

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, PERILAKU MANAJEMEN LABA, *FREE CASH FLOW HYPHOTESIS* DAN *ECONOMIC VALUE ADDED*: PENDEKATAN *PATH ANALYSIS*¹

Wilopo

STIE Perbanas

Sekar Mayangsari

Universitas Trisakti

ABSTRACT

This paper investigates whether ownership structures, earnings management, growth opportunities, free cash flow hypothesis are related to firm performance, as measured by economic value added. This paper use sample nonregulated companies during crisis period, 1998-2001. We find that during this period the management creates value. Our result also suggest that blockholders and free cash flow hypothesis have indirect effects to economic value added through corporation policy, such as investing and financing. Interestingly, earnings management have direct effect to economic value added. These results imply that separation of management group ownership and control has significantly more negative relation to creating value in countries with low shareholders protection, as in emerging markets, whereas large blockholders have significantly more positive relation.

Keywords: *Ownership Structures, Earnings Management, Free Cash Flow Hypothesis, Economic Value Added*

PENDAHULUAN

1. Latar Belakang

Kepemilikan korporasi dan struktur dewan telah banyak mendapatkan perhatian dari para ekonom keuangan akhir-akhir ini. Studi-studi yang terkait dengan hal ini telah meneliti hubungan *cross-sectional* antara kepemilikan dan karakteristik dewan serta ukuran kinerja perusahaan (McConnell dan Servaes 1990, Morck et al. 1988, Yermack 1996), pengaruh kepemilikan dan karakteristik dewan terhadap keputusan khusus (Brickley et al. 1994, Byrd dan Hickman 1991, Weisbach 1988), serta penelitian yang membandingkan kepemilikan

dan karakteristik dewan antar negara (Roe 1993).

Hubungan antara *corporate governance* dan kinerja ekonomi juga telah menjadi isu yang paling kontroversial serta banyak mendapatkan perhatian para pembuat kebijakan (Maher dan Andersson (2000). Tiap negara telah banyak mengembangkan berbagai mekanisme *corporate governance* yang berbeda untuk dapat mengatasi problem keagenan yang timbul karena adanya pemisahan kepemilikan dan kontrol. Beberapa mekanisme yang digunakan dapat dibedakan atas kepemilikan yang menyebar (*outsider systems*) sedang yang lain disebut dengan kepemilikan terkonsentrasi (*insider systems*).

¹ Peneliti mengucapkan terima kasih atas segala saran Dr. Ferdinand Augusty, MBA

Kepemilikan yang menyebar menyebabkan konflik antara manajer yang memiliki posisi kuat serta pemegang saham yang posisinya lemah karena jumlah kepemilikan relatif kecil, seperti karakteristik pada negara USA dan UK, sedangkan pada kepemilikan yang terkonsentrasi konflik terjadi antara pemegang saham mayoritas dan minoritas, seperti yang terjadi di Eropa dan Jepang (Gedajlovic dan Shapiro, 1998).

Mekanisme mana yang baik masih banyak menimbulkan perdebatan. Sampai dengan awal 1990-an disebutkan bahwa mekanisme yang terkonsentrasi pada satu pihak tertentu seperti pada negara-negara Jepang dan Jerman menunjukkan hasil yang superior (Maher dan Andersson, 2000). Sejak terjadinya krisis di Asia pada tahun 1997 timbul kritik terhadap keefektifan mekanisme tersebut. Kritik tersebut telah dibantah dengan hasil pengujian empiris Gibson (1999) yang menyatakan bahwa mekanisme *corporate governance* efektif berjalan pada *emerging markets* yang sebagian besar adalah negara-negara di kawasan Asia.

Disisi lain, korporasi di Asia Timur memiliki tingkat transparansi serta kualitas *disclosure* yang rendah (Fan dan Wong, 2000). Dengan demikian dapat diambil simpulan bahwa mekanisme *corporate governance* yang berjalan di negara-negara Asia timur jelek. Meskipun demikian ada sanggahan bahwa sebenarnya rendahnya kualitas informasi akuntansi disebabkan faktor ekonomi biaya tinggi yang berada di luar kendali perusahaan dan merupakan karakteristik pada negara-negara berkembang.

Dengan adanya kontradiksi keefektifan mekanisme *corporate governance* yang menekankan pada *insider systems* maka artikel ini bertujuan memberikan bukti empiris keefektifan mekanisme tersebut jika dilihat dari perspektif *value relevance*. (Barth et al. 2001) menyatakan bahwa penelitian yang berkaitan dengan *value relevance* dimaksudkan untuk mengetahui manfaat angka-angka yang

tersaji dalam laporan keuangan bagi investor untuk menilai ekuitas perusahaan. Pendekatan ini digunakan untuk mengukur manfaat pengelolaan korporasi tertentu terhadap nilai perusahaan.

Motivasi penulisan artikel ini terutama karena belum adanya bukti empiris tentang tuduhan yang menyatakan bahwa mekanisme *corporate governance* yang terkonsentrasi, seperti yang dimiliki sebagian besar perusahaan-perusahaan publik di Indonesia, tidak efektif karena dapat mengurangi nilai perusahaan (*distructing value*).

Selain itu, menyitir tulisan Sloan (2001) yang menyatakan bahwa selama ini masih sedikit sekali bukti empiris yang mengaitkan sistem *corporate governance* dengan informasi akuntansi keuangan yang merupakan produk sistem tersebut. Lebih lanjut dikatakan bahwa sebenarnya keefektifan sistem tersebut dapat dinilai dari kualitas informasi dalam memonitor proses pelaporan keuangan serta menjelaskan penyebab dan konsekuensi proses pelaporan keuangan yang tidak jujur.

Penelitian yang berkaitan dengan mekanisme *corporate governance* pernah dilakukan oleh Wahidawati (2002a, 2002b). Kedua penelitian tersebut menguji hubungan antara struktur kepemilikan dengan kebijakan pendanaan dan disimpulkan bahwa kepemilikan manajer dan institusional berhubungan negatif dengan rasio utang. Artinya semakin besar jumlah kepemilikan manajer dan institusi maka kebijakan pendanaan cenderung pada penerbitan saham bukan pada utang. Selanjutnya ditemukan bahwa struktur kepemilikan manajer dan institusi sebenarnya saling menggantikan (substitusi) untuk menjalankan fungsi *monitoring*. Hasil lain menunjukkan bahwa kepemilikan manajer tidak dapat membantu memecahkan konflik agensi antara pemegang saham dan manajer. Artinya sesuai dengan asumsi yang digunakan dalam teori agensi (Eisenhardt, 1989) bahwa seseorang cenderung *self-interest* karena itu kepemilikan manajemen justru memperbesar kos agensi

karena pihak manajemen hanya akan memikirkan kepentingannya sendiri, dan kondisi ini tidak mendukung tujuan sistem *corporate governance* yaitu memberikan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya karena penelitian ini menguji secara simultan hubungan mekanisme *corporate governance*, yaitu struktur kepemilikan terhadap *firm specific*, seperti perilaku manajemen laba, kebijakan strategis dan kemudian melihat pengaruhnya pada kesejahteraan pemegang saham. Penelitian ini memiliki nilai tambah dibandingkan penelitian-penelitian sebelumnya karena penelitian ini berusaha melihat dengan lebih komprehensif keterkaitan beberapa variabel yang selama ini dilihat sepotong-sepotong. Dalam arti selama ini penelitian-penelitian yang ada mengaitkan mekanisme *corporate governance* dengan suatu faktor tertentu. Beberapa penelitian menghubungkan antara mekanisme *corporate governance* dengan kinerja perusahaan (Maher dan Andersson, 2000; Vafeas 1999; Himmelberg et al. 1999), penelitian lain menghubungkan antara mekanisme *corporate governance* dengan indikasi manajemen laba (Bushee, 1998 dan Chtourou et al. 2001). Lins (2002) menunjukkan adanya hubungan antara kepemilikan manajemen dengan nilai perusahaan di pasar yang berkembang.

Penelitian ini juga menyajikan suatu model teoretis yang kemudian diuji secara empiris. Dengan demikian diharapkan kevalidan model yang diajukan dalam penelitian ini dapat dikonfirmasi secara empiris. Selain itu penelitian ini mengukur kinerja perusahaan dengan menggunakan konsep nilai tambah yang dikenal dengan *economic value added* (EVA) yang dapat digunakan sebagai ukuran terciptanya kesejahteraan bagi pemegang saham.

Manfaat penelitian ini diharapkan diperoleh suatu gambaran yang lebih komprehensif dalam memahami fenomena yang ada

berkaitan dengan mekanisme *corporate governance* serta manfaat penerapannya. Dengan demikian kita tidak mudah mengambinghitamkan *corporate governance* sebagai suatu sistem yang bisa secara otomatis meningkatkan kinerja perusahaan. Artikel ini juga bertujuan memberikan bukti secara empiris pola hubungan antara penciptaan nilai bagi perusahaan dengan mekanisme *corporate governance*, langsung atau dimediasi oleh faktor-faktor lain. Hal ini berkaitan dengan kondisi bahwa ternyata pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang diteliti pada periode 1990-1999 ditemukan adanya indikasi manajemen laba yang secara statistik signifikan berpengaruh pada nilai perusahaan (Mayangsari dan Wilopo 2001).

TINJAUAN TEORETIS

1. Struktur Kepemilikan, karakteristik perusahaan dan kinerja perusahaan

Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa pemisahan fungsi antara pemilik dan kontrol dapat menimbulkan keagenan, karena itu diperlukan pengaturan yang maksimal. Salah satu bentuk pengaturan tersebut melalui struktur kepemilikan tertentu yang merupakan satu dimensi dari *corporate governance* dan bertujuan untuk membatasi gerak langkah manajemen sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Gedajlovic dan Shapiro, 1998). Berdasarkan penelitian tersebut struktur kepemilikan dibedakan berdasarkan konsentrasi kepemilikan saham, yang dibedakan atas *insider* atau *institutional ownership* (Eropa dan Jepang) serta menyebar pada *outsider ownership* (UK dan USA).

Müller dan Wäneryd (2000) menyatakan bahwa struktur kepemilikan merupakan karakteristik perusahaan (*firm-specific*). Lebih jauh dikatakan bahwa perusahaan yang memiliki konsentrasi kepemilikan pada pihak dalam (*insider ownership*) akan memiliki kinerja lebih baik dibandingkan yang sebaliknya (*outsider ownership*).

Bukti empiris yang berkaitan dengan hubungan antara kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan masih beragam. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen akan berpengaruh positif pada kinerja perusahaan (Demsetz dan Lehn 1985). Penelitian lain justru menunjukkan tidak ada keterkaitan antara kepemilikan manajemen dengan kinerja perusahaan (Himmelberg et al. 1999). McConnell dan Servaes (1990) menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan manajemen dan kinerja berbentuk nonlinier. Hermalin dan Weisbach (1991) menunjukkan bahwa hubungan positif antara kepemilikan manajemen dan kinerja terjadi jika prosentase kepemilikan manajemen antara 5-20%, kurang atau lebih dari prosentase tersebut justru akan berakibat negatif.

Selama 15 tahun terakhir aktivitas pemegang saham yang dikenal, seperti investasi, telah berevolusi dan telah menjadi suatu karakteristik yang penting dari pasar uang. Penekanan utama aktivitas pemegang saham telah berfokus pada kinerja perusahaan yang jelek dan kemudian mereka menekan pihak manajemen untuk memperbaiki kinerjanya sehingga dapat meningkatkan nilai pemegang saham.

Holderness et al. (1999) dalam Gillian dan Starks (2000) menunjukkan adanya peningkatan kepemilikan oleh pihak manajemen pada perusahaan-perusahaan publik. Selanjutnya disebutkan bahwa kepemilikan manajemen telah meningkat dari 13% pada tahun 1935 menjadi 21% pada tahun 1995. Tingginya kepemilikan manajemen sebenarnya dipicu oleh teori keagenan bahwa dengan semakin banyak saham dimiliki oleh pihak manajemen maka semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen (Crutchley dan Hansen, 1989).

Peran kepemilikan institusi timbul karena adanya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Untuk mengendalikan konflik tersebut maka timbul aturan-aturan yang berfungsi

untuk mengatasi konflik tersebut. Contoh, peraturan di pasar modal menekan manajemen untuk berorientasi pada kepentingan pemegang saham (Gillian dan Starks, 2000). Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa aktivitas kontrol korporasi, seperti merger dan akuisisi, dapat memaksa pihak manajemen yang berkinerja jelek tersingkir. Walaupun demikian mereka menyatakan bahwa aktivitas kontrol tersebut sebenarnya bukanlah tindakan yang efektif dalam mengendalikan tindakan manajemen.

Dalam kondisi suatu perusahaan dikuasai oleh satu pemegang saham tertentu maka timbul *free rider*. Pemegang saham mayoritas cenderung memiliki dorongan untuk mengambil alih tindakan monitoring atau aktivitas-aktivitas yang lain. Tindakan monitoring ini jika membuahkan hasil yang menguntungkan maka dapat dinikmati oleh semua pemegang saham meskipun mereka tidak melakukan tindakan apa pun. Meskipun demikian pengaruh positif pemegang saham institusi masih banyak diperdebatkan. Gillian dan Starks (2000) menyatakan bahwa manfaat kepemilikan institusional karena mereka dapat memaksa manajer untuk memikirkan kinerja perusahaan dalam jangka panjang. Walaupun demikian Murphy dan Van Nuys (1994) menunjukkan bahwa tidak semua kepemilikan institusional berdampak positif, tergantung jenis institusinya. Dana pensiun, dikatakan merupakan salah satu institusi yang tidak memberikan manfaat bagi manajemen karena mereka tidak mempunyai keahlian untuk memberikan masukan bagi manajemen korporasi karena itu kepemilikan oleh institusi dana pensiun dapat dikatakan sebagai *free rider*.

La Porta et al. (1999) menunjukkan bahwa perusahaan yang terdapat dalam 27 negara yang menjadi sampel penelitian lebih banyak dimiliki oleh keluarga. Bentuk pengendalian pada perusahaan dari pemegang saham mayoritas ini biasanya melalui *cash flow rights*. Pada perusahaan-perusahaan di

Indonesia tampak bahwa perusahaan dijalankan oleh manajemen yang juga sekaligus merangkap sebagai pemilik mayoritas. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa mekanisme *corporate governance* tidak berjalan karena dengan komposisi manajemen merangkap sebagai pemilik mayoritas maka pihak kepentingan pemegang saham minoritas tidak terlindungi.

Kepemilikan dari luar perusahaan maupun kelompoknya justru akan dapat memicu berjalannya *corporate governance* (Vafeas 1999). Maher dan Anderson (2000) menunjukkan bahwa semakin terkonsentrasinya kepemilikan pada pihak di luar perusahaan maka kinerja perusahaan menjadi lebih baik.

Lin (2002) menunjukkan bahwa pemisahan antara manajemen dan pemilik berpengaruh negatif terhadap terhadap nilai perusahaan pada negara-negara yang proteksi pada pemegang saham minoritasnya rendah. Disisi lain pengaruh konsentrasi kepemilikan pada pihak luar perusahaan berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

Vafeas (1999) menunjukkan bahwa karakteristik kepemilikan konsisten dengan teori *contracting* dan keagenan. Hasil penelitiannya juga menunjukkan bahwa aktivitas dewan direksi berhubungan positif dengan kinerja korporasi. Weisbach (1988) dan Cotter et al. (1997) menunjukkan bahwa komposisi dewan direksi serta adanya direksi yang berasal dari luar perusahaan dapat memproteksi kepentingan pemegang saham. Yermack (1996) juga menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan yang memiliki jumlah dewan direksi yang sedikit lebih tinggi dibandingkan yang sebaliknya.

Penilaian kinerja sendiri hingga saat ini sudah beragam. Lambert (2001) menyatakan bahwa sebagian orang meragukan ukuran kinerja hanya didasarkan laporan kinerja masa lalu. Kemudian dikembangkan ukuran-ukuran kinerja yang lebih komprehensif dengan menggunakan ukuran nonkeuangan, seperti *balance scorecard* (Kaplan dan Norton 1996).

Satu perusahaan konsultan juga telah mengembangkan satu ukuran kinerja yang menekankan pada penciptaan nilai bagi pemegang saham, yaitu *economic value added* (EVA) dan kemudian mereka mengatakan bahwa inilah ukuran kinerja yang baik.

Selama ini ada perdebatan tentang ukuran kinerja *earnings* (ROI dan ROA) dan EVA, mana yang lebih baik digunakan sebagai pengukur kinerja. Ho et al. (2000) menunjukkan bahwa EVA merupakan ukuran kinerja perusahaan internet yang lebih baik dibandingkan ukuran yang konvensional, seperti ROI dan ROA. Chen dan Dodd (1997) menunjukkan meskipun EVA lebih baik dalam menjelaskan *returns* saham tetapi ukuran *earnings* memberikan kejelasan yang *incremental* di atas EVA. O'Byrne (1996) menunjukkan bahwa EVA dan NOPAT merupakan ukuran kinerja yang sama baiknya.

EVA sendiri merupakan konsep *residual income* yang dikenalkan pada tahun 1990-an oleh konsultan Stern Steward & Co. Konsep EVA memberikan jaminan pengukur, skema insentif dan penilaian ekuitas yang lebih baik. Bahkan EVA dan disebutkan lebih baik sampai dengan 50% dibandingkan *earnings* dalam menjelaskan perubahan kesejahteraan pemegang saham (Stewart 1991). Karena itu, beberapa peneliti lebih ingin mengetahui keefektifan EVA dengan menggunakan bukti empiris, dan hasilnya masih menunjukkan hasil yang beragam. Hasil penelitian Biddle, Bowen dan Wallace (1996) menunjukkan bahwa *earnings* lebih menunjukkan keterkaitannya dengan *returns* saham dibandingkan EVA. Namun hasil penelitian Ho, Hui dan Li (2000) menunjukkan hasil yang sebaliknya, bahwa EVA adalah pengukur kinerja yang lebih baik dibandingkan *earnings* untuk perusahaan internet.

Hall dan Brummer (2000) menyatakan bahwa EVA merupakan ukuran kinerja internal terhadap operasi perusahaan tahunan. EVA merefleksikan kesuksesan usaha manajer korporasi untuk menambahkan nilai pada

investasi pemegang saham. EVA merupakan *residual income* yang melebihi laba operasional setelah dikurangi *total cost of capital*. EVA yang positif menunjukkan bahwa perusahaan memberikan nilai bagi pemegang sahamnya.

EVA dikatakan sebagai satu-satunya pengukur yang tepat bagi semua hal kompleks yang berhubungan dengan penciptaan nilai. EVA dihitung dengan melihat tingkat bunga ekonomis dari suatu perusahaan (Stewart 1990). *Economic value added* sebenarnya merupakan penyeimbang konsep profitabilitas perusahaan, yang menyatakan bahwa modal digunakan untuk menghasilkan profitabilitas. Jika laba perusahaan setelah pajak lebih besar dari *cost of capital* yang digunakan dalam bisnis maka EVA positif. Penelitian pasar menunjukkan bahwa satu perusahaan yang mempunyai EVA yang positif akan dihargai melalui adanya peningkatan harga saham.

Ukuran kinerja lain yang biasa digunakan adalah Tobin's q . Namun beberapa penelitian menggunakan ukuran q sebagai proksi antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh (Shin dan Stulz, 2000, dan Howe dan Vogt 1996). Howe dan Vogt (1996) menyebut perusahaan dengan $q < 1$ sebagai *declining firms*. Hal ini sesuai dengan Lindenberg dan Ross (1981) yang menyatakan bahwa *expanding firms* tidak seharusnya memiliki nilai q kurang dari 1.

Lang dan Litzenberger (1989) menggunakan ukuran q untuk membedakan *overinvestment* dan *underinvestment*. Berdasarkan penelitian tersebut tampak bahwa perusahaan yang *overinvestment* memiliki $q < 1$. Sedangkan untuk perusahaan yang memiliki $q > 1$ menunjukkan adanya kesempatan investasi yang menguntungkan. Summers (1981) dan Hayashi (1982) dalam Jones (1999) menunjukkan bahwa q merupakan ukuran kualitas kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan. Apabila $q > 1$ berarti perusahaan memiliki proyek NPV yang positif karena

dengan NPV positif maka dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Lemmon dan Lins (2001) menunjukkan bahwa selama perioda krisis nilai q untuk perusahaan yang memiliki pemegang saham minoritas lebih rendah dibandingkan yang sebaliknya. Demikian juga perusahaan yang membedakan antara *cashflow rights* dan *control rights* tidak mengalami perubahan kinerja yang berbeda dibandingkan perusahaan yang tidak memisahkan kedua macam hak tersebut. Hasil ini menunjukkan bahwa sistem *corporate governance* berperan penting dalam meningkatkan kinerja.

Shin dan Stulz (2000) menunjukkan bahwa peningkatan *systematic risk* berpengaruh positif terhadap q perusahaan. Sebaliknya untuk *unsystematic risk* memiliki pengaruh negatif pada q perusahaan, demikian juga dengan risiko total. Kondisi ini sesuai dengan simpulan Fama dan French (1993) bahwa perusahaan yang tumbuh, yang dalam penelitian tersebut ditunjukkan dengan tobin's q , memiliki beta yang lebih tinggi. Selain itu juga bahwa *systematic risk* lebih kecil dibandingkan *unsystematic risk* pada tingkat perusahaan.

Free cash flow dan *corporate governance* merupakan faktor penentu *overinvestment*. Jensen (1986) menjelaskan mengenai masalah *overinvestment*. Manajer mendorong pertumbuhan perusahaan melebihi ukuran yang optimal dan menerima proyek yang negatif. Problem *overinvestment* ini juga dipicu dengan adanya *free cash flow* serta kecilnya kesempatan untuk tumbuh. Problem ini dapat dikurangi dengan menerbitkan utang. Sedangkan untuk mengendalikan *overinvestment* terdapat beberapa mekanisme, yaitu:

1. pendapatan manajer dihubungkan dengan kinerja perusahaan
2. mekanisme internal dan eksternal dari kontrol korporasi dapat mengurangi problem *overinvestment*

Kontrol mekanisme internal berupa monitoring dewan, adanya pemegang saham mayoritas serta bank. Sedangkan mekanisme kontrol eksternal melalui pasar, seperti adanya merger atau *take over*. Dengan kata lain struktur kepemilikan dapat mengurangi problem *overinvestment*.

Beberapa studi juga telah meneliti problem *overinvestment* dengan menganalisa hubungan kesempatan untuk tumbuh, *free cash flow* serta *leverage*. Smith dan Watts (1992) menunjukkan bahwa ada hubungan negatif antara utang dan kesempatan untuk tumbuh. Tetapi dalam penelitian tersebut tidak dibedakan antara perusahaan yang mengalami *overinvestment* dan *underinvestment*. Hasil penelitian McConnell dan Servaes (1995) mendukung hipotesa *overinvestment*. Kallapur (1994) mengatakan bahwa *free cash flow* terjadi karena pertumbuhan *earnings* lebih kecil dibandingkan pertumbuhan aset. Artinya perusahaan memperbesar aset untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang ber NPV (-) atau terjadi *overinvestment*. Hasil penelitian Lang et al. (1996) menunjukkan adanya hubungan positif antara utang dan kesempatan untuk tumbuh.

Jong dan Dijk (1999) meneliti berbagai determinan *leverage*, seperti pajak dan risiko. Mehran (1992) dan Berger et al. (1997) menunjukkan adanya pengaruh positif karakteristik pengelolaan korporasi pada *leverage*. Dengan demikian pemegang saham mayoritas dapat meningkatkan *leverage*. Hasil penelitian ini sesuai dengan kondisi di Indonesia karena perusahaan-perusahaan nonregulasi publik lebih mengandalkan pada utang dibandingkan menerbitkan saham. Kondisi ini terbukti dengan tingginya tingkat *leverage* pada mayoritas perusahaan yang diteliti (134 perusahaan memiliki tingkat *leverage* sama dengan 1 bahkan dari jumlah

tersebut ada 39 perusahaan yang memiliki *leverage* lebih dari 1. Hanya 32 perusahaan yang memiliki rasio di bawah 1).

Variabel diversifikasi digunakan untuk mengukur kerugian diversifikasi yang dilakukan manajer. Intuisinya bahwa dengan meningkatnya jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen maka para manajer akan kehilangan kesejahteraannya karena kehilangan kesempatan mendapatkan keuntungan yang optimal dengan memiliki *market portfolio*. Kondisi ini mempengaruhi kebijakan utang dan investasi perusahaan. Tingkat diversifikasi yang tinggi akan memperendah kebijakan investasi dan utang (Crutchley dan Hansen 1989).

Perusahaan yang memiliki karakteristik seperti tingkat volatilitas *earnings* tinggi maka akan menurunkan tingkat *leverage*. Hal ini karena perusahaan seperti ini tingkat pendapatannya tidak menentu dan tidak pasti dengan demikian akan memperkecil pendanaan dari luar. Kondisi ini juga sesuai dengan simpulan bahwa volatilitas yang besar akan meningkatkan kos kebangkrutan dengan demikian akan dapat menaikkan kos agensi utang dengan demikian akan juga mengurangi utang.

Perusahaan yang memiliki kos iklan serta R & D besar juga akan mengurangi utang. Teori keagenan menjelaskan bahwa iklan dan R&D merupakan proksi untuk kesempatan investasi. Jadi untuk mendukung investasi perusahaan membutuhkan pembiayaan yang tinggi juga, tetapi guna menghindari keterbatasan penggunaan dana maka perusahaan ini akan lebih membebaskan pada sumber dana internal (Myers 1977). Ulasan ringkas hasil penelitian hubungan antara variabel kebijakan korporasi dan karakteristik perusahaan seperti tersaji dalam Tabel 1.

Tabel 1. Hasil penelitian pengaruh kebijakan leverage dan deviden terhadap karakteristik perusahaan

Kebijakan Perusahaan	Volatilitas <i>earnings</i>	Kebijakan investasi	Kos <i>flotation</i>
Leverage	rendah	rendah	Rendah
Dividen	Tidak ada hasil	Tidak ada hasil	rendah

* sumber: Crutchley dan Hansen (1989).

Hubungan antara *insider ownership* dan nilai korporasi *co-deterministic*, artinya nilai korporasi menentukan *insider ownership* dan bukan sebaliknya (Hillier, 2002). Hasil penelitian ini mendukung penelitian-penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya, seperti Himmelberg et al. (1999) dan Cho (1998). Fuerst (2000) menunjukkan bahwa kepemilikan saham yang besar pada CEO, *insiders* serta adanya *outsider directors* memiliki pengaruh yang positif pada kinerja perusahaan dan nilai pasar. Sebaliknya kepemilikan yang besar pada pihak luar berpengaruh negatif pada kinerja.

Hasil penelitian Taridi (1999) menunjukkan bahwa pada perioda 1995 untuk kasus perusahaan-perusahaan publik di Indonesia, konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif pada kinerja dan leverage. Namun demikian leverage justru berpengaruh negatif pada kinerja. Dalam kondisi ini berarti terdapat kemungkinan pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja dimediasi oleh leverage.

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat disimpulkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap kinerja perusahaan. Dengan demikian:

- H1a : Kinerja perusahaan dipengaruhi secara langsung oleh investasi, struktur kepemilikan, indikasi manajemen laba (DACC), *free cash flow* serta pertumbuhan
- H1b : Struktur kepemilikan berpengaruh tidak langsung terhadap kinerja
- H1c : *leverage* berpengaruh tidak langsung pada kinerja

H1d : volatilitas *earnings*, risiko dan diversifikasi berpengaruh tidak langsung pada kinerja

2. Struktur kepemilikan, Kebijakan perusahaan dan perilaku manajemen laba

Hasil penelitian Bushee (1998) menunjukkan bahwa kepemilikan investor justru memicu terjadinya manajemen laba. Argumennya bahwa dengan adanya kepemilikan investor, pihak manajemen termotivasi untuk menghindari melakukan investasi yang akan menghasilkan nilai *earnings* yang rendah, karena akan menyebabkan investor institusi menjual sahamnya (Porter 1992, Graves dan Waddock 1990).

Riset-riset sebelumnya menunjukkan ada dua kondisi penting yang mendorong terjadinya manajemen laba untuk menghindari kesalahan penilaian temporer (Stein 1988, 1989). Pertama, manajer harus menempatkan cukup bobot pada harga saham sekarang yang bisa bertahan dalam jangka panjang. Perhatian dalam hal tersebut dipicu oleh kompensasi berbasis saham, persyaratan pendanaan ekuitas dalam jangka pendek, ancaman bahwa seorang *raider* akan memanfaatkan penilaian yang rendah secara temporer, atau batas waktu pengaruh investor (Froot, Perold dan Stein 1992). Kedua, manajer harus percaya bahwa ada salah penilaian yang potensial berdasarkan *earnings* riil atau ada reaksi pasar berlebihan terhadap *earnings* yang tidak dimanipulasi. Bernard et al. (1993) menyatakan bahwa manajer percaya terhadap reaksi yang berlebihan dari pihak investor terhadap pengumuman *earnings*.

Adanya investor institusional meningkatkan persepsi adanya kesalahan penilaian jika reaksi harga saham didasarkan pada pengumuman *earnings* sekarang. Riset-riset sebelumnya menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan institusi berhubungan dengan volume perdagangan yang tinggi serta volatilitas *returns* saham diseperti pengumuman *earnings* perkuartal (Kim et al. 1997, Potter 1992, Brown dan Brooke 1993). Kepemilikan institusi ini menimbulkan berbagai macam reaksi terhadap *earnings* yang dilaporkan. Pertama, investor institusi cenderung segera menjual sahamnya jika terjadi penurunan *earnings* karena mereka menggunakan *earnings* sebagai kriteria penilaian terhadap investasi yang dilakukan (Badrinath, Gay dan Kale 1989). Kedua, investor institusi seringkali melakukan evaluasi kinerja dan cenderung menjual saham perusahaan yang memiliki kinerja *earnings* jelek (O'Barr dan Conley 1992). Akhirnya, investor institusi mungkin menggunakan *earnings* sekarang sebagai proksi nilai dalam keputusan perdagangannya karena adanya asimetri informasi mengenai kualitas investasi yang telah dilakukan oleh pihak manajemen (Porter 1992, Froot et al. 1992). Asimetri ini dapat terjadi jika institusi memiliki ekspektasi jangka pendek serta berorientasi kinerja jangka pendek (Porter 1992, Froot et al. 1992). Demikian juga halnya jika investor institusi memiliki beberapa saham dalam jumlah kecil maka penelitian prospek jangka panjang tiap saham tersebut kurang *cost-effective* (Porter 1992, Froot et al. 1992).

Argumen ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi justru memicu manajemen hanya terpaku pada jangka pendek sehingga mendorong mereka melakukan manajemen laba. Sebaliknya kepemilikan CEO justru memicu mereka untuk memikirkan jangka panjang sehingga mereka tidak termotivasi

untuk melakukan manajemen laba (Bushee 1998).

Mayangsari dan Wilopo (2001) menunjukkan bahwa indikasi adanya praktik manajemen laba, yang ditunjukkan dengan *discretionary accruals*, secara statistik signifikan mempengaruhi nilai perusahaan. Kondisi ini terjadi karena *earnings* yang diumumkan menjadi relatif baik sehingga respon pasar menjadi positif. Paek dan Press (1997) menyatakan bahwa nilai pasar perusahaan dipengaruhi oleh motivasi manajer yang mendasari adanya *discretionary accruals*. Dengan demikian hipotesanya:

- H2a : Indikasi manajemen laba dipengaruhi secara langsung oleh besaran perusahaan, struktur kepemilikan, dan *leverage*
- H2b : Struktur kepemilikan berpengaruh secara langsung terhadap *leverage* dan investasi
- H2c : Struktur kepemilikan dipengaruhi secara langsung oleh volatilitas *earnings*, risiko dan diversifikasi
- H2d : Volatilitas *earnings*, risiko, dan diversifikasi tidak berpengaruh secara langsung terhadap *leverage*

METODA PENELITIAN

1. Sampel

Perusahaan yang diteliti hanya perusahaan yang nonregulasi untuk menghindari bias karena perbedaan faktor karakteristik industri. Klasifikasi perusahaan regulasi dan nonregulasi seperti hasil penelitian Dunn et al. (2000). Periode yang diambil adalah periode krisis 1998-2001 karena selama ini penelitian yang ada justru menghindari kondisi krisis. Dengan demikian untuk generalisasi hasil maka penelitian menggunakan periode krisis.

Tabel 2. Klasifikasi Industri atas Terregulasi dan Nonregulasi

Panel A: Industri nonregulasi

Jenis Industri
Cement
Ceramics, Glass, Porcelain
Metal and Allied Products
Chemicals
Plastics&Packaging
Animal Feed
Wood Industries
Pulp&Paper
Machinery
Automotive&Components
Textile
Footwear
Cable
Electronics
Pharmaceuticals
Cosmetics
Houseware
Property and Real Estate
Building Construction
Wholesale
Retail
Restaurant, Hotel & Tourism
Computer

Panel B: Industri Terregulasi

Jenis Industri
Plantation
Forestry
Fishery
Crude Petroleum
Metal and Mineral Mining
Land
Food and beverages
Bank
Financial institution
Securities Company
Insurance
Railroad
Telecommunication
Transportation
Health Care
Investment Fund

2. Data

Data keuangan diperoleh dari pusat referensi pasar modal di Bursa Efek Jakarta dan website Jakarta Stock Exchange. Data pasar berasal dari UGM Database dan *JSX Monthly Statistics*. Data struktur kepemilikan diperoleh dari website Jakarta Stock Exchange, Capital Market Directory 2001, serta catatan laporan keuangan perusahaan.

3. Analisis Data

Analisis data menggunakan *structural equation model* (SEM) untuk mengetahui hubungan simultan pada beberapa variabel yang diuji. Pengolahan data menggunakan program *analysis of moment structure* (AMOS 4). Ada beberapa tahapan yang dilakukan dalam pengujian ini. Pertama, dibentuk model yang sesuai dengan pembahasan teori dan empiris yang diajukan. Kedua, menggambarkan model tersebut dalam bentuk *path diagram*. Ketiga, melakukan *confirmatory analysis* untuk menguji signifikansi model yang diajukan. Keempat, melakukan pengujian *path analysis* untuk mengetahui pengaruh langsung dan tidak langsung suatu hubungan (Ferdinand 2002).

4. Definisi operasional serta pengukuran variabel

1. Economic value added (EVA)

Rumus perhitungan EVA adalah:

$$EVA = (\text{Adjusment NOPAT} - \text{CapChg} + \text{Acct.Adj}) / \text{asset t-1}$$

Keterangan:

- NOPAT : *Earnings* setelah pajak
- CapChg : WACC (*weighted average cost of capital*) x modal pemegang saham
- Acct.Adj : aset total + cadangan yang diestimasi

Aset t-1 : nilai aset pada perioda sebelumnya

Perhitungan WACC berdasarkan rumus sebagai berikut:

$$WACC = w_d k_d (1-T) + w_{ps} k_{ps} + w_{cs} k_{cs}$$

Keterangan:

- $w_d k_d$: bobot dana dari utang jangka panjang
- T : pajak
- $w_{ps} k_{ps}$: bobot dana dari saham preferen
- $w_{cs} k_{cs}$: bobot dana dari saham biasa

Pada saat menghitung EVA ada beberapa penyesuaian yang harus dibuat baik untuk NOPAT maupun model yang digunakan untuk mengurangi *non-economic accounting* yang ada dalam laporan rugi/laba dan neraca konvensional. Pada perhitungan NOPAT, biaya-biaya yang tidak mempengaruhi kas akan ditambahkan kembali pada laporan rugi/laba, penyesuaian ini dilakukan karena jurnal-jurnal non-kas dianggap tidak mempengaruhi nilai. Beberapa penyesuaian yang harus dilakukan menyangkut *bad debts*, pajak yang ditangguhkan, dan jaminan. Depresiasi tidak termasuk disesuaikan karena biaya tersebut dianggap sebagai proksi biaya ekonomi sebenarnya dalam model EVA. Biaya bunga setelah pajak juga harus ditambahkan pada laba untuk menghilangkan pengaruh *leverage* pada laporan rugi/laba. Hasil EVA yang positif menunjukkan adanya nilai tambah yang terjadi diperusahaan.

2. Manajemen laba (DACC)

Deteksi manajemen laba dengan menggunakan model Jones yang dimodifikasi (1991) karena Dechow et al. (1995) menyatakan bahwa diantara beberapa model tampaknya yang paling tepat adalah model Jones yang telah dimodifikasi karena memberikan kekuatan statistik yang tinggi untuk mendeteksi adanya manipulasi *earnings*. Pada model ini manajemen laba ada jika terdapat *discretionary accruals* yang signifikan. Sebelum menggu-

nakan model Jones (1991) maka dihitung dulu total akrual sesuai dengan rumusan Healy (1985).

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

Dimana;

- ΔCA_t = perubahan *current assets* selain kas
- ΔCL_t = perubahan *current liabilities*
- $\Delta Cash_t$ = perubahan *cash* dan ekuivalennya
- Dep_t = kos depresiasi dan amortisasi
- A_{t-1} = aset total tahun sebelumnya

Kemudian deteksi discretionary accruals dan non-discretionary accruals dengan persamaan berikut:

$$TA_{it} / TA_{t-1} = \alpha_i (1/A_{it-1}) + \beta_{1i} (\Delta REV_{it} / A_{it-1}) + \beta_{2i} (PPE_{it-1} / A_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

Dimana:

- TA_{it} = akrual total pada tahun t untuk perusahaan i
- ΔREV_{it} = pendapatan tahun t dikurangi pendapatan pada tahun t-1 untuk perusahaan i
- PPE_{it-1} = aktiva tetap dan perlengkapan bruto pada akhir tahun t-1 untuk persh. i
- A_{it-1} = aset total pada akhir tahun t-1 untuk persh. i
- ε_{it} = *error term* pada tahun t untuk persh. i
- i = perusahaan 1,2,3,...,N
- t = tahun ke 1,2,3,..., t (periode estimasi untuk perusahaan i)

Dengan menggunakan model akrual ekspektasian maka *abnormal accruals* (AA_{ip}) adalah:

$$AA_{ip} = TA_{ip} / A_{ip-1} - (\alpha_i [1/A_{it-1}] + \beta_{1i} [\Delta REV_{it} / A_{it-1}] + \beta_{2i} [PPE_{it-1} / A_{it-1}])$$

Jika manajemen melakukan manajemen laba maka akan terdapat *discretionary accruals*

(residual) positif maupun negatif yang signifikan. Pengujian signifikansi *discretionary accruals* dengan menggunakan rumus:

$$Z = \frac{\text{rata - rata } discretionary \text{ accruals}}{\text{Deviasi standar } discr. \text{ accruals} / \sqrt{n}}$$

Jika nilai Z diatas nilai t tabel maka Ho ditolak dengan kata lain *discretionary accruals* yang ada secara statistik signifikan.

3. Leverage diukur dengan rumus (LEV)

Total Utang : Total Asset

4. Q

Variabel ini merupakan pengukur pertumbuhan perusahaan dengan menggunakan Tobin's q {(Jumlah saham yang beredar x harga saham) + total utang + total sediaan)-aktiva lancar} : total aktiva. Perusahaan yang memiliki q > 1 disebut perusahaan yang tumbuh dan dianggap memiliki problem *free cash flow* karena sisa kas yang ada jika oleh perusahaan tidak dibagikan dalam bentuk deviden maka akan diinvestasikan pada proyek-proyek yang memiliki NPV negatif .

5. Volatilitas earnings (VOL).

Variabel ini diukur dengan deviasi Standar ROA

6. Diversifikasi (DIVRS).

Variabel ini diukur dengan rumus

$$\frac{E(R_i) - R_f}{\sigma_i}$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = *expected returns* perusahaan i yang diprosikan sama dengan IHSG tahunan per subsektor industri dibagi dengan kapitalisasi pasar per subsektor industri

R_f = *risk free asset* yang diukur dengan tingkat bunga SBI 1 bulan (Kallapur 1989)

σ_i = deviasi standar return saham bulanan selama perioda amatan

7. Kebijakan investasi perusahaan (INVST)

Variabel ini diukur dengan rumus

$$\text{INVEST} = (\text{R\&D} + \text{ADVRS}) / \text{Sales}$$

8. Struktur kepemilikan diukur (OWN)

Variabel ini diukur dengan angka konsentrasi kepemilikan menggunakan angka herfindhal yaitu *sum squares* jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham mayoritas (memiliki saham > 5%). Ukuran lain adalah menggunakan variabel dummy, 1 jika konsentrasi kepemilikan pada insider (manajer maupun perusahaan afiliasi) sedangkan 0 jika mayoritas saham dimiliki oleh institusi (bank, perusahaan efek, asuransi maupun pemerintah).

9. Risiko (Risk)

Variabel ini diukur dengan rumus yang digunakan Rozeff (1982) dalam Crutchley dan Hansen (1989) yaitu beta saham perusahaan, yang diukur dengan *market model*.

10. free cash flow (FCF)

Diukur dengan persamaan seperti yang digunakan Penman (2001) yang kemudian dideflasi dengan aset t-1 untuk mengatasi heteroskedasitas (Christie 1987). Adapun rumusnya:

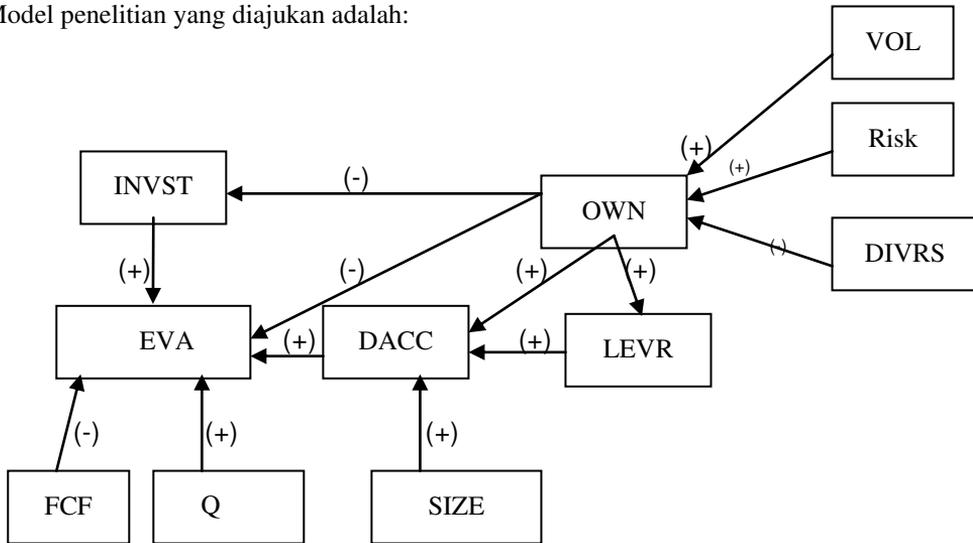
Free cash flow

= (operating income – perubahan net operating assets): asset t-1

11. Besaran perusahaan (SIZE).

Variabel ini diukur dengan log aset perusahaan

Model penelitian yang diajukan adalah:



Keterangan:

- INVST adalah kebijakan investasi
- EVA adalah *economic value added*
- OWN adalah struktur kepemilikan
- DACC adalah *discretionary accruals* merupakan ukuran indikasi manajemen laba
- VOL adalah volatilitas *earnings*
- Risk adalah risiko sistematis
- DIVRS adalah kos diversifikasi
- LEVR adalah rasio leverage
- Q adalah rasio Tobin's Q
- FCF adalah *free cash flow* yang dideflasi dengan asset t-1
- SIZE adalah nilai log aset untuk mengukur besaran perusahaan

HASIL PENELITIAN

1. Sampel

Jumlah perusahaan yang digunakan sebagai sampel sebanyak 166 perusahaan (nama-nama perusahaan ada di Tabel 3). Adapun perinciannya, total perusahaan listing sampai dengan tahun 2001 adalah sebanyak 322 perusahaan. Jumlah perusahaan yang memiliki data-data yang dibutuhkan mulai tahun 1998 sampai dengan 2000 sebanyak 216 perusahaan. Dari jumlah tersebut yang terregulasi sebanyak 50 perusahaan, sehingga sampel yang digunakan sebanyak 166 perusahaan.

2. Pengujian asumsi klasik

Asumsi klasik yang diuji adalah multi-kolinearitas dengan menggunakan tolerance dan VIF. Selain itu diuji heteroskedasitas dengan *white's heteroscedasticity*. Hasil pengujian multicollinearity menunjukkan tidak terjadi masalah ini karena angka tolerance dan VIF di bawah 10. Hasil pengujian autokorelasi dengan Durbin-Watson juga menunjukkan tidak terdapat masalah autokorelasi (D=1,985). Pengujian heteroskedasitas dengan *white's heteroscedasticity* menunjukkan bahwa $nR^2 = (1,234) < \text{nilai } \text{chi-square} (3.841 \text{ untuk nilai } \text{chi-square} \text{ kritis } 5\%)$. Dengan demikian tidak terdapat masalah heteroskedasitas.

Tabel 3. Daftar Perusahaan yang menjadi Sampel

Nama	Nama
Indocement	Sumarecon
Semen Cibinong	Surya Inti
Semen gresik	Suryamas
Intikramik	Surya Semesta
Keramika Indonesia	Jakarta Setiabudi
Mulia Industrindo	Mas Murni
Surya Toto Indonesia	Metro Supermarket
Alakasa Industrindo	Asiana Multikreasi
Alumindo	Fajar Surya
Citra tubindo	Indah Kiat
Indal Aluminium	Tjiwi Kimia
Itamaraya Gold	Suparma
Jakarta Raya kyoei	Surabaya Agung
Jaya Pari Steel	Komatsu
Lion Mesh Prima	Texmaco Perkasa
Lion Metal	Astra International
Pelangi Indah Canindo	Astra otopart
Tembaga Mulia Semanan	Branta Mulia
Budi Acid	Gajah Tunggal
Duta Pertiwi	Goodyear
Ekadharma Tape	GT Petrochem
Eterindo	Indomobil
Intanwijaya Internasional	Indospring
Kurnia Kapuas	Nipress
Sorini Corp	Prima Alloy
Tri Polyta	Selamat Sempurna
Unggul Indah	APAC
ArghaKarya Prima	Argo Pantas
Berlina	Centex
Dynaplast	Eratex
Igar Jaya	Evershine
Trias Santosa	Hanson
Wahana Jaya	Indorama Syntetics
Charoen Pakphand	Karwell Ind
CP Prima	Pan Brothers Tex
JAPFA	Panasia Indosyntec
Sierad	Panasia Filament
Surya Hidup	RickyPutra
Barito Pacific	Roda Vivatex
Daya Sakti Unggul	Sarasa Nugraha
Sumalindo	Sunson
Surya Dumai	Texmaco
	Tifico
Bayer	Kasogi
Dankos	Primarindo Asia

Nama	Nama
Darya-Varia	Sepatu Bata
Indofarma	GT Cable
Kalbe Farma	Jembo Cable
Kimia Farma	Kabelindo
Merck Indonesia	Sucaco
Pyridam Farma	Sumi Indo Kabel
Schering Plough Indonesia	Voksel
Squibb	AGIS
Tempo Scan Pacific	Aneka Kimia Raya
Mandom Indonesia	Enseval
Mustika Ratu	Hexindo
Procter & Gambler Indonesia	Inter Delta
Unilever Indonesia	Intraco Penta
Kedaung Indah Can	Lautan Luas
Kedawung Setia Industri	Modern Photo
Langgeng Makmur Plastics	Perdana Bangun
Bakrie	Tigaraksa
Bhuwanatala	Tira Austine
Bukit Sentul	Tunas Ridean
Ciptojaya	United Tractors
Ciputra Development	Wicaksana
Ciputra Surya	Great River
Dharmala Intiland	Hero
Duta Anggada	Matahari
DutaPertiwi	Ramayana
Indonesia Prima	Sona Topas
Jakarta Int'l	Gunung Agung
Jaya Real	Aryaduta
Kawasan Jababeka	Bayu Buana
Lippo Cikarang	Fast Food
Lippo Karawaci	Sahid Jaya
Lippo Land	Plaza Indonesia
Modern Land	Putra Sejahtera
Mulia Land	Astra Graphia
Pakuwon Jati	Metrodata
Panca Wiratama	Multipolar
Pudjiadi	Bakrie&Brothers
PSP	Bimantara Citra
Ristia	

3. Deskriptif Statistik

Tabel 4. Deskriptif Statistik Variabel-variabel yang digunakan

	minimum	maximum	mean	Deviasi standar
EVA	-0.0839	0.7210	0.132788	0.10
lnaset	11.62	18.75	14.5758	1.3437
LEVR	-3.76	3.28	-0.3478	0.6676
Q	0.01	86.37	4.9717	10.7903
DACC	-14.75	3.53	0.3992	2.6761
FCF	-0.44	7.34	0.2682	0.7434
Beta	0.57	1.38	0.9738	1.0629
OWN	0.0	1	0.83	0.11
VOL	-7.26	2.63	0.00227	0.8574
DIVRS	0.000051	0.0086	0.0023	0.0006
INVEST	0.18	7.3	3.41	3.6056

Berdasarkan Tabel 4 tampak bahwa sekalipun dalam perioda krisis, rata-rata aktivitas perusahaan masih menghasilkan nilai tambah bagi pemegang saham. Jika dilihat lebih jauh dari 166 perusahaan yang diteliti, ternyata hanya 29 perusahaan yang memiliki nilai EVA negatif. Hasil ini mengejutkan mengingat dari perusahaan yang memiliki ROA negatif pada perioda tersebut sebanyak 78 perusahaan dari 166 perusahaan yang diteliti. Hasil ini justru menimbulkan pertanyaan, apakah nilai tambah bagi pemegang saham dapat berbentuk laba bersih yang negatif? Jika melihat rumus perhitungan EVA maka kondisi ini mungkin saja terjadi karena banyaknya kos yang dianggap tidak mempengaruhi nilai ditambahkan kembali pada laba bersih. Dengan demikian sebenarnya perhitungan laba bersih untuk melihat kondisi perusahaan tidak terlalu tepat karena di dalamnya termasuk kos-kos yang sebenarnya tidak berhubungan dengan penciptaan nilai bagi perusahaan, seperti pajak yang ditanggungkan, jaminan atau kos kerugian piutang tak tertagih.

4. Pengujian Model

Arbuckle (1997) menyatakan bahwa model yang baik harus memenuhi kriteria model persamaan struktural sebagai berikut:

1. Degree of Freedom (DF) nilainya harus positif
2. Non-signifikan chi-square harus di atas nilai yang disyaratkan ($p=0,05$) serta di atas batas konservatif yang diterima ($p =0,10$) (Hair et al. 1992)
3. Nilai incremental fit di atas 0.90 yaitu GFI (Goodness of Fit Index), Adjusted GFI (AGFI), Tucker Lewis Index (TLI) serta Normal Fit Index (NFI)
4. Nilai RMR (Root Mean Square Residual) dan RMSEA (Root Mean Square Error of Approximation) rendah.

Hasil pengujian terhadap model yang diajukan dalam penelitian ini tampak pada Tabel 5.

Berdasarkan hasil pengujian tampak bahwa model yang diajukan dalam penelitian sesuai (*fit*) dengan data yang digunakan dalam penelitian. Dengan kata lain model yang digunakan dalam penelitian ini didukung secara empiris.

Pada tahap selanjutnya dilakukan pengujian signifikansi pengaruh. Berdasarkan uji *structural equation modeling* diperoleh nilai *critical ratio* (CR) pada *regression weights*. Signifikansi hubungan terjadi jika hubungan antar variabel menunjukkan nilai *critical ratio* minimum sebesar 2 secara absolut (Arbuckle

1997) dengan tingkat signifikansi < 0.05. Hasil pengujian seperti tersaji dalam Tabel 6 berikut.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut tampak bahwa hampir semua hubungan yang dihipotesakan secara statistis signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa penambahan nilai bagi perusahaan dipengaruhi secara positif oleh struktur kepemilikan, kebijakan investasi, pertumbuhan perusahaan, manajemen laba. Selain itu dipengaruhi secara negatif oleh

adanya *free cash flow*. Secara intuitif kondisi ini menunjukkan nilai perusahaan dipengaruhi oleh berbagai faktor. Bentuk struktur kepemilikan yang mayoritas dikuasai oleh suatu pihak tertentu ternyata berdampak positif bagi perusahaan. Selama ini banyak tuduhan bahwa bentuk pengaturan korporasi di Indonesia tidak efektif karena tidak dijalankan dengan profesional.

Tabel 5. Hasil Pengujian *Goodness of Fit Model*

Indikator	Nilai yang disarankan	Nilai model penelitian	Keterangan
DF	Positif	2	Diterima
Chi-Square (p value)	P val > 0.05	2.761 (pval = 0,251)	Diterima
GFI	> 0.9	0.996	Diterima
AGFI	≥ 0.9	0.954	Diterima
TLI	≥ 0.95	0.973	Diterima
NFI	≥ 0.95	0.988	Diterima
RMSEA	≤ 0.08	0.043	Diterima
CMIN/DF	≤ 2	1.381	Diterima

Tabel 6. Hasil Pengujian Signifikansi

Variabel	Nilai <i>critical ratio</i>
OWN ← VOL	1.403
OWN ← Risk	0.234
OWN ← DIVRS	1,234
INVST ← OWN	-9.653***
EVA ← OWN	-1.984**
DACC ← OWN	1.52*
LEVR ← OWN	1,587*
DACC ← SIZE	2,587***
EVA ← Q	1,765*
EVA ← FCF	-2,035***
EVA ← INVST	1,525*
DACC ← LEVR	1,875**
EVA ← DACC	1,665*

*** signif. p<0.01 **signif. p < 0.05 *signif. p < 0.1

Hasil penelitian ini juga mendukung La Porta (2002) dalam Lins (2002) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada pihak tertentu justru

berdampak positif pada nilai perusahaan. Hal ini lebih disebabkan rendahnya kos keagenan karena pemilik merangkap manajemen. Meskipun demikian bukan berarti bahwa cara ini yang terbaik untuk pengelolaan korporasi. Pada bentuk terkonsentrasi seperti ini perlu diwaspadai perlindungan pada pihak minoritas.

Kebijakan investasi, pertumbuhan perusahaan dan manajemen laba juga berpengaruh positif terhadap terciptanya nilai tambah bagi perusahaan. Pengaruh positif kebijakan investasi pada nilai perusahaan tampaknya dengan memperbesar kos iklan akan meningkatkan pendapatan dan pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan dampak positif pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan disebabkan perusahaan yang tumbuh ini tidak berhenti berinvestasi sehingga memiliki kesempatan besar menambah laba yang diperolehnya pada masa mendatang.

Sebenarnya hasil yang mengejutkan adalah pengaruh positif manajemen laba pada nilai perusahaan. Hasil ini justru semakin mendorong praktik manajemen laba. Kalau selama ini dianggap manajemen laba hanya menguntungkan pihak manajemen tapi dengan hasil ini menunjukkan bahwa manajemen laba juga menguntungkan bagi pemegang saham.

Hal ini mungkin disebabkan laba yang dilaporkan akan lebih *smooth* tidak tampak fluktuatif dan konsisten meningkat sehingga mendapat respon positif dari pasar apalagi ini terjadi dalam kondisi krisis.

Pada Tabel 7 tampak hasil pengujian hipotesa.

Tabel 7. Hasil Pengujian Total Effects, Direct Effects dan Indirect Effects

	<i>Total effects</i>	<i>Direct effects</i>	<i>Indirect effects</i>
OWN ← VOL	0.614	0.614	0.000
OWN ← Risk	0.607	0.705	0.000
OWN ← DIVRS	0.331	0.331	0.000
INVST ← OWN	0,05	0,05	0.000
EVA ← OWN	0.515	0.000	0.515
DACC ← OWN	0.607	0.607	0.000
LEVR ← OWN	0.546	0.546	0.000
DACC ← SIZE	0.614	0.000	0.614
EVA ← Q	0.705	0.000	0.705
EVA ← FCF	0.598	0.000	0.598
EVA ← INVST	0.705	0.000	0.705
DACC ← LEVR	0.888	0.888	0.000
EVA ← DACC	0,546	0,546	0.000
INVST ← VOL	0.308	0.308	0.000
INVST ← RISK	0.383	0.000	0.308
INVST ← DIVRS	0.099	0.000	0.099
EVA ← VOL	0.268	0.268	0.000
EVA ← RISK	0.511	0.000	0.511
EVA ← DIVRS	0.701	0.000	0.701

Berdasarkan tabel tersebut tampak bahwa volatilitas, risiko dan diversifikasi mempengaruhi struktur kepemilikan secara langsung. Struktur kepemilikan mempengaruhi secara langsung manajemen laba, kebijakan investasi serta kebijakan leverage dan berpengaruh tidak langsung pada nilai perusahaan. Leverage juga mempengaruhi manajemen laba secara langsung, sedangkan manajemen laba mempengaruhi penambahan nilai secara langsung. Pertumbuhan dan *free cash flow* juga berpengaruh langsung terhadap penambahan nilai perusahaan.

Hasil pengujian ini mendukung hipotesa 1a sebagian. Kinerja perusahaan hanya dipengaruhi secara langsung oleh manajemen laba, pertumbuhan dan *free cash flow*. Hipotesa 1b didukung bahwa struktur kepemilikan mempengaruhi kinerja perusahaan secara tidak langsung, jika melihat gambar tampaknya variabel yang memediasi adalah kebijakan *leverage* dan manajemen laba. Dengan demikian struktur kepemilikan mempengaruhi kebijakan *leverage*, seperti meningkatkan atau menurunkan jumlah utang, sedangkan utang menimbulkan kontrak-kontrak utang yang memotivasi manajemen

untuk melakukan manajemen laba untuk menghindari pelanggaran kontrak-kontrak utang tersebut, dan adanya manajemen laba ini akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hipotesa 1c juga didukung. Hasil ini semakin menguatkan simpulan adanya manfaat positif manajemen laba terhadap nilai perusahaan. Hipotesa 1d didukung sebagian karena ternyata variabel volatilitas *earnings* langsung berdampak pada kinerja. Secara intuitif hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang pendapatannya sensitif tentu akan mudah terpengaruh hal-hal tehnik maupun ekonomis. Sehubungan dengan kondisi krisis dimana kurs sangat fluktuatif tentu saja akan berpengaruh secara langsung pada kinerja.

Hipotesa 2a didukung sebagian. Indikasi manajemen laba dipengaruhi secara langsung oleh *leverage* dan struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan yang rangkap (pemilik sekaligus manajemen) menyebabkan tidak adanya konflik kepentingan. Hipotesa 2b, 2c didukung. Hipotesa 2d didukung sebagian. Dengan demikian tingkat *leverage* secara langsung dipengaruhi oleh risiko. Hasil penelitian sesuai dengan hasil penelitian Titman dan Wessels (1988) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan risiko yang tinggi akan menghindari utang untuk mengurangi kos kebangkrutan.

SIMPULAN DAN IMPLIKASI

1. Simpulan

Tujuan utama penelitian ini mengetahui pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan. Fokus penelitian terutama pada periode krisis karena selama ini penelitian selalu mengabaikan periode ini dengan berbagai macam alasan. Pada periode ini justru keefektifan mekanisme *corporate governance* tampak karena secara intuitif meskipun kondisi yang ada tidak kondusif tetapi kalau cara pengelolaan perusahaan benar maka dampaknya dapat diminimalkan.

Hasil deskriptif statistik menunjukkan bahwa dalam periode krisis (1998-2001) perusahaan-perusahaan sampel, yang merupakan perusahaan nonregulasi, masih menunjukkan nilai EVA yang positif. Dengan demikian dapat disimpulkan aktivitas mereka dalam periode tersebut memiliki nilai tambah bagi perusahaan.

Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai tambah ini diantaranya adalah struktur kepemilikan meskipun pada pengujian selanjutnya tampak bahwa pengaruhnya terhadap kinerja (EVA) tidak secara langsung. Dengan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada pihak tertentu malah berdampak positif bagi perusahaan. Hasil penelitian ini menepis anggapan bahwa struktur kepemilikan yang kekeluargaan, yaitu pemilik sekaligus pengelola, akan berdampak jelek bagi perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan beberapa penelitian sebelumnya, diantaranya La-Porta (2002) serta Lins (2002), yang menyatakan struktur kepemilikan yang tidak memisahkan antara *cash flow rights* (pemegang saham mayoritas) dengan *control rights* (pihak pengendali korporasi) akan berdampak positif pada nilai perusahaan. Hasil lain yang menarik bahwa praktik manajemen laba ternyata berdampak positif bagi perusahaan. Hasil ini juga menepis tuduhan bahwa praktik manajemen laba hanya akan menguntungkan pihak manajemen.

2. Implikasi

Implikasi untuk penelitian mendatang hendaknya pada penelitian selanjutnya dapat dilihat pengaruh *corporate governance* secara keseluruhan terhadap kinerja perusahaan. Ukuran *corporate governance* yang komprehensif perlu dikembangkan karena penelitian-penelitian yang sementara ini ada hanya melihat satu-persatu mekanisme *corporate governance*. Indeks yang dikembangkan IICG (*Indonesian Institute for Corporate Governance*) dapat dipertimbangkan sebagai

suatu alat untuk mengukur pelaksanaan *corporate governance* di Indonesia dengan melakukan sejumlah perbaikan dan pengembangan sehingga dapat menjadi alat yang valid dan reliabel untuk digunakan dalam penelitian selanjutnya.

Implikasi untuk kebijakan. Pertama, perlu diupayakan pemaksaan terhadap pelaksanaan *good corporate governance*, karena selama ini usaha korporasi masih kurang. Simpulan ini didasarkan pada fakta bahwa dari 322 perusahaan publik, sampai dengan akhir Maret 2002 masih ada 102 perusahaan (32%) yang belum membentuk komite audit. Kedua, perlu dikembangkan lagi suatu penelitian dan pembahasan yang mendalam tentang praktik manajemen laba. Meskipun hasil penelitian ini menunjukkan dampak positif manajemen laba tapi sebenarnya praktik ini dapat mendistorsi informasi yang terkandung dalam suatu laporan keuangan, sehingga yang tersajikan bukan informasi riil. Apakah benar pemegang saham akan selamanya mau dikecoh dengan angka-angka akuntansi? Jika suatu saat mereka menyadari kondisi ini maka laporan keuangan yang menyajikan informasi tentang suatu perusahaan akan diragukan atau bahkan ditinggalkan, untuk kemudian beralih keinformasi lain yang lebih dapat diandalkan kejujurannya

DAFTAR PUSTAKA

- Adams, Renee B., Heitor Almeida dan Daniel Fergira. 2002. Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Social Science Research Network* (May): hal.1-56
- Arbuckle, James. 1992. *Getting Started with AMOSDrawTM under windows*. Unpublished Work. Temple University, Philadelphia
- Barth, Mary E., William H.Beaver, dan Wayne R.Landsman. 2001. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics* (31): hal. 77-104
- Berger, Philip G., Eli Ofek dan David L. Yermack. 1997. Managerial entrenchment and capital structure decision. *Journal of Finance* (52): hal. 1411-1438
- Biddle, G., Bowen R. dan Wallace J. 1997. Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics* (24): hal. 301-310
- Brickley, J.A., Coles J.L., Terry R.L. 1994. Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics* (35): hal. 371-390
- Bushee, Brian. 1998. Institutional investors, long-term investment and earnings management. *Social Science Research Network* (January): hal. 1-30
- Byrd, J. dan Hickman K. 1993. Do outside directors monitor manager? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics* (32): hal. 195-221
- Chen, S. dan Dodd J. 1997 Economic value added (EVATM): An empirical examination of a new corporate performance measurement. *Journal of Managerial Issues* 9: hal. 319-333
- Cho, M.H. 1998. Ownership structure, investment and corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* (47): hal. 103-121
- Chtourou, Sonda Marrkchi. 2001. Corporate governance and earnings management. *Social Science Research Network* (April): 1-35
- Crutchley, Claire E. dan Robert S.Hansen. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends. *Financial Management* (Winter): hal. 36-46
- Christie, Andrew A. 1987. On cross-sectional analysis in accounting research. *Journal of Accounting Economics* 9: hal. 231-258

- Dechow, P.M., R.G.Sloan, dan P.Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70: hal. 193-225
- Demsetz, H. dan Lehn.K. 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy* (93): hal. 1155-1177
- Eisenhardt, Kathleen M. 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review* (vol.14): hal. 57-74
- Fama, E.F. dan K.R.French. 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* (33): hal. 3-56
- Fama, E.F. dan Michael Jensen. 1983. Separation ownership and control. *Journal of Law and Economics* (June): 1-32
- Fan, Joseph P.H. dan T.J. Wong. 2000. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Social Science Research Network* (September): 1-51
- Feltham, Gerald A. dan James A.Ohlsion. 1995. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research* (Spring): hal. 689-731
- _____. 1996. Uncertainty resolution and the theory of depreciation measurement. *Journal of Accounting Research* (Spring): hal. 689-731
- Ferdinand, Augusty. 2002. *Structural equation modeling dalam penelitian manajemen*. BP UNDIP, Semarang
- Fuerst, Oren. 2000. Corporate governance, expected operating performance and pricing. *Social Science Research Network* (January): hal 1-38
- Gedajlovic, Eric R.dan Daniel M.Shapiro. 1998. Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries. *Strategic Management Journal* (19): hal. 533-553
- Gillian, Stuart dan Laura T.Starks. 2000. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of Financial Economics* 57: hal. 275-305
- Gibson, Michael S. 1999. Is corporate governance ineffective in emerging markets? *Social Science Research Network* (November): hal. 1-26
- Healy, P.M. 1985. The Effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7: hal.85-107.
- Hillier, David. 2002. Insider ownership and corporate value: an empirical test from the united kingdom corporate sector. *Social Science Research Network* (February): hal. 1-33
- Ho, Nicholas, Norman Hui dan Linus Li. 2000. Does EVA beat earnings? Round 2: Evidence from internet companies. *Social Science Research Network*: hal 1-20
- Himmelberg, Charles P., R.Glenn Hubbard dan Darius Palia. 1999. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics* (53): hal. 353-384
- Holtahusen, Robert W., dan Ross L.Watts. 2001. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics* (31): hal. 3-75
- Howe, Keith M. dan Stephen Vogt. 1996. On q. *The Financial Review* (May): hal. 265-286
- Jensen, Michael C. dan William H.Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360
- Jensen, Michael C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and take overs. *American Economic Review* (76): 323-329

- Jong, Abe de. dan Ronald Van Dijk. 1999. Determinants of leverage and agency problems. *Social Science Research Network* (July): hal 1-53
- Jones, J., "Earnings Management During Import Relief Investigation," *Journal of Accounting Research* (Autumn 1991): hal. 193-228.
- Jones, Jefferson P. 1999. The implications of firms' investment opportunities for the valuation of cash flows from investing activities. *Social Science Research Network* (September): hal. 1-34
- Kaplan, R. dan Norton, D. 1996. *The balance scorecard: Translating strategy into action*. Harvard Business Scholl Press, Boston, MA.
- Kallapur, Sanjay. 1994. Dividend payout ratios as determinants of ERC: A test of the free cash flow theory. *Journal of Accounting and Economics* 17: hal 357-375
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes dan Andrei Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54: hal. 471-517
- Lambert, Richard A. 2001. Contracting Theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics* (32): hal. 3-87
- Lang, Larry, Eli Ofek dan Rene M. Stulz. 1996. Leverage, investment and firm growth. *Journal of Financial Economics* (40): 3-29
- Lang, L.H.P. dan R.H. Litzenberger. 1989. Dividend announcements: cash flow signalling vs free cash flow hypothesis? *Journal of Financial Economics* 24 (September): hal. 181-191
- Lins, Karl V. 2002. Equity Ownership dan Firm Value in Emerging Markets. *Social Science Research Network* (April): hal 1-47
- Lindenberg, Eric B. dan Stephen A. Ross. 1981. Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business* (January): hal. 1-32
- Lemmon, Michael dan Karl Lins. 2001. Ownership structure, corporate governance and firm value: Evidence from the east asian financial crisis. *Social Science Research Network* (April): hal. 1-36
- McConnell, John J. dan Henri Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* (27): hal. 595-612
- _____. 1995. Equity ownership and two faces of debt. *Journal of Financial Economics* (39): hal. 131-157
- Mehran, Hamid. 1992. Executive incentive plans, corporate control and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (27): 539-560
- Myers, S.C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* (November): hal. 147-176
- Maher, Maria dan Thomas Andersson. 2000. Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth. *Social Science Research Network* (February): hal. 1-40
- Mayangsari, Sekar dan Wilopo. 2001. Konservatisme akuntansi, value relevance dan discretionary accruals: Implikasi empiris model Feltham-Ohlson (1996). Artikel ini dipresentasikan pada *Seminar Nasional Akuntansi IV* di Bandung.
- Morck, R., Shleifer A. dan Vishny R. 1988. Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics* (20): hal. 293-315
- Müller, Holger M. dan Karl Wäneryd. 2000. Inside versus outside ownership: A political theory of the firm. *Social Science Research Network*: hal. 1-22
- O'Byrne, S. 1996. EVA and market value. *Journal of Applied Corporate Finance* 9: hal. 116-125
- Penman, Stephen H. 2001. *Financial statement analysis and securities valuation*. McGraw Hill. Inc.

- Roe, M. 1993. Some differences in corporate structure in Germany, Japan and the United States. *The Yale Review* (102): 1927-2003
- Rozeff, M.S. 1982. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research* (Fall): hal. 249-259
- Shin, Hyun-Han dan Rene M. Stulz. 2000. Firm value, risk and growth opportunities. *Social Science Research Network* (June): hal. 1-37
- Sloan, R.G. 2001. Financial accounting and corporate governance: a discussion. *Journal of Accounting and Economics* (32): hal. 335-347
- Stewart, G. 1991. *The quest for value*. Harper Business, New York.
- Taridi. 1999. Corporate governance, ownership concentration and its impact on firms' performance and firms' debt in listed companies in Indonesia. *Indonesian Quarterly* vol. XXVII: hal. 339-355
- Titman, S. dan R. Wessels. 1988. The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance* 43: hal 1-19
- Vafeas, Nikos. 1999. Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics* (53): hal. 113-142
- Wahidawati. 2002a. Pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada kebijakan utang perusahaan: Sebuah perspektif *Theory Agency*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* (Januari): hal. 1-16
- _____. 2000b. Kepemilikan manajerial dan *agency conflict*: Analisis persamaan simultan non linier dari kepemilikan manajerial, penerimaan risiko, kebijakan utang dan kebijakan deviden. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta
- Weisbach, M.S. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* (20): hal. 431-460
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with small board of directors. *Journal of Financial Economics* (40): hal. 185-212.