

## PENGARUH MANAJEMEN LABA, RISIKO PASAR DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI PASAR

Yenni Nuraeni<sup>1)</sup>, Rudi Haryanto<sup>2)</sup>

Politeknik Negeri Jakarta, Kampus Baru UI Depok 16425, Tlp/Fax: 021-7863537  
nuraeni.yenny@gmail.com<sup>1)</sup>, rudiharyanto\_17@yahoo.com<sup>2)</sup>

### Abstrak

*Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh dari manajemen laba, risiko dan struktur kepemilikan terhadap nilai saham serta mengetahui jenis-jenis risiko dan struktur kepemilikan yang mempengaruhi nilai pasar. Objek dari penelitian ini adalah perusahaan terbuka non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data penelitian ini menggunakan data sekunder bersumber dari Laporan Keuangan Auditan yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia. Data pasar dan keuangan lainnya diperoleh dari database OSIRIS dan Indonesian Capital Market Directory (ICMD) tahun 2009-2010. Selain itu, data mengenai nilai IHSG dan tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) diperoleh dari Bank Indonesia. Untuk menguji hipotesis menggunakan persamaan regresi. Hasilnya, manajemen laba (earnings management) dan risiko pasar (systematic risk/beta) secara positif signifikan berpengaruh terhadap nilai pasar. Sedangkan untuk kepemilikan institusi (tidak berpengaruh) dan kepemilikan manajerial (berpengaruh) terhadap nilai pasar dan mempunyai arah positif.*

**Kata Kunci:** Manajemen Laba, Risiko, Kepemilikan, Nilai Pasar

### Abstrak

*This Research aim is to test the effect of profit, risk and ownership structure management to the stock value and to know kind of risk and ownership structure that affect market value. Object of this research is non-financial public company registered in Indonesia Stock Exchange. The research data here uses secondary data from the auditor's financial statement of the Indonesia Stock Exchange. Other market and financial data obtained from OSIRIS database and Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2009-2010 period. Furthermore, the data about IHSG value and interest rate level Certificate of Bank of Indonesia (Sertifikat Bank Indonesia / SBI) obtained from Bank of Indonesia. Regression equation is used in order to test the hypothesis. The result, earnings management and systematic risk positively and significantly affecting market value. While institution ownership (not affected) and managerial ownership (affected) to market value and has a positive direction.*

**Keywords:** Manajemen Laba, Risiko, Kepemilikan, Nilai Pasar

## PENDAHULUAN

Dalam teori keagenan (*agency theory*), hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut (Jensen & Meckling, 1976). Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik (pemegang

saham). Oleh karena itu sebagai pengelola, manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Tetapi informasi yang disampaikan terkadang tidak sesuai dengan kondisi perusahaan sebenarnya. Kondisi ini dikenal sebagai informasi yang tidak simetris atau asimetri informasi (*information asymmetric*) (Harris, 2004). Asimetri antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*) memberikan kesempatan kepada manajer untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*) (Richardson, 1998).

Adanya *agency problem* dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional). Struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi operasionalisasi perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh karena adanya kontrol yang mereka miliki. Konsentrasi kepemilikan digunakan perusahaan untuk menghilangkan masalah keagenan. Hal ini sesuai dengan kesimpulan DeFond & Park (1997) bahwa level kepemilikan lebih tinggi dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan. Hal tersebut didasarkan pada logika bahwa peningkatan proporsi saham yang dimiliki manajer akan menurunkan kecenderungan manajer untuk melakukan tindakan *opportunistic*, sehingga akan menyatukan antara kepentingan manajer dengan pemegang saham.

Penelitian sebelumnya mengenai manajemen laba (*earnings management*), mendefinisikan manajemen laba sebagai hipotesis ukuran kinerja dalam hal manajer berusaha menyampaikan secara teliti pengaruh peristiwa ekonomi saat ini pada laporan laba rugi periode ini (Guay *et al*, 1996). Sebaliknya, mereka juga mendefinisikan manajemen laba sebagai hipotesis manajemen akrual oportunistik dalam hal manajer berusaha mengurangi ketelitian pelaporan laba. Pada umumnya manajemen laba mencakup manajemen laba secara riil dan manajemen laba melalui pelaporan.

Beneish (2001) menyatakan bahwa berkembangnya praktek manajemen laba berdasarkan basis akrual disebabkan oleh tiga hal. *Pertama*, akrual merupakan produk utama dari prinsip akuntansi yang diterima umum atau GAAP, dan manajemen laba lebih mudah terjadi pada laporan yang berbasis akrual daripada laporan yang berbasis kas. *Kedua*, dengan mempelajari akrual akan mengurangi masalah yang

timbul dalam mengukur dampak dari berbagai pilihan metode akuntansi terhadap laba. *Ketiga*, jika indikasi *earning management* tidak dapat diamati dari akrual, maka investor tidak akan dapat menjelaskan dampak dari *earning management* pada penghasilan yang dilaporkan perusahaan.

Dalam proses maksimalisasi nilai perusahaan, dalam transaksi keuangan secara umum terdapat dua unsur yang melekat pada setiap modal atau dana yang diinvestasikan yaitu hasil (*return*) dan risiko (*risk*). Dengan dua unsur tersebut seorang investor dapat memprediksikan nilai saham perusahaan yang dimilikinya. Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return actual* yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaannya, berarti semakin besar risiko investasi tersebut. Dalam manajemen investasi modern dikenal pembagian risiko total investasi ke dalam dua jenis risiko, yaitu risiko sistematis dan risiko nonsistematis. Risiko sistematis merupakan risiko yang tidak dapat dieliminasi oleh diversifikasi (Brigham & Gapenski, 2001). Risiko sistematis merupakan risiko dari sekuritas atau portofolio yang relatif terhadap risiko pasar, dan dapat diukur dengan koefisien beta.

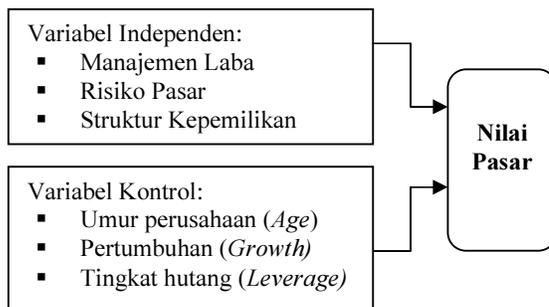
Praktik manajemen laba dapat menyebabkan pengungkapan informasi dalam laporan laba tidak mencerminkan keadaan yang sebenarnya. Hal ini menyebabkan pemakai laporan keuangan tidak memperoleh informasi keuangan yang akurat untuk dijadikan acuan dalam pengambilan keputusan. Salah satu pemakai laporan keuangan adalah partisipan atau investor pasar modal. Laporan laba yang mengandung praktek manajemen laba dapat menyesatkan investor dalam mengestimasi *return* yang diharapkan. Manajemen laba yang digunakan manajer untuk menyampaikan informasi privat mereka mengenai kondisi perusahaan akan direaksi oleh para investor jika mereka mengetahui kondisi perusahaan yang dilaporkan dalam laporan keuangan berbeda dengan kondisi

yang sesungguhnya. Investor mengetahui adanya praktek manajemen laba tersebut dengan menganalisa laporan keuangan secara langsung atau dengan mendasarkan pada harga-harga saham yang merefleksikan berbagai rangkaian informasi, termasuk laporan keuangan, tanpa harus memproses semua informasi secara langsung (Beaver, 2002). Reaksi pasar terhadap praktek manajemen laba akan positif jika manajemen laba mengisyaratkan kondisi perusahaan yang lebih baik, dan sebaliknya, pasar akan memberikan reaksi negatif jika manajemen laba mengisyaratkan kondisi perusahaan yang lebih buruk. Reaksi pasar ini akan berakibat pada harga/nilai saham.

Berdasarkan latar belakang penelitian diatas, maka yang menjadi fokus permasalahan dalam penelitian ini adalah:

- Apakah terdapat pengaruh dari manajemen laba, risiko dan struktur kepemilikan terhadap nilai saham?
- Apakah jenis-jenis risiko dan struktur kepemilikan yang mempengaruhi nilai pasar?

Dalam penelitian ini disusun suatu kerangka pemikiran dalam gambar berikut.



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Penelitian ini secara umum bertujuan untuk memberikan informasi kepada emiten atau perusahaan publik dan pihak-pihak yang berkepentingan terkait variabel penelitian dengan nilai/harga saham. Sedangkan tujuan khusus dari penelitian ini adalah untuk: Menguji dan menyimpulkan pengaruh dari manajemen laba, risiko pasar dan struktur kepemilikan terhadap nilai pasar (*market value*). Mengetahui jenis-jenis

risiko dan struktur kepemilikan yang mempengaruhi nilai pasar.

Diharapkan penelitian ini dapat menambah bukti empiris untuk keperluan penelitian selanjutnya serta dapat memberikan manfaat ke berbagai pihak, antara lain bagi investor terkait investasi atas penilaian saham dikaitkan dengan manajemen laba, risiko pasar dan struktur kepemilikan perusahaan.

## METODE PENELITIAN

### Data dan Sampel Penelitian

Data penelitian ini menggunakan data sekunder bersumber dari Laporan Keuangan Auditan yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia ([www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id)). Data pasar dan keuangan lainnya diperoleh dari database OSIRIS tahun 2008-2010 dan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 2009-2010. Selain itu, data mengenai nilai IHSG dan tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dari tahun 2007-2010 diperoleh dari Bank Indonesia ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)).

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2010. Metode pemilihan sampel penelitian menggunakan metode *purposive sampling* yaitu teknik penentuan sampel dengan menggunakan pertimbangan tertentu (Ghozali, 2006), berdasarkan kriteria sebagai berikut:

- 1) Perusahaan sampel adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang mempublikasikan laporan keuangan auditan per 31 Desember secara konsisten dan lengkap dari tahun 2009-2010.
- 2) Perusahaan sampel memiliki komponen yang diperlukan sebagai variabel regresi penelitian.

Hasil pemilihan sampel penelitian disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah perusahaan
Jumlah Perusahaan di BEI dan Data ICMD tahun 2009-2010	402
Perusahaan Keuangan dan Non Manufaktur	(292)
Jumlah Perusahaan Manufaktur	110
Data keuangan tidak tersedia	(38)
Jumlah Sampel Penelitian akhir	72

**Variabel Penelitian dan Operasionalisasi Variabel**

**Variabel Penelitian**

Untuk menguji hipotesis yang dibangun dalam penelitian ini, maka variabel yang digunakan penelitian ini, antara lain: variabel dependen nilai pasar dan variabel independen: manajemen laba yang diukur dengan proksi *discretionary accruals*, risiko pasar (beta) dan struktur kepemilikan. Selain variabel utama, penelitian ini menggunakan variabel kontrol atas nilai pasar yaitu ukuran perusahaan (*size*), pertumbuhan perusahaan (*growth*) dan *leverage*.

**Operasionalisasi Variabel**

Variabel independen nilai pasar (*market value*) dihitung dengan menggunakan model Feltham-Ohlson (1996) dengan rumus:

$$V_t = B_t + \sum_{i=1} \frac{E_t (ROE_t + 1 - r)}{(1+r)^i} B_{t-1}$$

Keterangan:

$B_t$  = nilai buku ekuitas (*BVE*) pada waktu  $t$

$E_t$  = nilai ekspektasi koefisien dari *abnormal operating earnings*

$ROE_t$  = ROE pada periode  $t+1$  dan  $r$  merupakan *cost of capital (COC)*

$V_t$  = nilai intrinsik saham

*COC* dihitung dengan rumus model *CAPM* (Botosan, 1996)

$$COC = R_{ft} + \beta(R_{mt} - R_{ft})$$

$R_{ft}$  = *risk free* (tingkat suku bunga Bank Indonesia)

$\beta$  = risiko pasar/beta saham

$R_{mt}$  = *return market*

Risiko saham/beta, return market dan return saham dihitung dengan rumus berikut: (Jogiyanto, 2003)

$$\text{Beta} = \frac{(n \sum R_m * R_i \cdot \sum R_m \sum R_i)}{(n \sum R_m^2 \cdot (\sum R_m)^2)}$$

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:  $R_m$  (*return market*) dan  $R_i$  (*return saham*)

Variabel independen manajemen laba diukur dengan menggunakan model *Modified Jones* (1991) karena Dechow et al, (1995) menyatakan bahwa model ini memberikan kekuatan statistik yang tinggi untuk mendeteksi adanya manipulasi laba. Pada model ini *discretionary accruals* digunakan sebagai proksi dari manajemen laba. Jika terjadi manajemen laba maka nilai *discretionary accruals* signifikan. Sebelum menggunakan model Jones (1991), maka dihitung dulu total akrual sesuai dengan rumusan Healy (1985), yaitu:

$$TA_{it} = (\Delta CA_t - \Delta CL_t - \Delta Cash_t - Dep_t) / A_{it-1} \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan:

$\Delta CA_t$  = perubahan *current assets* selain kas

$\Delta CL_t$  = perubahan *current liabilities*

$\Delta Cash_t$  = perubahan *cash* dan ekuivalennya

$Dep_t$  = beban depresiasi dan amortisasi

$A_{it-1}$  = total aset tahun sebelumnya

Kemudian deteksi *discretionary accruals* dan *non-discretionary accruals* dengan persamaan berikut: nilai total akrual (TA) diestimasi dengan persamaan regresi sebagai berikut:

$$TA_{it}/A_{it-1} = \beta_1 (1/A_{it-1}) + \beta_2 (\Delta Rev_{it}/A_{it-1}) + \beta_3 (PPE_{it}/A_{it-1}) + e \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

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

$\Delta Rev_{it}$  = perubahan pendapatan pada tahun t dan t-1

$PPE_{it}$  = total property, plant dan equipment pada tahun t

$A_{it-1}$  = total aset tahun t-1

e = error pada tahun t untuk perusahaan i

i = perusahaan

t = tahun ke1,2...(periode estimasi untuk perusahaan i)

Dengan menggunakan koefisien regresi diatas nilai *discretionary accruals* (DA) dapat dihitung dengan rumus :

$$DA_{it} = TA_{it}/A_{it-1} - (\alpha_1 (1/A_{it-1}) + \beta_2(\Delta Rev_{it}/A_{it-1}) + \beta_3 (PPE_{it}/A_{it-1} )).....(3)$$

Jika manajemen melakukan manajemen laba maka akan diperoleh nilai *discretionary accruals* positif atau negatif yang signifikan.

Variabel kontrol yang digunakan atas nilai pasar saham yaitu ukuran perusahaan (*size*), pertumbuhan (*growth*) dan tingkat hutang/*leverage* (*Lev*).

### Model Penelitian

Untuk menguji hipotesis maka dibuat model yang menjelaskan hubungan antar variable yang diteliti. Model disusun menggunakan persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$MValue = \alpha_0 + \alpha_1 DACC + \alpha_2 Risk + \alpha_3 OIns + \alpha_4 OMgt + \alpha_5 LSize + \alpha_6 SGrowth + \alpha_7 Lev + \epsilon$$

### Pengolahan Data dan Uji Asumsi Klasik

Penelitian ini menggunakan program SPSS 17 dan Eviews 7 dalam mengolah data dan melakukan pengujian statistik. Metode statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah menggunakan metode regresi berganda untuk menguji hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. (Winarno, 2009)

Sebelum dilakukan pengujian asumsi klasik. Hal ini dimaksudkan agar model regresi dapat menghasilkan penduga (*estimator*) yang tidak bias. Uji asumsi klasik terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, heterokedastisitas, dan autokorelasi (Ghozali, 2006).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Analisis Statistik Deskriptif

Hasil pengolahan data penelitian yang mengacu pada metodologi yang digunakan telah menghasilkan nilai hasil pengujian hipotesis dan hasil regresi yang telah dijelaskan pada bagian sebelumnya. Pada bagian ini akan dilakukan analisis atas hasil statistik deskriptif tabel 4.1 dan ringkasan hasil regresi yang pada tabel 4.2. Selanjutnya analisis dan pembahasan akan dikembangkan disesuaikan dengan tujuan penelitian.

Hasil pengujian statistik deskriptif yang diperlihatkan pada Tabel 4.1 menunjukkan bahwa variabel nilai saham (*MValue*) memiliki nilai rata-rata (*mean*) 20,27 dengan nilai maksimum 254,47, hal ini menunjukkan bahwa penilaian investor terhadap nilai saham pada perusahaan sampel secara rata-rata masih rendah. Proksi manajemen laba (*DACC*) menunjukkan nilai minimum negatif (-2,20) dan maksimum 0,95. Nilai rata-ratanya negatif (-0,60) menunjukkan bahwa nilai *discretionary accruals* mendekati nilai 0, yang artinya bahwa manajemen laba pada perusahaan sampel tidak bertujuan untuk merekayasa laba tetapi karena proses pencatatan akrual yang sesuai dengan prinsip akuntansi yang berlaku umum.

Nilai risiko pasar (*Risk*) menunjukkan nilai rata-rata 0,67 dengan nilai minimum -4,5 dan maksimum 2,32 memperlihatkan bahwa secara rata-rata beta saham pada perusahaan sampel memiliki nilai dibawah angka 1, yang berarti memiliki risiko sistematis lebih kecil dibandingkan risiko pasar.

Nilai kepemilikan institusi dalam perusahaan mempunyai proporsi yang tinggi atas kepemilikan saham perusahaan. Sementara kepemilikan manajerial (*OMgt*) secara rata-rata hanya 0,084 (8,4%). Nilai tersebut menunjukkan bahwa dalam perusahaan sampel kepemilikan saham oleh direksi dan komisaris masih sedikit dibandingkan kepemilikan institusi yang memiliki rata-rata 0,197.

Untuk variabel kontrol ukuran perusahaan (*LSize*), *Growth* dan *leverage* untuk perusahaan sampel mempunyai nilai rata-rata diatas nilai minimum cukup jauh. Ukuran perusahaan yang diproksikan total aset memiliki total aset yang cukup tinggi dengan nilai 12 mendekati nilai maksimum 13. Untuk *growth*, nilai rata-rata cukup rendah 11% dibandingkan nilai maksimum 142%. Nilai *leverage* yang menunjukkan banyaknya hutang perusahaan sampel memiliki nilai rata-rata 55% dengan nilai maksimum 88%. Menandakan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki hutang cukup banyak.

### Analisis Hasil Regresi

Tabel 2 menyajikan ringkasan atas hasil regresi atas variabel independen yang dihubungkan dengan pengujian hipotesis.

Tabel 2. Hasil Regresi

Variabel Independent	Hasil ( $\alpha = 0.01, 0.05, 0.10$ )
Manajemen laba (DACC)	$p\text{-value} = 0.053 < 0.10$
Risiko pasar (Risk)	$p\text{-value} = 0.074 < 0.10$
Kepemilikan Institusi ( <i>OwIns</i> )	$p\text{-value} = 0.163 > 0.10$
Kepemilikan manajerial (OMgt)	$p\text{-value} = 0.093 < 0.10$
Ukuran Perusahaan ( <i>LSize</i> )	$p\text{-value} = 0.095 < 0.10$
Pertumbuhan Penjualan ( <i>Growth</i> )	$p\text{-value} = 0.076 < 0.05$
Ukuran Perusahaan ( <i>LSize</i> )	$p\text{-value} = 0.569 > 0.10$

### Pengaruh Manajemen Laba terhadap Nilai Pasar

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa manajemen laba (*earnings management*) **signifikan** ( $p\text{-value} = 0.053$ ) berpengaruh terhadap nilai pasar dan mempunyai arah positif. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis awal (H1) bahwa terdapat pengaruh manajemen laba terhadap nilai pasar. Hal ini sejalan dengan pendapat Fischer dan Rosenzweig (1995) bahwa

*earnings management* adalah meningkatkan kesejahteraan pihak tertentu walaupun dalam jangka panjang tidak terdapat perbedaan laba kumulatif perusahaan dengan laba yang dapat diidentifikasi sebagai suatu keuntungan. Sloan (1996) menguji sifat kandungan informasi komponen akrual dan komponen aliran kas apakah terefleksi dalam harga saham. Terbukti bahwa kinerja laba yang berasal dari komponen akrual sebagai aktifitas manajemen laba memiliki persistensi yang lebih rendah dibanding aliran kas. Laba yang dilaporkan lebih besar dari aliran kas operasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan saat tertentu, tidak untuk jangka panjang. Hal ini sejalan dengan Widjaja (2004) yang menyatakan manajemen laba tidak mempunyai hubungan dengan kenaikan atau penurunan profitabilitas perusahaan untuk jangka panjang. Manajemen laba dapat diartikan sebagai suatu tindakan manajemen yang mempengaruhi laba yang dilaporkan dan memberikan manfaat ekonomi yang keliru kepada perusahaan, sehingga dalam jangka panjang hal tersebut akan sangat mengganggu bahkan membahayakan perusahaan dan berakibat pada penurunan nilai perusahaan (Mayangsari, 2001).

### Pengaruh Risiko Pasar terhadap Nilai Pasar

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa nilai risiko pasar **signifikan** ( $p\text{-value} = 0.074$ ) berpengaruh terhadap nilai pasar dan mempunyai arah negatif. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis awal (H2) bahwa terdapat pengaruh risiko pasar terhadap nilai pasar. Investor dalam berinvestasi selalu mempertimbangkan resiko, oleh karena itu selalu memilih resiko sampai tingkat tertentu untuk mendapatkan *gain* yang maksimal. Pengurangan resiko dapat dilakukan dengan memilih jenis saham yang berkinerja baik. Selain resiko dan kinerja perusahaan, investor juga perlu memperhatikan *transaction cost* untuk menentukan lamanya memegang *financial asset* tersebut. (Amihud dan Mendelson,

1986). Penelitian tersebut menjelaskan bahwa tingkat resiko pasar yang tinggi dapat menurunkan nilai pasar karena menyebabkan investor tidak tertarik untuk melakukan investasi. Kothari dan Zimmerman (1995) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki saham yang berisiko rendah, informasi laba yang disampaikan akan direaksi positif oleh pasar, sehingga ERC perusahaan tersebut tinggi. Sebaliknya, semakin berisiko *return* yang diharapkan di masa yang akan datang dari suatu perusahaan, pemodal akan memberikan reaksi yang lebih rendah terhadap laba yang tak terduga, hal tersebut berakibat pada nilai saham perusahaan.

#### **Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Pasar**

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa struktur kepemilikan institusi **tidak signifikan** ( $p\text{-value} = 0.163$ ). Hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis awal (H3a) bahwa terdapat pengaruh kepemilikan institusi terhadap nilai pasar. Hasil ini berbeda dengan penelitian sebelumnya bahwa struktur kepemilikan yang terkonsentrasi oleh institusi akan memudahkan pengendalian terhadap perusahaan, sehingga akan berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan. Mamduh (2003) menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional semakin baik kinerja perusahaan, mempunyai kemampuan untuk mengontrol kinerja perusahaan sehingga semakin hati-hati manajemen dalam menjalankan perusahaan. Hal ini kemungkinan disebabkan keberadaan kepemilikan institusi tidak secara langsung terlibat dalam operasionalisasi perusahaan sehingga nilai pasar akan tergantung dari kinerja perusahaan yang dilaksanakan oleh pihak lain/manajer. Sebab lain adalah kurangnya pengendalian dari kepemilikan institusi terhadap kinerja manajemen pada perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial cukup tinggi. Boediono (2005) menyatakan bahwa persentase saham tertentu yang dimiliki oleh institusi dapat

mempengaruhi proses penyusunan laporan keuangan tetapi tidak menutup kemungkinan terdapat akualisasi sesuai kepentingan pihak manajemen (Boediono, 2005).

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh **signifikan** dan arahnya positif terhadap nilai perusahaan ( $p\text{-value} = 0.093$ ). Hasil penelitian ini mendukung hipotesis awal (H3b) bahwa terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Dengan adanya peningkatan kepemilikan manajerial, pihak manajemen tentunya akan mengutamakan kepentingan pemegang saham karena mereka juga sebagai pemegang saham. Manajer akan lebih termotivasi untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dimana hal ini juga akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Mahadwarta dan Hartono, 2002). Sedangkan Suranta dan Machfoedz (2003) mengacu pada penelitian-penelitian terdahulu menyatakan bahwa nilai perusahaan akan lebih tinggi ketika direktur memiliki bagian saham yang lebih besar. Hasil ini sejalan dengan penelitian Ross et al (1999) menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan cenderung untuk berusaha untuk meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang saham dan untuk kepentingannya sendiri. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham perusahaan juga diprediksi akan meningkatkan nilai saham perusahaan.

#### **Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Nilai Perusahaan**

Variabel control dalam model regresi penelitian ini terdiri dari ukuran perusahaan (*size*), pertumbuhan penjualan (*growth*) dan *leverage*.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa ukuran perusahaan **signifikan** berpengaruh terhadap nilai pasar ( $p\text{-value} = 0.095$ ) dan mempunyai arah positif sehingga semakin tinggi ukuran perusahaan maka semakin meningkatkan nilai pasar. Hasil penelitian sejalan dengan penelitian

Majamdar (1997) yang menyatakan bahwa terjadi hubungan positif antara ukuran perusahaan (total aset) dan kinerja perusahaan yang berakibat pada peningkatan harga saham.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *growth* **signifikan** berpengaruh terhadap nilai perusahaan (*p-value* = 0.076) dan mempunyai arah positif sehingga semakin bertambah *growth* perusahaan maka semakin meningkatkan nilai pasar. Hasil ini sesuai dengan penelitian Mak and Kusnadi (2005) menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan terkait dengan nilai perusahaan dan hubungannya positif dan signifikan. Hal ini sejalan dengan teori dasar yang menyatakan bahwa tingginya kinerja perusahaan memiliki kesempatan bertumbuh tinggi (Darmawati, 2005).

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *leverage* **tidak signifikan** berpengaruh terhadap nilai pasar (*p-value* = 0.569). Hasil ini membuktikan bahwa tidak ada pengaruh *leverage* terhadap nilai pasar. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian Dhaliwal et al, (1991) bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki lebih banyak hutang, setiap peningkatan laba (sebelum bunga) akan dirasakan oleh pemberi pinjaman sebagai suatu keamanan. Jadi peningkatan laba akan lebih banyak direspon oleh *debtholder*, bukan oleh *shareholder* sehingga ERC perusahaan yang tinggi hutangnya akan lebih rendah (Dhaliwal et al 1991) dibandingkan dengan perusahaan yang rendah hutangnya. Core dan Schrand (1999) juga membuktikan bahwa reaksi harga saham terhadap laba yang tak terduga akan meningkat pada saat perusahaan hampir menghadapi pelanggaran perjanjian hutang.

## KESIMPULAN

Penelitian ini memperoleh beberapa kesimpulan, yaitu:

- a) Manajemen laba (*earnings management*) yang diproksikan dengan nilai *discretionary accruals* signifikan

berpengaruh terhadap nilai pasar dan mempunyai arah positif sehingga semakin tinggi nilai manajemen maka akan meningkatkan nilai pasar.

- b) Risiko pasar (*systematic risk/beta*) (*CSR*) signifikan berpengaruh terhadap nilai pasar dan mempunyai arah positif sehingga semakin tinggi nilai risiko pasar maka akan semakin meningkatkan nilai pasar.

- c) Kepemilikan institusi (*institutional ownership*) tidak signifikan menunjukkan peningkatan maupun penurunan jumlah kepemilikan institusi tidak berpengaruh terhadap nilai pasar.

- d) Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) signifikan berpengaruh terhadap nilai pasar dan mempunyai arah positif sehingga semakin bertambah kepemilikan maka semakin meningkatkan nilai pasar.

- e) Variabel kontrol nilai perusahaan yang diproksikan dengan umur perusahaan (*age*), pertumbuhan penjualan (*sales growth*) dan ukuran perusahaan/total aset (*size*) menunjukkan hasil sebagai berikut:

- Ukuran perusahaan signifikan berpengaruh terhadap nilai pasar dan mempunyai arah positif sehingga semakin tinggi nilai ukuran perusahaan maka semakin meningkatkan nilai pasar.
- Pertumbuhan penjualan signifikan berpengaruh terhadap nilai pasar dan mempunyai arah positif sehingga semakin tinggi pertumbuhan penjualan maka semakin meningkatkan nilai pasar.
- *Leverage* (total kewajiban/total aset) tidak signifikan artinya peningkatan maupun penurunan *leverage* tidak berpengaruh terhadap nilai pasar.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah data yang diperoleh dari database OSIRIS, ICMD dan Laporan Keuangan atau *Annual Report* dari Bursa Efek Indonesia terkadang terdapat perbedaan dalam jumlah sehingga terdapat kesulitan menentukan jumlah yang tepat. Hal tersebut juga mempengaruhi nilai yang diperoleh terutama dalam melakukan pengukuran nilai *discretionary accruals*

sebagai proksi manajemen laba yang banyak menggunakan data akuntansi.

Keterbatasan lainnya adalah jumlah sampel penelitian yang terbatas sehingga hasil penelitian yang diperoleh tidak bisa digeneralisasikan meskipun untuk industri yang sejenis.

Saran untuk penelitian selanjutnya, antara lain: kemungkinan dapat digunakan proksi manajemen laba (*earnings management*) lainnya yang disesuaikan dengan karakteristik perusahaan di Indonesia; sampel penelitian diperluas baik dalam jumlah atau dalam waktu penelitian sehingga menghasilkan kesimpulan yang memadai.

## UCAPAN TERIMAKASIH

Ucapan terimakasih kepada manajemen Politeknik Negeri Jakarta dan UP2M yang telah memberikan kesempatan untuk melakukan penelitian ini. Selain itu kepada beberapa pihak yang terkait yang telah memberikan informasi berharga yang mendukung terselesainya penelitian ini.

## DAFTAR PUSTAKA

- [1] Aloysia Y. Ardiati. 2003. "Pengaruh Manajemen Laba terhadap Return Saham dengan Kualitas Audit sebagai Variabel Pemoderasi". *Simposium Nasional Akuntansi VI*.
- [2] Anastasia, Njo. 2001. Analisis Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham Properti di BEJ, Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Universitas Kristen Petra Vol.5 No.2: 123-131.
- [3] Ball, Ray and Philip Brown. 1968. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Number". *Journal of Accounting Research*. Vol 6
- [4] Boediono, Bambang. 2005. "The Moderating Impact of Income Smoothing on The Incremental Information Content of Cash Flow". *Jurnal Bisnis Strategi*. Vol 12 Desember. Hal 44-57
- [5] Barth, M. E., J. E. Elliot, and M. W. Finn. 1999. "Market Reward Associated with Patterns of Increasing Earnings." *Journal of Accounting Research*. Vol. 37 (2). Autumn: 387–413.
- [6] Beneish, M. 2001. "The Timing of Asset Sales and Earning Manipulation". *The Accounting Review*. Vol 68. pp.840-855.
- [7] Beaver, William H. 2002. "Perspective on Recent Capital Market Research". *The Accounting Review*. pp. 453-474
- [8] Brigham, Eugene F; Gapenski, Louis C. 2001. *Financial Management Theory and Practice*, Florida: Dryden Press.
- [9] Christie, A. A., and J. L. Zimmerman. 1994. "Efficient and Opportunistic Choice of Accounting Procedures: Corporate Control Contest. *The Accounting Review*. Vol. 69. October: 539 – 566.
- [10] Cornet M., J. Marcuss, Saunders and Tehranian H. 2006. *Earnings Management, Corporate Governance, and True Financial Performance*. <http://papers.ssrn.com/>
- [11] Dechow, P.M., R.G. Sloan. and A.P. Sweeney. 1995. "Detecting Earning Management". *The Accounting Review*. Vol 70. pp 193-225
- [12] DeFond, M., dan C.W. Park. 1997. "Smoothing Income in Anticipation of Future Earning". *Journal of Accounting and Economics*. Vol 23, July. pp.115-140
- [13] Fitdini, J. Eka. 2009. "Hubungan Struktur Kepemilikan, Ukuran Dewan, Dewan Komisaris Independen, Ukuran Perusahaan, Leverage, dan Likuiditas dengan Kondisi Financial Distress". *Skripsi*. Universitas Diponegoro.
- [14] Ghozali Imam, 2005. "Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS". Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang

- [15] Goodstein, J. Gautam, dan Warren Boeker. 1991. The Effect of Owner versus Management Control on the Choice of Accounting Methods. *Journal of Accounting and Economics*, Vol.4. hal.41 -53.
- [16] Guay, W. R., S. P. Kothari, and R. L. Watts. 1996. "A Market Based Evaluation of Discretionary Accrual Models." *Journal of Accounting Research*. Vol. 34. Supplement: 83 – 105.
- [17] Gul, F. A., S. Leung, and B. Srinidhi. 2000. "The Effect of Investment Opportunity Set and Debt Level on Earning – Returns Relationship and the Pricing of Discretionary Accruals." Working Paper: 1 – 36.
- [18] Harris, J.R. 2004, "The Effect of Firm's Financial Disclosure Strategies on Stock Prices". *Accounting Horizons*. pp. 1-11
- [19] Healy,P.M., and J.M. Wahlen, 1998. "A Review of The Earning Management Literature and Its Implication for Standard Setting", *Working Paper*.
- [20] Jensen, M.C., and W.H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. October. pp 305-360
- [21] Jiambalvo,J.,1996, "Discussion of Causes and Consequences of Earnings Manipulation. *Contemporary Accounting Research*. Vol. 13. Spring, p.37-47.
- [22] Jin, Liaw She dan Machfoedz, Mas'ud. 1999. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Praktek Perataan Laba pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Juli. Hal 174-191
- [23] Jogiyanto, H.M. 2003. "Teori Portofolio dan Analisis Investasi". Edisi 4. BPFE, Universitas Gajah Mada. Yogyakarta.
- [24] Jones, J. 1991. "Earning Management During Import Relief Investigation." *Accounting Research*. Vol. 29. Autumn: 193 – 228.
- [25] Lilis Setiawati, dan Ainun Na'im. 2000. "Manajemen Laba". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Oktober. Hal 424-441
- [26] Nasir, M., Arifin dan A. Suzanti. 2002. "Analisa Pengaruh Perataan Laba terhadap Risiko Pasar Saham dan Return Saham Perusahaan-Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta". *Kompas*. Mei. pp 139-157
- [27] Ohlson, James A. 1995. "Earnings, Book Values, and dividends in Equity Valuation." *Contemporary Accounting Research*. Vol. 11 (2). Spring: 661-687.
- [28] Richardson, V.J. 1998 "Information Asymmetry and Earnings Management : Some Evidence". <http://www.ssrn.com>.
- [29] Salno, Hanna M. 1999. "Analisis Perataan Penghasilan (Income Smoothing) : Faktor-Faktor yang Mempengaruhi dan Kaitannya dengan Kinerja Saham Perusahaan Publik di Indonesia". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*
- [30] Schipper, K.1989. *Earning Management*. Accounting Horizon. Vol 3
- [31] Hidayati, Siti Munfiah dan Zulaikha. 2003. "Analisis Perilaku Earning Management : Motivasi Minimalisasi Income Tax". *Simposium Nasional Akuntansi VI*
- [32] Scott, W.R. 1997. *Financial Accounting Theory*. Prentice Hall Inc. New Jersey.
- [33] Shivdasani, A. 1993. Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics* 16, hal.: 167-198.
- [34] Shleifer, A. dan R.W. Vishny. ,1997,. *A Survey of Corporate Governance*.

- Journal of Finance, Vol.52. No.2. Juni, hal.737-783.
- [35] Short, H.; Keasey, K.,” Managerial ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK”, *Journal of Corporate Finance*, 5, pp.79-101,
- [36] Sloan, R. 1996. “Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earning?”. *The Accounting Review*. pp 289-315
- [37] Suranta, Eddy dan Pratana Puspita Merdistuti, 2004, Income Smoothing, Tobins Q, Agency Problems dan Kinerja Perusahaan, Makalah Simposium Nasional Akuntansi VIII, 15-16 September Solo.
- [38] Sylvia Veronica N.P.S dan Yanivi S. Bachtiar. 2003. “Hubungan Manajemen Laba dengan Tingkat Pengungkapan Laporan Keuangan”. *Simposium Nasional Akuntansi VI*
- [39] Watts, Ross L. and Jerold L. Zimmerman, 1990. “Positive Accounting Theory: A Ten – Year Perspective.” *Accounting Review*. Vol. 65. January: 131 – 156.
- [40] Winarno, Wing W, 2009, Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews, UPP Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN, Yogyakarta.
- [41] Zuhroh, D. 1997. *Faktor Faktor yang Berpengaruh pada Tindakan Perataan Laba pada Perusahaan Go Publik di Indonesia*. Thesis Universitas Gajah Mada Yogyakarta (tidak dipublikasikan)
- [42] Prices.The Accounting Review.Vol.69 No.4.
- [43] Ridwan Muhammad., 2009, Pengaruh Kompetensi Auditor Dan Independensi Auditor Terhadap Opini Auditor, S-1 Fakultas Ekonomi UPN “Veteran” Jawa Timur, Surabaya.
- [44] Suraida, Ida, 2005. Pengaruh Etika, Kompetensi, Pengalaman Audit Terhadap Risiko Audit Terhadap Skeptisme Profesional Auditor Dan Ketetapan Pemberian Opini Akuntan Publik, *Sosiohumaniora*, Volume 7 No. 3.
- [45] Utomo, Bambang, 2006, Reduksi Norma Evidencial Matter Menjadi Norma Evidence serta Dampaknya pada Kualitas Audit dan Pembukuan di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Moneter*, Vol.2 No.2
- [46] Wijanto, Setyo Hari, 2008, Structural Equation Modeling dengan Lisrel 8.8, Graha Ilmu, Yogyakarta.
- [47] Wilkinson, Joseph W. 2000. *Accounting Information Systems*. 4th edition. New York: John Wiley & Son.

