "Efficient Signaling with Dividends and Investments," *Journal of Finance*, Vol 42, June, pp.321-344.
- Amihud, Y., dan K. Li, 2002, The Declining Information Content of Dividend Announcement and the Effect of Institutional Holding, *Working Paper*, Stern School of Business, New York University.

- Anderson, D., Francis, J.R. and Stokes, D.J, 1993. Auditing directorship and the demand for monitoring, *Journal of Accounting & Public Policy*, 12 : 353-375.
- April Klein, 2000., Audit Committee, Board of Director Characteristics and Earning Management, *Working Paper*.
- Assih, 2004. *Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap hubungan antara motivasi dan tingkat manajemen laba*. Desertasi tidak dipublikasikan, Universitas Gajah Mada.
- Asyik, 2005, *Dampak Penyaatan dan Nilai Wajar Opsi pada Pengaruh Magnituda Kompensasi Program Opsi Saham Karyawan (posk) terhadap Pengelolaan Laba serta Pengaruh ikutannya pada Nilai Intrinsic OPSI*. Desertasi tidak dipublikasikan, Universitas Gajah Mada.
- Audra et al, The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis, *JEL Publikasi Internet (2005), Version 3-0-9*.
- Bathala, C.T., K.R. Moon, and R.P. Rao (1994), “ Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holding; anagency perspective” *Financial management* 23, 38-50.

- Bartov, E., 1993., The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation, *The Accounting Review*, Vol. 64, No. 4, October, p. 840-855.
- Baxter, N.D., 1967, Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital, *Journal of Finance*, September, 395-403.
- Beasley, Mark S (1996). An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud, *The Accounting Review*, Vol 17. No 4, Oktober, 443-465
- Beiner. S., W. Drobetz, F. Schmid and H. Zimmermann (2003). The Role of Exchange Different, *B Journal of Business, Finance and Accounting*, 621-633
- Beneish, M.D., 2001, Earnings Management: A Perspective, *Managerial Finance*, 27, p. 3-17.
- Black, B.S., H. Jang dan W. Kim (2003), Does Corporate Governance affect firm value? Evidence from Korea. <http://papers.ssrn.com>
- Boudoukh, J, R. Michaely, M. Richardson dan M.R. Roberts, 2003, On The Importance of Measuring Payout Yield:



Implication for Empirical Asset Pricing, *Working Paper*, Stern School of Business, New York University.

Bradbury, M, 1992. Voluntary disclosure of financial segment data: New Zealand evidence, *Accounting and Finance*, 32, (1): 15-27

Brickley, James A., 1983, Shareholder Wealth, Information Signaling and The Specially Designated Dividend, *Journal of Financial Economics*, Vol. 12: 187-209.

Brigham, Eugene F., dan Phillip R. Daves, 2004, *Intermediate Financial Management*, 8th Edition, Thomson Corporation, South-Western.

Bromiley, P. (1986), Corporate Capital Investment : A Behaviour Approach (Cambridge University Press, London), *Working Paper*.

Brook, Yaron, William T. Charlton Jr., dan Robert J. Hendershoot, 1998, Do Firm Use Dividend to Signal Large Future Cash Flow Increase, *Financial Management* 27(3), 46-57.

Bruns, W. J., and K.A. Merchant, 1990, The Dangerous Morality of Managing Earnings, *Management Accounting*, 72(2), pp. 22-25.

Bryshaw, R.E and Ahmed Eldin (1989). The smoothing Hypothesis and the Role of Exchange Difference, *Journal of Business, Finance and Accounting*, 621-633

Burgstahler, D dan I.Dichev (1997). Earnings management to avoid earnings increases and losses, *Journal of accounting and Economics* 24 (1),99-126

Business Week (Berite Bisnis Internasional)  
[www.businessweek.com/](http://www.businessweek.com/)

Bursa Malaysia Berhad. Securities Investment.  
[www.bursamalaysia.com](http://www.bursamalaysia.com)

Cahan, S.F., and M. Hossain., 1996, The Investment Opportunity Set and Disclosure Policy Choice: Some Malaysian Evidence, *Asia Pacific, Journal of Management*, Vol 13, No. 1, pp. 65-85.

Carcello, J.V. dan T.L. Neal (2000), Audit committee characteristic and auditor reporting, *The Accounting Review*, October, 75, 453-467

Carpenter, Robert E., 1994, Finance Constraint or Free Cash Flow? The impact of Asymmetric Information on Investment, *Working Paper*, Department of Economics, Emory University, Atlanta, January 13.

- Chen, C. J. P., C.S.A. Cheng., J. He., and J. Kim., 1997, An Investigation of The Relationship Between International Activities and Capital Structure, *Journal of International Business Studies*, Third Quarter, pp. 563-577.
- Chen and Steiner 1999. Managerial ownership and Agency Conflicts:A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, DebtPolicy and Dividen Policy, *The Financial Review* 34 (1999) 119-136
- Chambers, D.J., 2003., Earnings Persistence and Accrual Anomaly., *Working Paper.*, University of Illions at Urbana-Champaign: 1-29
- Chotourou, Sonda Marrakchi, Jean Bedard, dan Lucie Cour Teau. 2001. Corporate and Earnings Management, social science Research Network. *Http//:ssrn.com. 10 Agustus 2008*
- Christensen, T. E., R.F. Hoyt, J. S. Paterson, 1999, “Ex Ante Incentive for Earnings Management and The Informativeness of Earnings,” *Journal of Business Finance and Accounting*, 26 (7) & (8), September-October, pp. 807-831.

Cleary, Sean., 1999, The Relationship Between Firm Investment and Financial Status, *The Journal of Finance*, 54 (2), April, 673-692.

Collins, M.C., Blackwell, D.W and Sinkey, J.F. Jr, 1995. The relationship between corporate compensation policies and investment opportunities: empirical evidence for large bank holding companies, *Financial Management*, 24, (3):40-53.

Copeland, T.E., and J.F. Weston, 1988, *Financial Theory and Corporate Policy*,  
Third Edition, Addison –Wesley Publishing Company,  
Massachusetts.

Cornett M.M., J. Marcuss., Sounders and H. Tehranian, 2006.,  
Earnings Management, Corporate Governance., and  
True Financial Performance., *Working Paper.*,  
<http://Papers.ssrn.com>

Crutchley and Hansen,1989. A test of agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends, *Finacial management* 18, 36-46.

Crutchley,CE., Jensen, M.R.H., Jahera, J.S., dan  
Raymond,J.E., 1999, Agency Problem and The  
Simultaneity of Financial Decision Making: The Role of  
Institutional Ownership, *International Review of  
Financial Analysis* 8/2. 177-197

- Dalton, D.R., Dailey, C M., Ellstrand, A.E. and Johnson, J.L, 1998, Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance, *Strategic Management Journal*, 19,(3):269-290
- Dechow, P. M., R. D. Sloan., and A.P. Sweeney., 1995, "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*,70, pp. 193-225.
- Dechow, Patricia M., R.G. Sloan and A.P. Sweeney, (1996), Causes and Consequences of Earning Manipulation; An Analysis of Firms Subject To Enforcement Actions By The SEC, *Contemporary Accounting Research* 13, 1-36
- DeFond.M.L dan James Jiambalvo. 1994. Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals, *Journal of Accounting and Econmics Vol 17*
- Denis D., 2001., Twenty-five years of corporate governance research and accounting., *Review of financial Economics* 10, 191-212
- Departemen of Statistic: <http://www.statistics.gov.my/>
- Dhilon, U.S., and H. Johnson, 1994, The effect of Dividend Change on Stock and Bond Prices, *The Journal of Finance*, 49, 281-289.

Dornbusch, R. and S. Fischer (1987), *Macroeconomic*, Fourth edition (McGraw Hill, New York).

DuCharme, L. L., P. H. Malatesta, and S. E. Sefcik, 2001, "Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance," *Journal of Accounting, Auditing, & Finance*, 16(4) pp. 369-396.

Durnev, A. Dan E.H. Kim (2002), "To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation." <http://papers.ssrn.com>

Easterbrook, F. (1984), "Two agency cost explanation of dividends" *American Economic Review* 74, 650-659

Eisenhardt, Kathleen. M, 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of management Review*, 14, 57-74

Erni Masdupi, 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* (2005), Vol 2, No 1:57-69.

Fama, E.F. 1978, The Effect of A Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of its Security Holders, *American Economics Review*, 68, June, 272-284.

- Fama, E.F. and M.C. Jensen, 1983. Separation of Ownership and Control, *Journal Of Law and Economics*, Vol.26, 301-325
- Fama, E.F., dan K.R. French, 1988, Dividend Yield and Expected Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, Vol. 22: 3-25
- Fazzari, S., R.G. Hubbard, dan B.C. Petersen, 1988, Financing Constraint and Corporate Investment, *Brookings Papers on Economic Activity 1*, 141-195.
- Gagaring Pagalung, Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS), *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia (2003)*, Vol 6, No 3: 249-263.
- Gaver, J . and Gaver, K, 1993. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies, *Journal of Accounting and Economics*, 16: 125-160.
- Gaver, J.H., and J.R. Austin., 1995, Additional Evidence on Bonus Plan and Income Management, *Journal of Accounting and Economics* 19, pp. 3-28.
- Gul, F.A, 1999a. Government share ownership, investment opportunity set and corporate policy choices in China, *Pacific-Basin Finance Journal*, 7: 157-172

- Gul, F.A, 1999b. Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan, *Journal of Corporate finance*, 5: 141-168
- Gul, A. F., S. Leuang, and B. Srinidhi, 2000, The Effect of Investment Opportunity Set and Debt Level on Earnings-Return Relationship and Pricing of Discretionary Accrual, *Working Paper*
- Han, K.C., S.H. Lee, dan D.Y. Suk, 1999, Institutional Shareholders and Dividends, *Journal of Financial and Strategic Decision*, Spring, Vol. 12: 53-62.
- Healy, P. M., 1985, “ The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions,” *Journal of Accounting and Economics* 7, pp. 85-107.
- \_\_\_\_\_ and J.M. Wahlen, 1999, “A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting,” *Accounting Horizons*. Vol. 13, No. 4, December, pp. 365-383.
- \_\_\_\_\_ dan K.G. Palepu, 2001., Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and The Capital Markets., A Review of The Empirical Disclosure Literature., *Journal of Accounting and Economics* Vol 31: 405-440



- Hermeindito, 2004. Informasi Asimetri dan Kontrol Manajemen : *Analisis Kepekaan Investasi dan Leverage terhadap Pemilihan Sumber-sumber Pendanaan.*, Desertasi tidak dipublikasikan, Universitas Gajah Mada.
- Holydia Lestari, Pengaruh Kebijakan Hutang, Kebijakan Deviden, Risiko dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS), 2004, *Simposium Nasional Akuntansi VII : 1059-1071*.
- Hossain *et al*, The Investment Opportunity Set and The Voluntary Use of Outside Directors: New Zealand Evidence, *European Business Management School Working Paper (2000)*, ISSN: 1470-2398.
- Howe, K. M., J. He dan G.W. Kao, 1992, One Time Cash Flow Announcement and Free Cash Flow Theory: Share Repurchase and Special Dividends, *Journal of Finance*, Vol. 47: 1963-1975.
- Husnan, S. (2001), Indonesia dalam J.Zuang, D Edward, M.V. Capulang (Eds.) Corporate Governance and finance in East Asia: Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand. Asian Development Bank, Vol 2
- Hutchinson, Marion, An Analysis of the Association Between Firm's Investment Opportunity Set, Board Composition, and Firm Performance, 2001, No 2001\_04., *Deakin University Working Paper*

Ismiyanti, Fitri, dan Hanafi, M.M, Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* (2004): 176-196.

Jaggi Bikki, Leung Sidney, Gul Ferdinand, Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms, *journal homepage: www.elsevier.com/locate/jaccpubpol* (2009)

Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg, and Thomas S. Zorn, 1992, Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend, *Journal of financial and Quantitative Analysis* 27. 247-263.

Jensen M. (1986) Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.

Jensen, M. and W. Meckling (1976), “ Theory of the firm : Managerial behavior Agency cost, and Ownership structure”, *Journal of Finance Economics* 3, 305-360.

Jiambalvo, J., 1996, “Discussion of Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firm Subject to Enforcement Actions by The SEC,” *Conterporary Accounting Research*, 13(1), pp. 37-47.

Jones, J., 1991, Earnings Management During Import Relief Investigations,” *Journal Accounting Research* 29, pp. 193-228.

Kaplan, R. dan A.A. Atkinson. 1998. *Advanced Management Accounting, 3<sup>rd</sup> ed.*, New Jersey: Printice Hall, Englewood Cliffs.

Kallapur. S., 1993, Dividend Payout Ratios as Determinants of Earnings Response Coefficient, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17: 359-375

Kallapur. S., and M.A. Trombley. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth, *Journal of Business & Accounting*. 26.April/May. P. 505-519

Kallapur. S., 2001. The Investment Opportunity Set : Determinant, Consequences and measurement, *Managerial Finance*. 27.3. page 3

Kaplan, Steven N, and Luigi Zingales, 1997, Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measure of Financing Constraints?, *Quarterly Journal of Economics* 112(1), February, 167-215.

- Klein, April. (2002). Audit Committee. Board of Director Characteristics and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*, Vol 33, August, 375-400
- Komite Nasional Kebijakan Governance, (2004). Pedoman Tentang Komisaris Independen. <http://www.governance-indonesia.or.id/main.htm>.
- Kraus, A., and R.H. Litzenberger, 1973, A State-Preference Model on Optimal Financial Leverage, *The Journal of Finance*, 28, September, 911-922.
- Kren,L. and Kerr, J.K, 1997. The effect of outside directors and board shareholdings on the relation between chief executive compensation and firm performance, *Accounting and Business Research*, 27, (4): 297-309
- La Porta, R., Lopez-De-Salines, F., dan Shleifer, A., 1999, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance LIV/2*,471-517
- Leland, H., and D. Pyle, 1977, “ Informational Asymetries, financial structure, and financial intermediation,” *Journal of Finance*, 32, 371-388
- Lintner, J., 1956, Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *The American Economic Review*, Vol. 46, [2]: 97-113.

- Mahadwartha, 2004. *Pengawasan dan Pengikatan Berbasis Kepemilikan Institusional Internal*. Desertasi tidak dipublikasikan, Universitas Gajah Mada.
- Mackie-Mason, J.K., 1990, Do Tax Affect Corporate Financing Decision? *The Journal of Finance*, 45, December, 1471-1493.
- Masulis, R.W., 1980, The Effect of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers, *Journal of Financial Economics*, 8, June, 139-177.
- McConnel, J.J., and C.J. Muscarella (1985), Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm, *Journal of Financial Economic*, Vol. 14 (September), pp. 399-422
- McMullen, D.A dan K. Randghun (1996). Enhancing audit committee effectiveness, *Journal of Accountancy*, August, 182,79-81
- Merchant, K.A. dan J. Rockness., 1994. The Ethics of Managing Earnings: An Empirical Investigation., *Journal Accounting and Public Policy* 13: 79-94
- Midiastuty, P.P. dan M. Machfoedz, 2003. Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba, *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi VIII Solo*

Miller, M.H, 1977, Debt and Taxes, *The Journal of Finance*, 32, May, 261-276.

Modigliani, F., and M. H. Miller, 1958, The cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 48, June, 261-297.

Modigliani, F., and M. H. Miller, 1963, Corporate Income Tax and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53, June, 433-443.

Moh'd, M.A., L.G. Perry, and J.N. Rimbey. (1998), "The impact of ownership structure on corporate debt policy : A Time series Cross-Sectional Analysis", *Financial Review*, August, Vol. 33, 85-99.

Myers, S, (1977). "Determinant of corporate borrowing". *Journal of Finance Economic* 5, 147 – 176.

Myers, S.C., 1984, Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance* 39(3), July, 575-592.

Myers, S, and N.M. Majluf, 1984 " Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors D Not Have," *Journal of Finance*, 39, 187-221

- Nicholson, W. (1992), *Microeconomic Yheory: Basic Principles and extension*, fifth edition (The Dryden Press, Hinsdale, IL)
- Peasnell, K.V, P.F Pope and S. Young (2001). Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accrual, *Accounting and Business Research*, Vol. 30: 41-63
- Pratana Puspa Midiastuty dan Mas'ud Mahfoedz (2003). Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba. *Simposium Nasional Akuntansi VI. IAI, 2003*
- Pound,J., 1988, Proxy Contest and The Efficiency of Shareholder Oversight, *Journal of Financial Economics* 20, 237-265
- Riahi-Belkoui,A, 2003. Anticipatory income smoothing and the investment opportunity set: An empirical Test of The Fudenberg and Tirole (1995) Model, *Review of Accounting & Finance*, 2.2:ABI/INFORM Global
- Richardson, Vernon J (1998). Information Asymmetry an Earnings Management: Some Evidence. *Working Paper*, 30 Maret
- Schipper, Katherine (1989). Comentary Katherine on Earning Management, *Accounting Horizon*

Schneller, M.I., 1980, Taxes and the Optimal Capital Structure of the Firm, *The Journal of Finance*, 35 (1) March, 119-127.

Shleifer, A. and R.W. Vishny (1997). A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol. 52. No.2. Juni: 737-783

Scott, W.R., 1997, *Financial Accounting Theory*, Prentice-Hall International, Inc. New Jersey.

Scott, W.R., 2000, *Financial Accounting Theory*, Prentice-Hall International, Inc. New Jersey

Siallagan, Hamonangan dan Machfoedz, Mas,ud 2006, Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba, dan Nilai Perusahaan, *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi IX Padang*

Skinner, D.J., 1993, "The Investment Opportunity Set and Accounting Procedures Choice: Preliminary Evidence," *Journal of Accounting and Economics* 16, pp. 407-445.

Smith, C. and Watts, R. 1992. Th investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies, *Journal of Financial Economics*, 32: 509-522



Sri Hasnawati, Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta, *JAAI (2005), Vol 9, No 2: 153-163.*

Stiglitz, Joseph, dan Andrew Weiss, 1981, Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review* 71(3), June, 393-410.

Subekti, I., dan I.W. Kusuma., 2001, “Asosiasi antara Set Peluang Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham,” *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 4. No. 1. Hlm. 44-63.

Subramanyam, K.R., 1996. The pricing of discretionary accrual, *Journal of Accounting and Economic*. 22.(August-December). 249-282.

Subroto, B. (2003), *Faktor-faktor yang mempengaruhi kepatuhan kepada ketentuan pengungkapan wajib oleh perusahaan-perusahaan public dan implikasinya terhadap kepercayaan para investor di pasar modal.* Desertasi tidak dipublikasikan, Universitas Gajah Mada.

Sweeny, A.P. 1994. Debt Covenant Violation and Manager Accounting Responses, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 17

Szewcyk, Samuel, H.Tsetsekos George P and Zanfout, Zaher, 1996. The Valuation of Corporate R & D Expenditure:

Evidence from Investment Opportunity and Free Cash Flow. *Financial Management*. PP 105-110

Tetet Fitrijanti dan Jogiyanto Hartono, Set Kesempatan Investasi: Konstruksi Proksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* (2002), Volume 5, No 1: 35-63.

Tandelilin, E., 2003, Analisis Interdependensi kebijakan leverage, Dividend an Kepemilikan Manajerial : Perspektif Keagenan, *Working paper*, QUE Manajemen, Universitas Gadjah Mada, 1-61

Teoh, S. H., I. Welch., and T. J. Wong, 1998, "Earnings Management and The Underperformce of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 51. No. 1. October, pp. 63-99.

Turnbull, M., 1979, Debt Capacity, *The Journal of Finance*, 34, September, 931-940.

Wahidahwati, 2001, " Pengaruh kepemilikan managerial dan kepemilikan institutional pada kebijakan hutang perusahaan : Sebuah perspektive theory agency" Simposium nasional Akuntansi IV

\_\_\_\_\_, 2002, Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict: Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari

Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen, *Ekuitas*, No 395: 104-125.

\_\_\_\_\_, 2003, Analisis Persamaan Simultan dari Tobin's Q, Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Utang, *Ekuitas* No 49:93-111

Watts, R.L. dan J.L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall. Englewood Cliffs. New Jersey 07632.

\_\_\_\_\_, 1990, "Positive Accounting Theory: A Ten Years Perspective," *The Accounting Review*, 65, pp. 131-156.

Warfield, T. D., J. J. Wild., and K. L. Wild., 1995, "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings," *Journal Accounting and Economics*, 20, pp. 61-91.

Weekly Financial Review-Singapore (Berita ekonomi Singapore, Malaysia dan Thailand)  
[www.oub.com.sg/mkreview.htm/](http://www.oub.com.sg/mkreview.htm/)

Worldwide data (analisis pasar dan ekonomi)  
[www.businessmonitor.co.uk/](http://www.businessmonitor.co.uk/)

Voght.1977. Cash Flow & Capital Spending : Evidence from capital Expenditure Announcement, *Financial Management* .pp 44-57

**Vogt, Stephen. C., 1994, The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence From U.S. Manufacturing Firms, *Financial Management*, 23, Summer, 3-20**

Voght, Stephen C and Vu, Joseph D. 2000. Free Cash Flow and Long Run Firm Value: Evidence from Value line Investment Survey. *Journal of Managerial Issue*. Pp. 20-32

Voght, Stephen C. 1994. The Cash Flow / Invesment Relationship: Evidence from US Manufacturing Firms. *Financial Management*

Xie, Biao., Wallace N. Davidson and Peter J. Dadalt (2003). Earning Management and Corporate Governance; The Roles of The Board and The Audit Committee. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 9 : 295-316

Yermack., D., 1996, Higher Market Valuation of Companies With A Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics* 40: 185-211

Yudianti, F.N., 2005, Analisis Pengaruh Set Kesempatan Investasi, Manajemen Laba, Leverage dan Dividen terhadap Hubungan antara Aliran Kas Bebas dan Nilai

Pemegang Saham, Desertasi tidak dipublikasikan,  
Universitas Gajah Mada.

Yurianto, P.S. (2000), *Analisis factor-faktor yang mempengaruhi praktik perataan laba pada perusahaan yang terdaftar di berbagai pasar modal utama ASEAN*. Tesis tidak dipublikasikan Universitas Gadjah Mada, Jogjakarta

