

## ANALISIS PENGARUH MEKANISME TATA KELOLA PERUSAHAAN DAN MANAJEMEN LABA TERHADAP LIKUIDITAS PASAR SAHAM

Agnes Carolina, Darsono<sup>1</sup>

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

### ABSTRACT

*The aim of this study is to examine the influence of corporate governance mechanisms and earnings management on trading volume. The population of this study is manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange from 2009 to 2011. Sampling is done by using purposive sampling method. Sample of this study is composed of 177 companies during the 3-years observation. Hypotesis are tested by the use of multiple regression analysis. The results showed that board independence and earnings management has no significant effect on trading volume, while public ownership has significant effect on trading volume. Higher public ownership tends to higher the trading volume.*

*Keywords : trading volume, board independence, public ownership, earnings management.*

### PENDAHULUAN

Saham adalah suatu nilai yang dimiliki oleh perusahaan berupa instrumen-instrumen keuangan yang berfungsi sebagai pendanaan perusahaan dalam jangka panjang. Tempat diperdagangkannya saham yang dipegang umum di Indonesia adalah pasar saham atau yang dikenal dengan Bursa Efek Indonesia. Sumber permodalan eksternal yang utama bagi perusahaan dan pemerintah adalah Bursa Efek dan Pasar Uang. Pertiwi (2010) mengatakan bahwa perusahaan dinilai baik apabila nilai pasar atau nilai buku ekuitas perusahaan lebih tinggi daripada laba yang dihasilkan oleh perusahaan pesaing. Apabila lebih rendah daripada nilai pasar atau nilai buku ekuitas perusahaan pesaing, maka nilai perusahaan cenderung kurang baik, namun demikian nilai pasar atau nilai buku ekuitas bukanlah satu-satunya indikator dalam menentukan nilai perusahaan.

Harga saham dari perusahaan yang ada di pasar saham dapat menjadi indikator nilai perusahaan. Salah satu elemen fundamental yang mempengaruhi perkembangan pasar saham adalah likuiditas dari pasar saham itu sendiri. Tujuan utama investor adalah untuk memperoleh keuntungan, sehingga investor akan lebih tertarik untuk menanamkan uangnya di portofolio yang likuid dengan harapan bahwa portofolio tersebut dapat dengan mudah nantinya dijual untuk menghasilkan dana yang dibutuhkan oleh investor itu sendiri.

Literatur yang masih ada tentang hubungan antara likuiditas pasar, yang diwakili oleh *bid-ask spreads*, manajemen laba dan mekanisme tata kelola perusahaan menunjukkan bahwa *bid-ask spreads* berhubungan positif dengan tingkat manajemen laba dan berhubungan negatif dengan mekanisme tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang lebih baik, dimana pada hal ini mekanisme tata kelola perusahaan diukur dengan tingkat independensi dewan pengurus (apabila di Indonesia yang dimaksud adalah komisaris independen) dan kurangnya dualitas CEO. Di Indonesia tidak terdapat dualitas CEO karena Indonesia menggunakan *two-tiers board system*. Dalam pengaturan pasar saham di Indonesia, pengaruh mekanisme tata kelola perusahaan dan manajemen laba terhadap likuiditas mungkin berbeda dengan di Italia meskipun sebagian besar perusahaan di Indonesia memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi.

---

<sup>1</sup>Penulis penanggung jawab

Dalam penelitian ini kualitas mekanisme tata kelola perusahaan diukur dari independensi dewan (komisaris independen) dan kepemilikan oleh publik karena menyesuaikan dengan sistem dewan di Indonesia. Semakin independen dewan komisaris dalam suatu perusahaan, akan semakin baik pula pengawasan terhadap manajemen, sehingga dengan demikian akan mengurangi kemungkinan terjadinya kecurangan dalam pelaporan keuangan. Kepemilikan publik merupakan ukuran dari pemegang saham biasa yang merupakan pihak eksternal dari suatu perusahaan, dimana pemegang saham tersebut dapat memantau kinerja manajemen. Kepemilikan oleh publik dalam penelitian ini juga mewakili mekanisme tata kelola perusahaan. Penjelasan yang mungkin dari hubungan manajemen laba dan likuiditas adalah bahwa tingkat manajemen laba yang lebih tinggi akan meningkatkan asimetri informasi dan, sebagai akibatnya, terjadi pertentangan diantara para investor mengenai hasil yang mungkin diperoleh di masa yang akan datang, hal ini diartikan sebagai peningkatan dari volume perdagangan saham.

Interaksi ekonomi yang terjadi dalam ekonomi konsentrasi kepemilikan tinggi berbeda secara fundamental dalam hal kelompok pelaku pasarnya, dalam arti masalah agensi bukan antara manajer dan *stakeholders* seperti beberapa penelitian sebelumnya yang membahas mengenai asimetri informasi dan likuiditas. Ketika terdapat pemegang saham dengan kepemilikan yang tinggi (presentasi jumlah saham yang dimiliki) dan memungkinkannya untuk mendapatkan informasi rahasia, konflik yang mungkin muncul yaitu antara mayoritas *blockholder* dan investor lainnya.

Penelitian oleh Lev (1988) menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan yang tinggi dapat menawarkan kepada para pemegang saham dominan, akses yang mudah pada informasi unggul dan juga dorongan yang lebih besar untuk menggunakan informasi tersebut untuk keuntungannya dalam perdagangan saham, sehingga mau tidak mau akan mempengaruhi likuiditas saham perusahaan tersebut di pasar. Menurut Principe dan Bar-Yosef (2011), hubungan manajemen laba dan efektifitas mekanisme tata kelola perusahaan dapat terpengaruh dalam pengaturan konsentrasi kepemilikan tinggi, sehingga dalam pasar yang bercirikan konsentrasi kepemilikan tinggi pengaruh tata kelola perusahaan dan manajemen laba pada likuiditas pasar masih belum jelas.

Pada umumnya perusahaan manufaktur Indonesia memiliki konsentrasi kepemilikan tinggi yang beragam, ada yang konsentrasi kepemilikan tertinggi dimiliki oleh institusional, ada yang dimiliki oleh asing, ada pula yang dimiliki oleh publik. Kepemilikan publik yang tinggi di sisi lain dapat mengindikasikan bahwa saham perusahaan aktif diperdagangkan di bursa saham. Berbeda dengan Indonesia, konsentrasi kepemilikan dalam beberapa pasar saham Eropa sangat signifikan, dimana rata-rata tingkat konsentrasi kepemilikan publiknya cenderung melebihi lima puluh persen.

Likuiditas pasar dalam penelitian ini diwakili oleh volume perdagangan (*trading volume*). Volume perdagangan merupakan jumlah saham yang diperdagangkan oleh para investor dan pemodal di pasar modal. Semakin besar volume perdagangan, semakin tinggi pula tingkat likuiditas dari saham-saham yang diperdagangkan. Menurut Ang (1997), volume perdagangan juga dapat mencerminkan tingkah laku investor melalui kekuatan permintaan dan kekuatan penawaran saham dalam pasar saham.

Pada beberapa penelitian sebelumnya, pengaruh dari manajemen laba dan mekanisme tata kelola perusahaan pada likuiditas telah dianalisis secara terpisah, bukan bersamaan. Bukti empiris mengenai pengaruh karakteristik tata kelola perusahaan ini terhadap volume perdagangan cukup terbatas dan pengaruh dari manajemen laba dan tata kelola perusahaan pada elemen likuiditas pasar (volume perdagangan) dengan adanya kepemilikan publik yang terkonsentrasi belum ditelusuri secara detail. Berdasarkan uraian diatas, maka masalah yang timbul dalam penelitian ini adalah apakah mekanisme tata kelola perusahaan dan manajemen laba secara bersamaan memiliki pengaruh terhadap likuiditas pasar modal dalam pengaturan konsentrasi kepemilikan.

## **KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS**

Tujuan penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris tentang pengaruh mekanisme tata kelola perusahaan, yang diwakili dengan komisaris independen dan kepemilikan publik, dan manajemen laba terhadap volume perdagangan saham.

Beberapa studi yang membahas mengenai asimetri informasi dan likuiditas berasumsi bahwa konflik agensi terutama terjadi antara manajer dan pemegang saham. Berbeda dengan penelitian tersebut, dimana penelitian ini berlandaskan ekonomi konsentrasi kepemilikan, interaksi ekonomi dapat terjadi antara kelompok pelaku pasar yang berbeda. Ketika terdapat pemegang saham dengan hak kepemilikan yang tinggi dimana pemegang saham tersebut dapat memperoleh informasi rahasia atau unggulan, konflik yang berpotensi untuk muncul yaitu antara mayoritas pemegang *block* saham (*blockholders*) dengan investor-investor lainnya. Tipe agensi ini mengarah pada hubungan yang berbeda antara atribut ekonomi perusahaan dan likuiditas pasar ketika dibandingkan dengan konflik agensi yang biasanya terjadi antara manajer dan pemegang saham.

Menurut Von Wyss (2004), likuiditas melibatkan beberapa dimensi antara lain *trading time*, *tightness*, *depth*, *resiliency*. Krisnilawati (2007) menyatakan beberapa cara untuk mengukur likuiditas pasar antara lain: (1) pengukuran biaya transaksi, yang mencakup biaya perdagangan aset-aset finansial dalam pasar sekunder; (2) pengukuran berdasarkan volume dimana likuiditas pasar dibandingkan berdasarkan volume transaksi dan perbedaan harga terutama dalam mengukur *width* dan *depth*; (3) pengukuran berdasarkan harga yang menjelaskan pergerakan harga menuju harga keseimbangan (mengukur *resiliency*); (4) pengukuran dampak pasar yang membedakan harga antara yang disebabkan faktor likuiditas atau faktor lain. Dalam penelitian ini, pengukuran likuiditas dilihat dari volume perdagangan saham di pasar saham. Indarti (2011) dalam penelitiannya menyatakan bahwa volume perdagangan saham yang semakin meningkat mengindikasikan naiknya aktivitas jual beli para investor di suatu bursa.

Menurut Scott (2000), manajemen laba merupakan pilihan kebijakan akuntansi oleh manajer untuk berbagai tujuan spesifik. Setiawati dan Na'im (2000) dalam Rachmawati dkk (2006) menyatakan bahwa manajemen laba adalah salah satu faktor yang dapat mengurangi kredibilitas laporan keuangan, karena manajemen laba menambahkan bias dalam laporan keuangan dan dapat mengganggu pemakai laporan keuangan yang mempercayai angka laba rekayasa sebagai angka laba yang sesungguhnya, sehingga manajemen laba dapat mengurangi integritas dari pelaporan keuangan suatu perusahaan. Sulistyanto (2008) menyatakan bahwa manajemen laba dilakukan dengan mempermainkan komponen-komponen akrual dalam laporan keuangan, karena pada komponen-komponen akrual ini dapat dilakukan permainan angka melalui metode akuntansi yang digunakan sesuai dengan keinginan penyusun laporan keuangan. Komponen akrual merupakan komponen yang tidak memerlukan bukti kas secara fisik, sehingga apabila besar kecilnya komponen tersebut dipermainkan, tidak harus disertai dengan kas yang diterima atau dikeluarkan oleh perusahaan tersebut.

Tata Kelola Perusahaan meliputi berbagai pengendalian dan prosedur yang memberi keyakinan yang lebih tinggi bahwa manajer bertindak atas kepentingan para pemegang saham, melalui jumlah dan kualitas informasi yang diungkapkan ke pihak luar. Menurut Wahyudi Prakarsa (2007) dalam Syarah (2011), tata kelola perusahaan merupakan mekanisme administratif yang mengatur hubungan antara atribut ekonomi perusahaan yaitu manajemen perusahaan, komisaris, direksi, pemegang saham, dan kelompok *stakeholders*. Prinsip mekanisme tata kelola perusahaan yang harus diterapkan pada perusahaan, secara umum terdiri dari lima prinsip. Kelima prinsip tersebut antara lain adalah *transparency*, *accountability*, *responsibility*, *independency*, *fairness*.

Menurut Surya dan Yustiayandana (2006), istilah komisaris independen atau direksi independen menunjukkan keberadaan mereka sebagai wakil dari pemegang saham independen (minoritas) dan juga mewakili kepentingan investor. Menurut Murdaningsih (2009), dalam mengelola perusahaan sesuai dengan mekanisme tata kelola perusahaan yang baik, komisaris independen memiliki peran yang cukup besar dalam mengawasi jalannya perusahaan agar memenuhi prinsip-prinsip *good corporate governance* yaitu transparansi, kemandirian, akuntabilitas dan kewajaran. Konsentrasi kepemilikan dalam penelitian ini dilihat dari konsentrasi kepemilikan oleh publik. Menurut Wicaksono (2002), pemegang saham publik, meskipun biasanya merupakan pemegang saham minoritas dalam suatu perusahaan juga memiliki kepentingan terhadap perusahaan.

### Tata Kelola Perusahaan dan Likuiditas Pasar

Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa mekanisme tata kelola perusahaan yang lebih baik (seperti komisaris independen), cenderung meningkatkan kualitas dan frekuensi informasi yang dirilis oleh manajemen, sehingga mengurangi asimetri informasi. Dalam penelitian yang dilakukan Beasley (1996) ditunjukkan bahwa komisaris independen (*board independence*) mengurangi tindakan penipuan laporan keuangan. Chen dan Jaggi (2000) menemukan bahwa di Hong Kong, jumlah komisaris independen (*board independence*) dalam suatu perusahaan berhubungan positif dengan kelengkapan pengungkapan keuangan. Penelitian yang dilakukan oleh Patelli dan Prencipe (2007) menunjukkan bahwa *board independence* berhubungan secara positif dengan tingkat pengungkapan sukarela dalam pengaturan pasar saham di Italia.

Penelitian oleh Levesque dkk (2010) menunjukkan bahwa pasar menghubungkan tingkat asimetri informasi yang rendah dengan perusahaan dengan proporsi *board independence* dari luar perusahaan yang lebih besar. Penelitian yang dilakukan oleh Bhide (1993) dan Lev (1988) menunjukkan bahwa kehadiran *blockholders* akan mengurangi likuiditas pasar, karena pelaku pasar dan investor cenderung untuk melihat risiko asimetri informasi yang lebih tinggi. Dengan adanya *blockholders* yang memiliki pengaruh yang signifikan dalam suatu perusahaan, mekanisme tata kelola perusahaan yang efektif (keberadaan komisaris independen dan kepemilikan publik) menjadi lebih penting perannya, karena *blockholders* tersebut dianggap dapat meningkatkan risiko asimetri informasi.

Investor melihat bahwa kualitas tata kelola perusahaan yang baik merupakan indikator resiko untuk perdagangan terhadap *traders* yang memiliki informasi yang lebih baik, sehingga sangatlah wajar untuk mengharapkan hubungan yang positif antara kualitas tata kelola perusahaan dengan volume perdagangan. Apabila terdapat konsentrasi kepemilikan yang cukup tinggi, hubungan ini mungkin saja berubah. Mekanisme tata kelola perusahaan yang baik (komisaris independen dan kepemilikan publik) merupakan elemen penting untuk mengurangi resiko asimetri informasi yang timbul dari *blockholders*, dimana *blockholders* ini memiliki akses khusus ke informasi unggulan dibandingkan dengan investor luar. Kepemilikan publik juga lebih berperan dalam semakin sering atau tidaknya saham perusahaan diperdagangkan di pasar saham, karena tujuan mereka adalah investasi. Berdasarkan penjelasan di atas, dugaan atau perkiraan pertama dan kedua dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1: *Komisaris independen berpengaruh positif terhadap volume perdagangan saham.*

H2: *Kepemilikan publik berpengaruh positif terhadap volume perdagangan saham.*

### Manajemen Laba dan Likuiditas Pasar

Tingkat manajemen laba yang lebih tinggi akan meningkatkan asimetri informasi antara pihak internal dan pihak eksternal yang diakibatkan oleh berkurangnya keandalan laba yang dilaporkan dalam laporan keuangan perusahaan sehingga sebagai akibatnya meningkatkan ketidakpastian bagi investor tentang arus kas masa depan. Oleh karena itu, manajemen laba berpotensi dalam memberikan dampak negatif dalam likuiditas pasar saham. Menurut Kim dan Verrecchia (1994) tujuan utama para ahli adalah untuk memaksimalkan perputaran modal mereka, sehingga *market makers* tidak diharapkan untuk terlalu memusatkan perhatian mereka pada profil kualitas laba perusahaan. *Market makers* sebaiknya lebih fokus pada indikator seperti mekanisme tata kelola perusahaan yang memberi kemudahan untuk mengidentifikasi mengenai risiko perdagangan dengan *better informed investors*.

Ketika terdapat konsentrasi kepemilikan yang tinggi, manajer akan diawasi secara lebih ketat oleh pemegang saham *block (blockholders)* sehingga dengan adanya pengawasan tersebut akan dapat mengurangi insentif penerapan kebijakan manajemen laba. Menurut Bar-Yosef dan Prencipe (2013), selama analisis keuangan mempertimbangkan manajemen laba sebagai indikator

risiko asimetri informasi melebihi karakteristik tata kelola perusahaan, maka akan ada hubungan tidak langsung negatif antara tingkat manajemen laba dan volume perdagangan, meskipun sifatnya tidak *univocal*.

Berbeda dengan penelitian Bar-Yosef dan Prencipe (2013), penelitian oleh Barron (1995) dan Karpoff (1986) menemukan bahwa dengan meningkatkan ketidakpastian bagi investor mengenai arus kas masa depan perusahaan, manajemen laba berpotensi meningkatkan pertentangan di antara investor dengan menyebabkan perbedaan keyakinan dalam mengikuti pengungkapan berita akuntansi oleh perusahaan. Studi empiris terbaru oleh D' Augusta, Bar- Yosef, dan Prencipe (2012), menunjukkan bahwa tingkat konservatisme pelaporan yang lebih rendah (yang dapat dianggap proksi untuk kualitas laba) cenderung meningkatkan perselisihan antar investor menyusul pengumuman laba.

Penelitian yang dilakukan oleh Bar-Yosef dan Prencipe (2013) menghasilkan hubungan positif antara manajemen laba dan volume perdagangan saham, dimana hal ini dapat terjadi karena adanya pertentangan antar investor. Apabila pengumuman laba menunjukkan laba yang lebih rendah, maka akan merugikan investor sehingga investor akan berpikir untuk menjual sahamnya, dengan kata lain manajemen laba dapat berdampak pada volume perdagangan yang lebih tinggi (daripada volume perdagangan yang lebih rendah). Berdasarkan penjelasan diatas, maka dugaan atau perkiraan ketiga dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H3: *Manajemen laba berpengaruh positif terhadap volume perdagangan saham.*

## METODE PENELITIAN

### Variabel Penelitian

Variabel dependen atau variabel yang dipengaruhi dalam penelitian ini adalah likuiditas pasar saham. Likuiditas pasar saham dalam penelitian ini diprosikan dengan volume perdagangan saham. Dalam penelitian ini volume perdagangan (*trading volume*) diukur dengan mengacu pada penelitian Foster (1986), yaitu melalui indikator aktivitas volume perdagangan saham (*Trading Volume Activity/TVA*). Rumusnya adalah sebagai berikut:

$$TVA_{i,t} = \frac{\text{Saham perusahaan } i \text{ yang di perdagangan pada waktu } t}{\text{Saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

Variabel independen dalam penelitian ini adalah tata kelola perusahaan dan manajemen laba. Proksi dari mekanisme tata kelola perusahaan dalam penelitian ini antara lain adalah komposisi dari dewan komisaris independen dan kepemilikan saham oleh publik. Komisaris Independen dalam penelitian ini diukur berdasarkan penelitian Bar-Yosef dan Prencipe (2013), yaitu dengan rasio komisaris independen terhadap total anggota dewan komisaris dalam perusahaan. Kepemilikan publik diukur berdasarkan penelitian Bar-Yosef dan Prencipe (2013) yaitu dengan presentase agregat saham yang dimiliki oleh pemegang saham publik.

Penelitian ini menggunakan *discretionary accrual model modified Jones* (1991) untuk mengukur tingkat manajemen laba perusahaan yang dijadikan sampel penelitian. Pengukuran model *modified Jones* memiliki empat tahap yaitu sebagai berikut:

- 1) menghitung total akrual dengan menggunakan pendekatan aliran kas

$$TAC_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$$

Dimana:

$$TAC_{it} = \text{Total akrual perusahaan } i \text{ pada tahun } t$$

$$NI_{it} = \text{Laba bersih setelah pajak perusahaan } i \text{ pada tahun } t$$

$$CFO_{it} = \text{Aliran kas dari aktivitas operasi perusahaan } i \text{ pada tahun } t$$

- 2) menentukan koefisien regresi dari total akrual



$$TAC_{it}/Asset_{it-1} = \beta_1 (1/Asset_{it-1}) + \beta_2 (\Delta Rev_{it}/Asset_{it-1}) + \beta_3 (PPE_{it}/Asset_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

Dimana :

$Asset_{it-1}$  = Total aset perusahaan i pada tahun t-1

$\Delta Rev_{it}$  = Perubahan pendapatan perusahaan i antara tahun t dan tahun t-1

$PPE_{it}$  = Nilai perolehan aktiva tetap perusahaan i pada tahun t

$\varepsilon_{it}$  = *Error item*

- 3) menentukan *nondiscretionary accrual*. Ketiga koefisien yang dihasilkan oleh regresi tahap kedua, kemudian digunakan untuk memprediksi *nondiscretionary accruals*.

$$NDAC_{it}/Asset_{it-1} = \beta_1 (1/Asset_{it-1}) + \beta_2 [(\Delta Rev_{it}-\Delta Rec_{it})/Asset_{it-1}] + \beta_3 (PPE_{it}/Asset_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

Dimana :

$NDAC_{it}$  = *Nondiscretionary accruals* perusahaan i pada tahun t

$\Delta Rec_{it}$  = Perubahan piutang pada perusahaan i antara tahun t dan tahun t-1

- 4) menentukan *discretionary accrual*.

$$DAC_{it} = TAC_{it}/Asset_{it-1} - NDAC_{it}$$

Dimana :

$DAC_{it}$  = *Discretionary accruals* perusahaan i pada tahun t

Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah *leverage* dan ROA. Menurut Amihud dan Mendelson (2012), rasio *leverage* perusahaan dapat berhubungan dengan likuiditas pasar. Rasio *leverage* dalam penelitian ini dihitung dengan membandingkan total hutang terhadap total aset. Menurut Kasmir (2003), ROA merupakan rasio untuk mengukur kemampuan manajemen dalam menghasilkan pendapatan melalui pengelolaan aset. ROA diukur dengan membandingkan laba bersih sebelum pajak terhadap total aset.

### Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2009-2011. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu penentuan sampel berdasarkan kesesuaian pada karakteristik atau kriteria tertentu. Kriteria penentuan sampel dengan menggunakan *purposive sampling* adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2009 sampai 2011.
2. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan konsolidasi yang berakhir pada tanggal 31 Desember selama periode pengamatan tahun 2009, 2010, dan 2011.
3. Perusahaan yang menyajikan laporan keuangan dalam satuan mata uang rupiah pada tahun 2009, 2010, dan 2011.
4. Perusahaan yang melakukan perdagangan saham (*trading*) pada tahun 2009, 2010, dan 2011.
5. Perusahaan yang memiliki data yang lengkap dan relevan mengenai data keuangan, komposisi dewan komisaris, dan komposisi pemegang saham.

### Metode Analisis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda menurut Ghazali (2005). Model regresi berganda yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$VOL_{it} = \alpha + \beta_1 IND_{it} + \beta_2 OWN_{it} + \beta_3 DCA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

$VOL$  = Volume Perdagangan Saham (TVA)

- IND = Komisaris Independen (rasio komisaris independen terhadap total anggota dewan komisaris)  
 OWN = Kepemilikan Publik (presentase agregat saham yang dimiliki pemegang saham publik)  
 DCA = *Discretionary accruals*  
 LEV = *Leverage* (rasio total hutang terhadap total aset)  
 ROA = *Return on assets* (laba sebelum pajak dibagi total aset)  
 i = Perusahaan  
 t = Tahun  
 $\varepsilon$  = *Error item*  
 $\alpha$  = Konstanta  
 $\beta_1 - \beta_5$  = Koefisien regresi

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Deskripsi Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2011. Pengambilan sampel penelitian dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* sehingga diperoleh sampel sebanyak 177 perusahaan yang dapat dilihat pada tabel 1.

**Tabel 1**  
**Sampel Penelitian**

Tahapan <i>purposive sampling</i>	2009	2010	2011	Total
Perusahaan manufaktur yang listing di BEI	139	133	139	411
Tidak tersedia laporan keuangan konsolidasi	(52)	(17)	(15)	(84)
Tidak dalam rupiah	(9)	(9)	(9)	(27)
Tidak melakukan <i>trading</i> di tahun t	(9)	(14)	(9)	(32)
Tidak terdapat data komisaris independen	(1)	(0)	(2)	(3)
	<b>68</b>	<b>93</b>	<b>104</b>	<b>265</b>
<i>Outlier</i>	(20)	(33)	(35)	(88)
<b>Jumlah</b>	<b>48</b>	<b>60</b>	<b>69</b>	<b>177</b>

Sumber: Data Sekunder yang diolah, tahun 2013

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa data kuantitatif yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia ([www.idx.com](http://www.idx.com)). Data mengenai komposisi dewan komisaris maupun direksi diperoleh dari Laporan Tata Kelola Perusahaan yang menjadi sampel, data laporan keuangan tahunan dan konsolidasi di dapat dari Bursa Efek Indonesia. Beberapa data juga diperoleh dari pencarian informasi secara manual di Pojok BEI Undip.

### Deskripsi Variabel

Tabel 2 menunjukkan analisis statistik deskriptif dengan jumlah sampel 177 perusahaan. Reaksi investor yang diukur dengan *Trading Volume Activity* (TVA) menghasilkan nilai rata-rata sebesar 36,36% dari jumlah saham yang beredar. Nilai volume perdagangan saham terendah adalah sebesar 0,04% dan nilai volume perdagangan saham tertinggi adalah sebesar 275,89%. Nilai standar deviasi diperoleh sebesar 53,04% yang menunjukkan cukup besarnya variasi volume perdagangan saham yang dimiliki perusahaan sampel.

Rata-rata dewan komisaris independen (INDEP) dari perusahaan sampel diperoleh sebesar 39,45% dari seluruh jumlah dewan komisaris. Kondisi demikian menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan-perusahaan sampel telah memenuhi syarat minimal 30% anggota dewan komisaris independen. Jumlah terendah adalah sebesar 20,00% dan jumlah tertinggi mencapai 67,00%. Nilai

standar deviasi diperoleh sebesar 0,0928 yang menunjukkan kecilnya variasi dari proporsi dewan komisaris independen pada perusahaan sampel.

Kepemilikan saham oleh publik (OWN) menunjukkan rata-rata sebesar 19,3583%. Jumlah kepemilikan saham oleh publik yang paling rendah adalah sebesar 0,860% dan jumlah tertinggi adalah 49,90%. Nilai standar deviasi diperoleh sebesar 12,7790 yang menunjukkan kecilnya variasi kepemilikan saham publik pada perusahaan sampel.

Rata-rata manajemen laba yang diukur dengan nilai *discretionary accruals* model *modified Jones* diperoleh rata-rata sebesar 0,0173. Nilai minimum dari manajemen laba adalah sebesar -0,3859 yang menunjukkan kecilnya tindakan menurunkan laba, sedangkan nilai manajemen laba tertinggi adalah sebesar 1,2358 yang menunjukkan adanya manajemen laba dari selisih aktual estimasi akrual yang seharusnya diperoleh perusahaan.

Data variabel kontrol *leverage* perusahaan yang diukur dengan menggunakan *debt to total aset* menunjukkan rata-rata sebesar 0,4941. Nilai terendah dari LEV adalah sebesar 0,0739 dan nilai LEV tertinggi adalah 1,8702. *Return On Assets* (ROA) menunjukkan rata-rata sebesar 0,1133. Nilai ROA tersebut menunjukkan bahwa perusahaan secara rata-rata mampu mendapatkan laba bersih hingga 11,33% dari total aset yang dimiliki perusahaan. Nilai terendah dari ROA adalah sebesar -0,2817 dan nilai ROA tertinggi adalah 0,5967.

**Tabel 2**  
**Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
TV	177	0.0004	2.7589	0.3636	0.5304
INDEP	177	0.2000	0.6700	0.3945	0.0928
OWN	177	0.8600	49.9000	19.3583	12.7790
DCA	177	-0.3859	1.2358	0.0173	0.1449
LEV	177	0.0739	1.8702	0.4941	0.2634
ROA	177	-0.2817	0.5967	0.1133	0.1346
Valid N (listwise)	177				

Sumber: Data sekunder yang diolah, tahun 2013

### Pembahasan Hasil Penelitian

Model regresi dalam penelitian ini dinyatakan lolos dari semua Uji Asumsi Klasik, yaitu Uji Normalitas, Uji Multikolonieritas, Uji Autokorelasi, dan Uji Heteroskedastisitas. Transformasi variabel OWN ke dalam bentuk Ln.OWN dilakukan untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas.

Hasil dari uji koefisien determinasi ( $R^2$ ) diperoleh nilai koefisien determinasi (*Adjusted R Square*) sebesar 0,120. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan variabel independen yaitu antara lain komisaris independen, kepemilikan publik dan manajemen laba, serta dikontrol oleh variabel *leverage* dan ROA, dalam menjelaskan volume perdagangan saham adalah sebesar 12,0%. Sisanya yaitu sebesar 88,0% (diperoleh dari 100% dikurangi 12,0%), dipengaruhi oleh variabel lain selain di dalam model.

Hasil dari uji signifikansi simultan (Uji Statistik F) diperoleh nilai F hitung dari model adalah 5,802 dengan nilai probabilitas sebesar 0,000. Nilai probabilitas ini lebih kecil dari tingkat kesalahan dalam penelitian ini yaitu sebesar 0,05. Hal ini berarti bahwa variabel independen (komisaris independen, kepemilikan publik, dan manajemen laba) memiliki pengaruh secara simultan terhadap variabel dependen (volume perdagangan saham), dengan kata lain model regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah tepat.

Uji statistik t digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil pengujian hipotesis tersebut dapat dilihat pada Tabel 3.



**Tabel 3**  
**Hasil Uji Hipotesis**

Variabel	Standardized Beta	T	Sig
INDEP	-.017	-.243	.808
Ln.OWN	.325	4.590	.000*
DCA	.073	1.009	.314
LEV	-.163	-2.118	.036*
ROA	-.181	-2.379	.018*
F	5.802*		
R <sup>2</sup>	0.145		
Adjusted R <sup>2</sup>	0.120		

\* signifikan pada 0,05

Sumber: Data sekunder yang diolah, tahun 2013

Pengujian hipotesis pada tabel 3 menunjukkan bahwa dalam model regresi, hanya variabel kepemilikan publik (Ln.OWN), *leverage* (LEV), *return on assets* (ROA), yang secara signifikan mempengaruhi volume perdagangan saham. Level signifikansi pada pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah 5% atau 0,05. Hal ini dapat dilihat dari probabilitas signifikansi untuk variabel Ln.OWN sebesar 0,000 ( $p < 0,05$ ), variabel LEV sebesar 0,036 ( $p < 0,05$ ), dan variabel ROA sebesar 0,018 ( $p < 0,05$ ). Berdasarkan hasil tersebut, maka **H2 berhasil diterima**. Hasil ini menjelaskan bahwa jika perusahaan memiliki tingkat kepemilikan saham oleh publik yang semakin tinggi, maka akan memiliki volume perdagangan saham yang semakin besar pula. Menurut Wicaksono (2002), pemegang saham dari kalangan publik memiliki karakteristik dengan tujuan investasi. Pemegang saham publik yang semakin banyak mengindikasikan bahwa kegiatan investasi perusahaan di pasar saham terjadi secara aktif. Kegiatan investasi ini dapat terlihat dari saham yang semakin aktif diperdagangkan di pasar saham yang diukur dari volume perdagangan saham yang semakin meningkat.

Komisaris independen (INDEP) ditemukan tidak berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan saham. Hal ini dapat dilihat dari probabilitas signifikansi untuk variabel INDEP sebesar 0,808 ( $p > 0,05$ ). Berdasarkan hasil tersebut, maka **H1 gagal diterima**. Tidak adanya pengaruh yang signifikan dari proporsi komisaris independen terhadap volume perdagangan saham mencerminkan bahwa keberadaan komisaris independen dalam kuantitas tidak dipandang sebagai sesuatu yang istimewa, melainkan kualitas dari anggota komisaris independen tersebut. Dengan kata lain investor mungkin akan cenderung lebih tertarik apabila komisaris independen secara kualitas juga menunjukkan kinerja yang baik. Cara pandang tersebut nampaknya menunjukkan bahwa masih banyak investor perusahaan yang kurang mengenal sosok komisaris independen pada perusahaan dimana mereka berinvestasi sehingga jumlah keaggotaan komisaris independen kurang dinilai secara positif.

Manajemen laba (DCA) ditemukan tidak berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan saham. Hal ini dapat dilihat dari probabilitas signifikansi untuk variabel DCA sebesar 0,314 ( $p > 0,05$ ). Berdasarkan hasil tersebut, maka **H3 gagal diterima**. Indikasi manajemen laba bagi sekelompok investor dapat menjadi hal yang sulit diidentifikasi, karena dasar penilaian kinerja responden berasal dari laporan keuangan. Karena hanya mengandalkan laporan keuangan, maka investor dalam beberapa hal akan sulit untuk menyimpulkan apakah manajemen perusahaan melakukan manajemen laba atau tidak. Kemungkinan lain untuk tidak adanya pengaruh yang signifikan dari manajemen laba yaitu karena dalam penelitian ini pengaruh manajemen laba terhadap volume perdagangan saham dilakukan bersamaan dengan mekanisme tata kelola perusahaan, sehingga manajemen laba tidak terlalu dipandang sebagai resiko asimetri informasi oleh para investor. Investor cenderung menjadikan mekanisme tata kelola perusahaan sebagai salah satu cara mengukur resiko asimetri informasi.

## KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

### Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh mekanisme tata kelola perusahaan dan manajemen laba terhadap volume perdagangan saham, yang dikontrol oleh *Leverage* dan *Return on Assets* (ROA). Komisaris Independen diperoleh tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap volume perdagangan saham. Jumlah komposisi komisaris independen belum bisa menghilangkan resiko asimetri informasi, karena yang dapat mengurangi asimetri informasi adalah kualitas dan independensi dari dewan komisaris itu sendiri.

Konsentrasi kepemilikan yang dilihat dari kepemilikan publik diperoleh memiliki pengaruh yang signifikan terhadap volume perdagangan saham dengan arah positif. Perusahaan dengan kepemilikan saham publik yang lebih tinggi akan memiliki volume perdagangan saham yang lebih besar. Hal ini dikarenakan tujuan utama dari pemegang saham publik adalah untuk investasi.

Manajemen laba diperoleh tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap volume perdagangan saham. Ketika manajemen laba disandingkan dengan tata kelola perusahaan untuk meneliti pengaruhnya terhadap volume perdagangan saham, investor akan lebih fokus pada mekanisme tata kelola perusahaan sebagai resiko asimetri informasi dibandingkan dengan manajemen laba. Hal ini dapat terjadi karena *market makers* tidak bergantung pada laporan keuangan dan analisis fundamental, melainkan resiko asimetri informasi yang dapat terjadi.

### Keterbatasan dan Saran

Keterbatasan yang teridentifikasi dalam penelitian ini antara lain sebagai berikut: 1) Model *modified Jones* belum sepenuhnya dapat memisahkan komponen akrual non diskresioner dan akrual diskresioner dengan tepat; 2) Masih pendeknya periode pengamatan dari perusahaan sampel mungkin dapat menjadikan estimasi manajemen laba menjadi kurang baik; 3) Pengukuran dewan komisaris independen dengan menggunakan proporsi dewan komisaris independen belum dapat dijadikan sebagai pengukuran yang tepat dalam menilai kemampuan dan independensi komisaris.

Berdasarkan keterbatasan tersebut maka saran yang diberikan adalah: 1) Pengukuran manajemen laba sebaiknya menggunakan model selain *modified Jones* yang lebih cocok digunakan untuk penelitian yang berhubungan dengan investasi saham; 2) Saran bagi penelitian selanjutnya, sebaiknya periode penelitian diperpanjang menjadi bukan hanya tiga tahun agar memungkinkan estimasi manajemen laba yang lebih baik; 3) Penelitian ini belum memberikan informasi seberapa jauh peran komisaris independen di dalam mengurangi konflik keagenan dan asimetri informasi antar investor. Oleh karena itu, kemampuan dan keahlian dari anggota komisaris independen pada masing-masing perusahaan selayaknya menjadi pertimbangan bagi perusahaan yang *go public*.

## REFERENSI

- Amihud, Y., & Mendelson, H. 2012. "Liquidity, the value of the firm, and corporate finance". *Journal of Applied Corporate Finance*, 24, 17-32.
- Ang, Robert. 1997. Buku Pintar Pasar Modal Indonesia. Jakarta: Media Staff Indonesia.
- Barron, O. E. (1995). "Trading volume and belief revisions that differ among individual analysts". *Accounting Review*, 70, 581-597.
- Bar-Yosef, S., & Prencipe, A. 2013. "The Impact of Corporate Governance and Earnings Management on Stock Market Liquidity in a Highly Concentrated Ownership Capital Market". *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28(3), 292-316.
- Bhide, A. 1993. "The hidden cost of stock market liquidity". *Journal of Financial Economics*, 34, 31-51.
- Chen, C. J. P., & Jaggi, B. 2010. "Association between independent non-executive director, family control and financial disclosure in Hong Kong". *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, 285-310.

- D'Augusta, C., Bar-Yosef, S., & Prencipe, A. 2012. "Conservative reporting and investors' divergence of opinion". Didapat dari [http:// papers.ssrn.com/ sol3/ papers.cfm? abstract\\_id =2144294](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2144294).
- Foster, George. 1986. "Financial Statement Analysis". New Jersey: Prentice-Hall Englewood Cliffs.
- Ghozali, Imam, 2005. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS. Edisi Ketiga, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Indarti, Iin, & Mulyani, Desti. 2011. "Analisis Perbandingan Harga Saham dan Volume Perdagangan Saham Sebelum dan Sesudah Stock Split". Aset, Vol. 13, No. 1, hal 57-63.
- Karpoff, J. M. 1986. "A theory of trading volume". *Journal of Finance*, 41, 1069-1087.
- Kasmir dan Jakfar. 2003. Studi Kelayakan Bisnis. Kencana Prenada Media Group, Jakarta.
- Kim, O., & Verrecchia, R. E. 2001. "The relation among disclosure, returns, and trading volume information". *Accounting Review*, 76, 633-654.
- Krisnilawati, Monica. 2007. "Analisis Pengaruh Likuiditas Obligasi, Coupon dan Jangka Waktu Jatuh Tempo Obligasi Terhadap Perubahan Harga Obligasi di Bursa Efek Surabaya". Tesis. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Lev, B. 1988. "Toward a theory of equitable and efficient accounting policy". *Accounting Review*, 63, 1-22.
- Levesque, T. J., Libby, T., Mathieu, R., & Robb, S. W. G. 2010. "The effects of director monitoring on bid-ask spreads". *Journal of International Accounting Research*, 9, 45-65.
- Murdningsih, Retno. 2009. "Komisaris Independen & Independensi Komisaris". <http://www.jiwasaraya.co.id>. Diakses bulan November 2013.
- Patelli, L., & Prencipe, A. 2007. "The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholders". *European Accounting Review*, 16, 5-33.
- Pertiwi, Diah Ayu. 2010. "Analisis Pengaruh Earning Management terhadap Nilai Perusahaan dengan Peranan Praktik Corporate Governance sebagai Moderating Variabel pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2008". Skripsi. Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Prencipe, A., & Bar-Yosef, S. 2011. "Corporate Governance and earning management in family-controlled companies". *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26, 199-227.
- Rachmawati, dkk. 2006. "Pengaruh Asimetri Informasi terhadap Praktik Manajemen Laba pada Perusahaan Perbankan Publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta". Simposium Nasional Akuntansi IX., Padang.
- Scott, W. R. 2000. Financial Accounting Theory, 2nd edition. Prentice Hall Canada Inc.
- Sulistyanto, Sri. 2008. Manajemen Laba: Teori Dan Model Empiris. Jakarta: Grasindo.
- Surya, Indra, & Yustiavandana, Ivan. 2006. Penerapan Good Corporate Governance : Mengesampingkan Hak-Hak Istimewa demi Kelangsungan Usaha. Halaman 133. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Syarah, Heni Tambunan. 2011. "Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance terhadap Manajemen Laba pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia". Skripsi. Fakultas Ekonomi, Universitas Sumatera Utara, Medan.
- Von Wyss, Rico. 2004. "Disertation: Measuring and Predicting Liquidity in Stock Market". Swiss. Universitate Saint Gallen.
- Wicaksono, Adhi Anjar. 2002. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales dan Total Hutang/Total Aset terhadap Nilai Perusahaan yang telah Go Public dan tercatat di Bursa Efek Jakarta". Tesis. Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro, Semarang.