

**PENGARUH MANAJEMEN LABA, UKURAN PERUSAHAAN DAN
LEVERAGE TERHADAP RETURN SAHAM DENGAN KEBIJAKAN
DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

AKHMAD SIGIT ADIWIBOWO
Universitas Pamulang
Email : akhmad.s.adiwibowo@gmail.com

ABSTRAK

The purpose of this research to obtain empirical evidence effect Earning Management, Size and Leverage effect to Stock Return and Dividend Policy can moderating effect Earning Management, Size and Leverage to Stock Return. The Population in this study are all manufacturing companies listed on the Indonesian Stock Exchange (BEI) the periode 2010-2012. Sampling method performed with purposive sampling method, the number of samples is 162 samples of 56 manufacturing companies. Data analysis used simple regresion analysis and moderated regression analysis. The result show that: (1) Earning Management is not significantly effect on Stock Return. (2) Dividen Policy able to significantly moderate the effect of Earning Management on Stock Return. (3) Size is significantly effect on Stock Return. (4) Dividen Policy is not able to significantly moderate the effect of Size on Stock Return. (5) Leverage is significantly effect on Stock Return. (6) Dividen Policy able to significantly moderate the effect of Size on Stock Return.

Keyword: Earning, Size, Leverage, Return

1. PENDAHULUAN

Ekspetasi dari para investor atau pemegang saham terhadap investasinya adalah memperoleh *return* (tingkat pengembalian) sebesar-besarnya dengan risiko tertentu. *Return* saham tersebut dapat berupa *capital gain* ataupun dividen. *Return* tersebut yang menjadi indikator untuk meningkatkan *wealth* para investor, termasuk di dalamnya para pemegang saham. Investor akan sangat senang apabila mendapatkan *return* saham yang semakin tinggi dari waktu ke waktu. Oleh karena itu, investor dan investor potensial memiliki kepentingan untuk mampu memprediksi berapa besar investasi mereka.

Besar kecilnya *return* saham dipengaruhi oleh beberapa faktor di antaranya adalah Manajemen Laba (Sonia Sayari, Fayçal Mraihi, Alain Finet dan Abdelwahed Omri, 2003), Ukuran Perusahaan (Mathijs A. Van Dijk, 2011), *Leverage* (Roberta Adamia, Orla Goughb, Gulnur Muradogluc dan Sheeja Sivaprasad, 2010) dan Kebijakan Dividen (Zuriawati Zakaria, Joriah Muhammad dan Abdul Hadi Zulkifli, 2012)

Salah satu faktor yang mempengaruhi *Return Saham* adalah Manajemen Laba. Manajemen laba atau *earnings management* merupakan suatu kondisi dimana pihak manajemen ternyata tidak berhasil mencapai target laba yang ditentukan, maka manajemen akan memanfaatkan keleluasaan yang diperbolehkan oleh standar akuntansi dalam menyusun laporan keuangan untuk memodifikasi laba yang dilaporkan. Manajemen termotivasi untuk memperlihatkan kinerja yang baik dalam menghasilkan nilai atau keuntungan maksimal bagi perusahaan sehingga manajemen cenderung memilih dan menerapkan kebijakan akuntansi yang dapat memberikan informasi laba lebih baik (Healy dan Wahlen, 1998).

Bartov, Givoly dan Hayn (2002) melakukan penelitian mengenai fenomena *Meeting or Beating Earning Expectations (MBE)*, dimana untuk mendapatkan laba yang diharapkan investor, manajemen perlu melakukan pengaturan terhadap pencapaian laba (*earning management*). Penelitian ini menunjukkan bahwa *return* saham akan naik apabila laba yang dicapai perusahaan sesuai atau lebih besar dari laba yang diharapkan begitu pula sebaliknya, sehingga dapat disimpulkan bahwa manajemen laba berpengaruh terhadap *return* saham.

Skinner dan Sloan (2002) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *return* saham yang rendah dipengaruhi oleh informasi laba dalam laporan keuangan. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan hasil penelitian Lakonishok, Shleifer dan Vishny (1994) yang berpendapat bahwa meningkatnya *return* saham dikarenakan investor optimis terhadap pencapaian laba di masa depan, sehingga apabila laba aktual tidak sesuai dengan laba yang diharapkan, maka *return* saham akan turun.

Selain informasi mengenai laba, terdapat beberapa variabel yang mempengaruhi *return* saham, salah satunya adalah faktor ukuran perusahaan. Faktor ini merupakan salah satu faktor penting dalam pembentukan *return* saham (Hou dan Dijk, 2008). Soleman (2008) menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan akan mencerminkan perusahaan mempunyai kemampuan yang semakin besar untuk dapat membiayai kebutuhan dananya (kesempatan investasi) pada masa yang akan datang. Sehingga dapat dikatakan bahwa ukuran perusahaan dapat memberikan pengaruh positif bagi investasi. Apabila ukuran perusahaan besar, maka semakin besar pula pendapatan yang dihasilkan dan laba perusahaan akan semakin besar dan tentu akan memberikan *return* yang cukup besar bagi pemegang saham. Pernyataan tersebut didukung oleh Lauterbach dan Vaninsky (1999) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai ukuran besar secara khas mempunyai *net income* yang lebih besar daripada perusahaan dengan ukuran kecil. Kemampuan *net income* yang lebih besar diharapkan memberikan laba yang lebih besar bagi pemilik perusahaan.

Berk, Green, and Naik (1999), melakukan analisis mengenai model keputusan investasi dimana hubungan antara ukuran perusahaan dengan *return* saham terbentuk secara alami. Berk *et. al.*, menyatakan bahwa risiko sistematis suatu perusahaan dan *return* saham dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Penelitian Kewei Hou and Mathijs A. Van Dijk (2008), menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempengaruhi *return* saham. Kedua penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Fama dan French (1992) yang

memberikan kesimpulan bahwa *size* dan *book-to-market equity* berpengaruh signifikan terhadap *return*.

Selain manajemen laba dan ukuran perusahaan sebagai variabel yang dapat mempengaruhi *return* saham, *leverage* menarik untuk dijadikan sebagai salah satu variabel independen dalam penelitian ini. *Leverage* mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajiban finansialnya yang terdiri dari utang jangka pendek dan utang jangka panjang. Modigliani dan Miller (MM) (1958) menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tergantung pada struktur modalnya. MM berpendapat bahwa meningkatnya *leverage* akan meningkatkan risiko saham, sehingga investor akan meminta *return* yang lebih tinggi. *Leverage* yang semakin besar mengindikasikan bahwa tingkat ketidakpastian (*uncertainty*) dari *return* yang akan diperoleh akan semakin tinggi, tetapi pada saat yang sama hal tersebut juga akan memperbesar jumlah *return* yang diperoleh (Syamsudin, 2004). Menurut Warsono (2003), kenaikan *leverage* juga akan meningkatkan risiko dan arus pendapatan bagi pemegang saham biasa. Risiko tersebut berupa ketidakpastian dalam hubungannya dengan kemampuan perusahaan membayar kewajiban tetapnya. Risiko yang tinggi menyebabkan harga saham menjadi rendah, sedangkan hasil pengembalian yang lebih tinggi akan menyebabkan harga saham menjadi lebih tinggi, dengan asumsi faktor-faktor lain tidak berubah. Penelitian Roberta Adami *et. al* (2010) menyebutkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *leverage* terhadap *return*. Semakin tinggi *leverage*, maka akan semakin rendah *return*. Penelitian tersebut konsisten dengan penelitian Penman *et. al* (2007) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *leverage* terhadap *return*.

Kebijakan dividen menarik digunakan sebagai variabel moderasi antara manajemen laba, ukuran perusahaan, *leverage* dan *return* saham dalam penelitian ini, karena nilai perusahaan yang maksimum dapat dicapai jika perusahaan memperhatikan *stockholder* atau pemegang saham dengan pencapaian tujuan *stockholder* perusahaan untuk mendapatkan keuntungan optimal. Kebijakan dividen menyangkut masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali di dalam perusahaan. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana internal. Jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana internal akan makin besar. Saat laba akan dibagi atau ditahan, tetap harus mempertimbangkan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham dan meningkatkan nilai perusahaan. Alfredo Mahendra (2011) dalam penelitiannya menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi, dimana penelitian tersebut menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh likuiditas, *leverage*, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

2. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Agency theory memiliki asumsi bahwa masing-masing individu sematamata termotivasi oleh kepentingan diri sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara principal dan agen. Pemegang saham sebagai pihak prinsipal mengadakan kontrak untuk memaksimalkan kesejahteraan dirinya dengan profitabilitas yang selalu meningkat. Agen termotivasi untuk memaksimalkan pemenuhan kebutuhan ekonomi dan psikologisnya antara lain dalam hal memperoleh investasi, pinjaman, maupun kontrak kompensasi. Masalah keagenan muncul karena adanya perilaku oportunistik dari agen, yaitu perilaku manajemen untuk memaksimalkan kesejahteraannya sendiri yang berlawanan dengan kepentingan prinsipal. Manajemen memiliki dorongan untuk memilih dan menerapkan metoda akuntansi yang dapat memperlihatkan kinerjanya yang baik untuk tujuan mendapatkan bonus dari prinsipal. Jensen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa jika kedua kelompok (agen dan prinsipal) tersebut adalah orang-orang yang berupaya memaksimalkan utilitasnya, maka alasan yang kuat untuk meyakini bahwa agen tidak akan selalu bertindak yang terbaik untuk kepentingan prinsipal. Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi biaya keagenan menjadi tiga kelompok, yaitu: (1) *the monitoring expenditure by the principal* adalah biaya pengawasan yang harus dikeluarkan oleh pemilik; (2) *the bonding cost* adalah biaya yang harus dikeluarkan akibat pemantauan yang harus dikeluarkan prinsipal kepada agen; (3) *the residual loss* adalah pengorbanan akibat berkurangnya kemakmuran prinsipal karena perbedaan keputusan antara prinsipal dan agen.

2.1.2. Asimetri Informasi

Asimetri informasi merupakan suatu keadaan dimana manajemen memiliki akses informasi atas prospek perusahaan yang tidak dimiliki oleh pihak luar perusahaan. *Agency theory* mengimplikasikan adanya asimetri informasi antara (agen) dengan pemilik (prinsipal).

Ada dua tipe asimetri informasi yaitu:

a. *Adverse selection*

Adverse selection adalah jenis asimetri informasi dimana salah satu pihak memiliki informasi lebih atas pihak lain. *Adverse selection* terjadi karena beberapa orang seperti manajemen perusahaan dan para pihak dalam (*insiders*) lainnya lebih mengetahui kondisi kini dan prospek ke depan suatu perusahaan daripada para investor.

b. *Moral Hazard*

Moral hazard adalah jenis asimetri informasi dimana salah satu pihak dapat mengamati tindakan-tindakan mereka dalam penyelesaian transaksi-transaksi mereka sedangkan pihak-pihak lainnya tidak. *Moral hazard* dapat terjadi karena adanya pemisahan pemilikan dengan pengendalian yang merupakan karakteristik kebanyakan perusahaan besar.

2.1.3. Teori Persinyalan (*Signalling Theory*)

Signalling theory menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi.

2.1.4. Return Saham

Return adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. Robert Ang (1997) menyatakan bahwa tanpa adanya keuntungan yang dapat dinikmati dari suatu investasi, tentunya pemodal tidak akan melakukan investasi yang pada akhirnya tidak ada hasilnya.

2.1.5. Manajemen Laba

Scott (2014) membagi cara pemahaman atas manajemen laba menjadi dua. Pertama, melihatnya sebagai perilaku oportunistik manajemen untuk memaksimalkan utilitasnya dalam menghadapi kontrak kompensasi, kontrak utang dan *political costs* (*oportunistic earnings management*). Kedua, dengan memandang manajemen laba dari perspektif *efficient contracting* (*Efficient Earnings Management*), dimana manajemen laba memberi manajemen suatu fleksibilitas untuk melindungi diri mereka dan perusahaan dalam mengantisipasi kejadian-kejadian yang tak terduga untuk keuntungan pihak-pihak yang terlibat dalam kontrak. Dengan demikian, manajemen dapat mempengaruhi nilai pasar saham perusahaannya melalui manajemen laba, misalnya dengan membuat perataan laba (*income smoothing*) dan pertumbuhan laba sepanjang waktu.

2.1.6. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah suatu skala atau nilai dimana perusahaan dapat diklasifikasikan besar kecilnya berdasarkan total aset, *log size*, nilai saham, dan lain sebagainya. Ukuran perusahaan dapat dinyatakan dalam total aset, penjualan dan kapitalisasi pasar. Jika semakin besar total aset, penjualan dan kapitalisasi pasarnya maka semakin besar pula ukuran perusahaan tersebut. Ketiga variabel tersebut dapat digunakan untuk menentukan ukuran perusahaan karena dapat mewakili seberapa besar ukuran perusahaan tersebut, misal semakin besar aset maka akan semakin banyak modal yang ditanam, semakin banyak penjualan maka semakin banyak perputaran uang dan semakin besar kapitalisasi pasar maka akan semakin besar pula perusahaan itu dikenal dalam masyarakat.

2.1.7. Leverage

Brigham dan Houston (2006) menyebutkan ada dua macam *leverage* dalam suatu perusahaan, yaitu *leverage* operasi (*operating leverage*) dan *leverage* keuangan (*financial leverage*). *Leverage* operasi merupakan suatu proporsi antara biaya tetap dan biaya variabel. Apabila sebagian besar biaya adalah biaya tetap,

maka perusahaan tersebut dikatakan memiliki tingkat *leverage* operasi yang tinggi, sehingga semakin tinggi tingkat *leverage* operasi akan semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi. *Leverage* keuangan (*financial leverage*) merupakan suatu ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap (utang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal perusahaan. Dalam penelitian ini yang dimaksud *leverage* adalah *leverage* keuangan (*financial leverage*).

2.1.8. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya akan mengurangi total sumber dana intern atau *internal financing* (Sartono, 2001). Laba ditahan merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayar kepada para pemegang saham (Riyanto, 2001). Dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan. Dividen dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) yaitu perbandingan antara *dividend per share (DPS)* dengan *earning per share (EPS)*. Keputusan mengenai jumlah laba yang ditahan dan dividen yang dibagikan diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (Robert Ang, 1997).

2.2. Pengembangan Hipotesis

Secara konseptual penelitian ini menguji pengaruh variabel Manajemen Laba, Ukuran Perusahaan dan *Leverage* terhadap *Return Saham* dengan Kebijakan Dividen sebagai variabel moderasi. Model penelitian yang diajukan ada dalam gambar 3.2. ini menggambarkan secara keseluruhan variabel yang diuji secara parsial dan keseluruhan.

2.2.1. Pengaruh Manajemen Laba terhadap *Return Saham*

Manajemen laba merupakan suatu tindakan yang dilakukan manajemen akibat dari keleluasaan yang diperbolehkan oleh Standar Akuntansi Keuangan. Salah satu motivasi manajemen perusahaan melakukan praktik manajemen laba adalah untuk mendapatkan laba yang diharapkan oleh investor (Scott, 2014). Pernyataan ini didasari oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Bartov, Givoly dan Hayn pada tahun 2002 dimana penelitian ini menyimpulkan bahwa untuk mendapatkan laba yang diharapkan investor, manajemen perlu melakukan pengaturan terhadap pencapaian laba (*earning management*). Penelitian ini menunjukkan bahwa *return* saham akan naik apabila laba yang dicapai perusahaan sesuai atau lebih besar dari laba yang diharapkan begitu pula sebaliknya, jika laba aktual lebih kecil dari laba yang diharapkan maka *return* saham akan turun, sehingga manajemen laba berpengaruh terhadap *return* saham.

Berdasarkan pembahasan di atas maka hipotesis dapat dirumuskan:

H1: Manajemen laba berpengaruh terhadap *return* saham

Kebijakan dividen menjadi pusat perhatian banyak pihak seperti pemegang saham, kreditor, maupun pihak eksternal lain yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan perusahaan (Kartika, 2005). Dividen memiliki atau mengandung informasi sebagai syarat prospek perusahaan (Rozeff, 1982). Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja perusahaan akan dianggap semakin baik, dan pada akhirnya penilaian terhadap perusahaan yang tercermin melalui harga saham juga akan semakin baik, begitu pula sebaliknya. Oleh karena itu, sebagai variabel moderasi, kebijakan dividen mempunyai peran untuk memperkuat maupun memperlemah pengaruh manajemen laba terhadap *return* saham. Apabila perusahaan melakukan manajemen laba dan dividen yang dibagikan kepada pemegang saham besar, maka *return* saham juga akan semakin besar. Demikian juga apabila perusahaan melakukan manajemen laba, tetapi laba yang dibagikan kepada pemegang saham kecil maka *return* saham akan kecil.

Berdasarkan pembahasan di atas maka hipotesis dapat dirumuskan:

H2: Kebijakan dividen memoderasi pengaruh manajemen laba terhadap *return* saham

Ukuran perusahaan akan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam membiayai kebutuhan dananya (kesempatan investasi) pada masa yang akan datang dan memberikan pengaruh positif bagi investasi. Ukuran perusahaan yang besar mempunyai sumber daya yang besar pula, tentunya akan melakukan kegiatan operasional yang semakin besar dan semakin besar pula pendapatan yang dihasilkan oleh perusahaan. Besarnya pendapatan yang diperoleh perusahaan akan berpengaruh positif terhadap laba dan tentu akan memberikan *return* yang cukup besar bagi pemegang saham. Pernyataan tersebut didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (1992) yang memberikan kesimpulan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham.

Berdasarkan pembahasan di atas maka hipotesis dapat dirumuskan:

H3: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham

Kebijakan dividen sebagai variabel moderasi juga mempunyai peran memperkuat atau memperlemah pengaruh ukuran perusahaan terhadap *return* saham. Apabila ukuran perusahaan besar dan dividen yang dibagikan kepada pemegang saham besar, maka *return* saham juga akan besar. Namun sebaliknya, apabila ukuran perusahaan besar dan dividen yang dibagikan kepada pemegang saham kecil, maka *return* saham akan kecil.

Berdasarkan pembahasan di atas maka hipotesis dapat dirumuskan:

H4: Kebijakan dividen memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap *return* saham

Leverage yang diproksikan dengan *debt to equity ratio*, memberikan batas keseimbangan yang harus dipertahankan oleh suatu perusahaan mengenai besarnya modal yang berasal dari eksternal dan modal internal. Semakin tinggi

leverage, maka akan semakin tinggi risiko yang dihadapi investor, karena investor akan berasumsi bahwa apabila terjadi kebangkrutan, maka sebagian besar asset perusahaan akan digunakan untuk melunasi *leverage*. Hal itu, sesuai dengan pendapat Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa meningkatnya *leverage* akan meningkatkan risiko saham, sehingga investor akan meminta *return* yang lebih tinggi. Dengan memperbesar tingkat *leverage* berarti bahwa tingkat ketidakpastian (*uncertainty*) dari *return* yang akan diperoleh akan semakin tinggi pula, tetapi pada saat yang sama hal tersebut juga akan memperbesar jumlah *return* yang diperoleh. Roberta Adami *et. al* (2010) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *leverage* dengan *return* saham, dimana semakin besar *leverage*, maka *return* saham akan semakin rendah. Hasil penelitian tersebut memperkuat hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Penman *et. al* dimana penelitian Penman *et. al* menyimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *book to price* dengan *leverage* sebagai komponen didalamnya dengan *return* saham.

Berdasarkan pembahasan di atas maka hipotesis dapat dirumuskan:

H5: *Leverage* berpengaruh terhadap *return* saham

Pengaruh *leverage* terhadap *return* saham dapat dikuatkan atau dilemahkan dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Apabila *leverage* tinggi dan dividen yang dibagikan kepada investor besar, maka *return* saham akan tinggi. Namun, apabila *leverage* tinggi tetapi dividen yang dibagikan kepada investor rendah, maka *return* saham akan kecil.

Berdasarkan pembahasan di atas maka hipotesis dapat dirumuskan:

H6: Kebijakan dividen memoderasi pengaruh *leverage* terhadap *return* saham

3. METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Metode Pemilihan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2012 yang aktif untuk periode yang sama. Perusahaan manufaktur dipilih karena adanya kesamaan karakteristik. Sampel yang digunakan adalah metode *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel dengan cara membagi populasi dalam kelompok-kelompok yang homogen yang disebut strata dan sampel tidak diambil secara acak dari tiap strata tersebut, tetapi disesuaikan dengan kriteria yang telah ditetapkan (Sugiyono, 2003). Tujuan dari metode ini supaya sampel yang dipilih sesuai dengan tujuan masalah penelitian, sehingga memperkecil kesalahan dalam proses pemilihan data. Selain itu pertimbangan mengenai kelengkapan data, kejelasan data dan ketersediaan data yang akan dikumpulkan. Kriteria sampel meliputi:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI untuk periode 1 Januari 2010-31 Desember 2012 sebanyak 121 perusahaan.
2. Perusahaan sampel mengeluarkan laporan keuangan auditan tahun 2010-2012 sebanyak 121 perusahaan.

3. Perusahaan tidak *delisting* selama periode 1 Januari 2010-31 Desember 2012 sebanyak 121 perusahaan.
4. Laporan keuangan tidak disajikan dalam mata uang asing sebanyak 101 perusahaan.
Laporan keuangan mempunyai data lengkap yang dibutuhkan sebanyak 77 perusahaan.

3.2 Pengumpulan Data

Pengambilan data pada penelitian ini dilakukan dengan cara dokumentasi, yang menggunakan data sekunder yang didapat dari:

1. *Indonesian Capital Market Directory*
2. *Website IDX*

3.3 Pengukuran Variabel

3.3.1 Return Saham

Return saham merupakan *income* yang diperoleh oleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya di perusahaan tertentu. Komponen penghitungan *return* saham (*total return*) terdiri dari *capital gain (loss)* dan *dividen*. *Return* dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan *abnormal return*. Menurut Jones (1996), "*Abnormal Return is a return on a security beyond that expected on the basis of it's risk*". Hal ini didefinisikan sebagai perbandingan antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. *Abnormal Return* menurut Jones (1996) dirumuskan sebagai berikut:

$$AR = R_i - R_m$$

Dimana:

AR : *Abnormal Return* saham selama periode t

R_i : *Return* saham selama periode t

R_m : *Return Market* selama periode t

Actual Return menurut Gitman (1995) merupakan "*The percentage return on initial price or amount invested*". *Actual Return* menurut Jones (2000) dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

R_{it} : *Actual Return* saham selama periode t

P_{it} : Harga saham i pada hari t

P_{it-1} : Harga saham i pada hari t - 1

Return saham akhir periode Maret (harga sebelum) dan April (harga setelah) digunakan agar sesuai dengan periode informasi yang dimiliki investor mengenai terbitnya laporan keuangan. Investor umumnya memiliki informasi tentang laporan keuangan per 31 Desember, yaitu pada saat diterbitkannya laporan keuangan tersebut pada 31 Maret tahun berikutnya. Meskipun belum semua

emiten menerbitkan laporan keuangan tepat pada saat itu, hampir sebagian besar emiten telah memiliki kesadaran yang semakin meningkat.

3.3.2 Manajemen Laba

Manajemen laba atau *earning management* merupakan suatu kondisi dimana pihak manajemen ternyata tidak berhasil mencapai target laba yang ditentukan, maka manajemen akan memanfaatkan keleluasaan yang diperbolehkan oleh standar akuntansi dalam menyusun laporan keuangan untuk memodifikasi laba yang dilaporkan. Manajemen laba dapat diukur dengan model regresi untuk mencari arus kas kegiatan operasi normal mereplikasi dari penelitian Roychowdhury (2006) sebagai berikut:

$$CFO_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta_1(S_t/A_{t-1}) + \beta_2(\Delta S_t/A_{t-1}) + \epsilon_t$$

Dimana :

- CFO_t/A_{t-1} : arus kas kegiatan operasi pada tahun t yang diskala dengan total aktiva pada tahun t-1.
- $\alpha_1(1/A_{t-1})$: intersep yang diskala dengan total aktiva pada tahun t-1 dengan tujuan supaya arus kas kegiatan operasi tidak memiliki nilai 0 ketika penjualan dan lag penjualan bernilai 0.
- S_t/A_{t-1} : penjualan pada tahun t yang diskala dengan total aktiva pada tahun t-1.
- $\Delta S_t/A_{t-1}$: penjualan pada tahun t dikurangi penjualan pada tahun t-1 yang diskala dengan total aktiva pada tahun t-1.
- α_0 : konstanta.
- ϵ_t : *error term* pada tahun t.

Oleh karena dalam penelitian ini yang akan digunakan adalah arus kas kegiatan operasi abnormal (ABN_CFO) dihitung dengan menggunakan nilai *residual unstandardized* dari persamaan regresi di atas.

Selain melalui arus kas, *earning management* juga dilakukan melalui biaya produksi. Biaya produksi digunakan dalam penelitian ini dibanding HPP/COGS karena produksi di atas level normal operasi perusahaan (*overproduction*) dengan tujuan untuk melaporkan harga pokok penjualan (COGS) yang lebih rendah merupakan salah satu cara yang dilakukan manajemen untuk memanipulasi laba melalui manipulasi aktivitas riil. Biaya produksi adalah jumlah dari harga pokok penjualan (COGS) dan perubahan dalam persediaan (ΔINV) sepanjang tahun atau selisih persediaan tahun aktual dengan tahun sebelumnya. Peneliti menggunakan model estimasi untuk biaya produksi normal sebagaimana Roychowdhury (2006) sebagai berikut:

$$PROD_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta_1(S_t/A_{t-1}) + \beta_2(\Delta S_t/A_{t-1}) + \beta_3(\Delta S_{t-1}/A_{t-1}) + \epsilon_t$$

Dimana:

- $PROD_t/A_{t-1}$: biaya produksi pada tahun t yang diskala dengan total aktiva pada tahun t-1, dimana $PROD_t = COGS_t + \Delta INV_t$
- $\alpha_1(1/A_{t-1})$: intersep yang diskala dengan total aktiva pada tahun t-1 dengan tujuan supaya nilai biaya produksi tidak memiliki nilai 0 ketika penjualan dan lag penjualan bernilai 0.
- S_t/A_{t-1} : penjualan pada tahun t yang diskala dengan total aktiva pada

- tahun t-1.
- $\Delta S_t/A_{t-1}$: penjualan pada tahun t dikurangi penjualan pada tahun t-1 yang diskala dengan total aktiva pada tahun t-1.
- $\Delta S_{t-1}/A_{t-1}$: perubahan penjualan pada tahun t-1 yang diskala dengan total aktiva pada tahun t-1.
- α_0 : konstanta
- ϵ_t : *error term* pada tahun t.

Sama halnya dengan arus kas kegiatan operasi biaya produksi abnormal (ABN_PROD) dihitung dengan menggunakan nilai *residual unstandardized* dari persamaan regresi di atas.

Untuk menghitung tingkat normal biaya diskresioner, peneliti menggunakan model regresi berikut yang juga mereplikasi dari penelitian Roychowdhury (2006):

$$DISEXP_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta(S_{t-1}/A_{t-1}) + \epsilon_t$$

Dimana:

- $DISEXP_t/A_{t-1}$: biaya diskresioner p ada tahun t yang diskala dengan total aktiva tahun t-1
- $\alpha(1/A_{t-1})$: intersep yang diskala dengan total aktiva pada tahun t-1 dengan tujuan supaya biaya diskresioner tidak memiliki nilai 0 ketika penjualan dan lag penjualan bernilai 0.
- S_{t-1}/A_{t-1} : penjualan pada tahun t-1 yang diskala dengan total aktiva pada tahun t-1.
- α_0 : konstanta
- ϵ_t : *error term* pada tahun t.

Biaya diskresioner dalam penelitian ini didefinisikan sebagai jumlah dari biaya penjualan, dan biaya administrasi dan umum. *Residual unstandardized* dari persamaan regresi di atas untuk menghitung nilai biaya diskresioner normal. Sehingga, biaya diskresioner abnormal (ABN_DISEXP) diperoleh melalui cara yang sama seperti arus kas kegiatan operasi dan biaya produksi.

3.3.3 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan menurut berbagai cara, antara lain: log total aset, log total penjualan, kapitalisasi pasar. Ukuran perusahaan dalam penelitian ini menggunakan proksi total aset akhir tahun.

3.3.4 Leverage

Leverage adalah mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang terdiri dari utang jangka pendek dan utang jangka panjangnya. *Leverage* didalam penelitian ini diwakili oleh *debt to equity ratio*. *Debt to equity ratio* adalah rasio yang merupakan perbandingan antara total utang dengan modal sendiri. Secara matematis, *debt to equity ratio* dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Warren *et. al*, 2004):

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Modal Sendiri}} \times 100\%$$

3.3.5 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Kebijakan dividen dalam penelitian ini diwakili oleh *dividend payout ratio*. Menurut Keown *et al.* (2008) *dividend payout ratio* adalah jumlah dividen relatif terhadap *net income* perusahaan atau *earning per share*. Menurut Harjito, A dan Martono (2010) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* merupakan rasio yang menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa perusahaan berupa dividen kas. Secara matematis, *Dividen Payout Ratio* dapat dinyatakan dengan rumus (dengan menggunakan persentase) :

$$\text{Dividen Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen per Share}}{\text{Earning per Share}} \times 100\%$$

4. HASIL DAN ANALISIS DATA

4.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memperoleh gambaran umum tentang data yang digunakan dalam penelitian ini. Berikut adalah data statistik deskriptif mengenai variabel dependen (*Return Saham*) dan variabel independen (*Manajemen Laba, Ukuran Perusahaan, Leverage*) serta variabel moderasi (*Kebijakan Dividen*) dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012 yang menjadi sampel.

Tabel 4. Deskripsi Statistik Data

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KebijakanDiv	231	.00	84.17	7.5513	16.87043
AbnCFO	231	-.36	.60	.0000	.13003
AbnProd	231	-.85	.67	.0000	.24411
AbnDisexp	231	-.28	.74	.0000	.15673
UkuranPer	231	10583.00	41509325.00	3253210.7100	6060054.36193
Leverage	231	.02	27.05	.8177	2.35546
AR	231	-.56	1.12	.0419	.18037

Berdasarkan data yang telah diolah dengan menggunakan program *SPSS for Windows Versi 22.0* maka hasil analisis atas ketujuh variabel penelitian dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Variabel *Return Saham* yang diprosikan ke dalam AR (*Abnormal Return*) menunjukkan nilai minimum dan maksimum variabel tersebut masing-masing -56% dan 112%. Nilai negatif mengindikasikan adanya penurunan *return*

saham dan nilai positif mengindikasikan adanya kenaikan *return* saham. Penurunan dan kenaikan *return* saham dalam penelitian ini merupakan perubahan *return* saham pada periode sebelum laporan keuangan dipublikasikan (Maret) dan setelah laporan keuangan dipublikasikan (April). Adapun *Return* Saham terendah dalam penelitian ini merupakan *return* saham PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk pada tahun 2011 yang menghasilkan *return* sebesar negatif 56% per lembar saham atau mengalami penurunan pada periode setelah laporan keuangan dipublikasikan. Adapun *return* saham tertinggi dalam penelitian ini merupakan *return* saham PT Nusantara Inti Corpora Tbk pada tahun 2011 yang menghasilkan *return* sebesar 112% per lembar saham atau mengalami kenaikan setelah laporan keuangan dipublikasikan. *Abnormal Return* mempunyai nilai deviasi sebesar 18.03% yang mencerminkan cukup bervariasinya nilai *Abnormal Return*.

2. Variabel *Abnormal Cashflow* menunjukkan nilai minimum dan maksimum variabel tersebut masing-masing -36% dan 60%. Nilai negatif mengindikasikan adanya penurunan arus kas dari kegiatan operasi dan nilai positif mengindikasikan adanya kenaikan arus kas dari kegiatan operasi. *Abnormal Cashflow* terendah pada penelitian ini adalah PT Cahaya Kalbar Tbk pada tahun 2010 yang melakukan penurunan terhadap arus kas dari aktivitas operasi sebesar 36%. *Abnormal Cashflow* tertinggi pada PT Hanson International Tbk pada tahun 2011 yang menaikkan arus kas dari aktivitas operasi sebesar 60%. *Abnormal Cashflow* mempunyai nilai deviasi sebesar 13% yang mencerminkan sangat bervariasinya nilai *Abnormal Cashflow*.
3. Variabel *Abnormal Production* menunjukkan nilai minimum dan maksimum variabel tersebut masing-masing -85% dan 67%. Nilai negatif mengindikasikan adanya penurunan terhadap biaya pokok penjualan dan nilai positif mengindikasikan adanya kenaikan terhadap biaya pokok penjualan. *Abnormal Production* terendah pada PT Unilever Indonesia, Tbk pada tahun 2010 yang melakukan penurunan terhadap biaya pokok penjualan sebesar 85%. *Abnormal Production* tertinggi pada PT Cahaya Kalbar, Tbk pada tahun 2010 yang menaikkan biaya pokok penjualan sebesar 67%. *Abnormal Production* mempunyai nilai deviasi sebesar 24% yang mencerminkan sangat bervariasinya nilai *Abnormal Production*.
4. Variabel *Abnormal Discretionary Expenses* menunjukkan nilai minimum dan maksimum variabel tersebut masing-masing -28% dan 74%. Nilai negatif mengindikasikan adanya penurunan terhadap *discretionary expenses* dan nilai positif mengindikasikan adanya kenaikan terhadap *discretionary expenses*. *Abnormal Disexp* terendah pada PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce, Tbk pada tahun 2011 yang melakukan penurunan terhadap *discretionary expenses* sebesar 28%. *Abnormal Disexp* tertinggi pada PT Pyridam Farma, Tbk pada tahun 2011 yang menaikkan *discretionary expenses* sebesar 74%. *Abnormal Disexp* mempunyai nilai deviasi sebesar 15% yang mencerminkan cukup bervariasinya nilai *Abnormal Discretionary Expense*.
5. Variabel Ukuran Perusahaan memiliki angka rata-rata 3.253.210,71 dengan standar deviasi sebesar 6.060.054,36. Hal ini berarti bahwa perusahaan manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini rata-rata mempunyai

total aset sebesar Rp 3.253.210.710.000 dengan variasi data yang relatif cukup besar yaitu sebesar Rp 6.060.054.360.000. Nilai minimum dan maksimum variabel tersebut masing-masing 10.583,00 dan 41.509.325,00. Ukuran Perusahaan terendah dalam penelitian ini merupakan Ukuran Perusahaan PT Alami Karya Unggul, Tbk pada tahun 2012 dengan total aset sebesar Rp 10.583.000.000 dan Ukuran Perusahaan terbesar dalam penelitian ini merupakan Ukuran Perusahaan PT Gudang Garam, Tbk pada tahun 2012 dengan total aset sebesar Rp 41.509.325.000.000.

6. Variabel *Leverage* memiliki angka rata-rata 81,77% dengan standar deviasi sebesar 23,55%. Hal ini berarti bahwa perusahaan manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini rata-rata mempunyai 100% ekuitas yang digunakan untuk menjamin 81,77% liabilitas. Nilai minimum dan maksimum variabel tersebut masing-masing 2.705% dan 2%. *Leverage* tertinggi merupakan *Leverage* PT Hanson International, Tbk pada tahun 2011 dimana perusahaan tersebut hanya mempunyai 1% ekuitas untuk menjamin 2.705% (27,05 kali) liabilitas yang dimilikinya dan *Leverage* terendah merupakan *Leverage* PT Argo Pantes, Tbk pada tahun 2010 dimana hanya 2% dari ekuitas yang menjadi jaminan dari liabilitas.
7. Variabel Kebijakan Dividen memiliki angka rata-rata 7,55 dengan standar deviasi sebesar 16,87. Hal ini berarti bahwa perusahaan manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini rata-rata membagikan dividen sebesar 7,55% dari *earning per share* dengan variasi data yang relatif cukup besar yaitu 16,87%. Nilai minimum dan maksimum variabel tersebut masing-masing 0 dan 84,17. Kebijakan Dividen terendah dimana perusahaan tidak membagi dividen pada tahun 2010-2012 sebanyak 67 perusahaan dan Kebijakan Dividen tertinggi merupakan Kebijakan Dividen PT Merck, Tbk pada tahun 2010 yang membagikan dividen sebesar 84,17% dari *earning per share*.

4.2 Diskusi Hasil

4.2.1 Hipotesis Manajemen Laba Berpengaruh Terhadap Return Saham

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel X_1 (Manajemen Laba) yang terdiri dari *Abnormal Cashflow*, *Abnormal Production* dan *Abnormal Discretionary Expense* merupakan variabel yang tidak secara signifikan mempengaruhi Return Saham (Y). Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0,63 untuk variabel *Abnormal Cashflow*, 0,931 untuk variabel *Abnormal Production* dan 0,681 untuk variabel *Abnormal Disexp*. Berdasarkan hasil tersebut, maka hipotesis pertama dalam penelitian ini ditolak, karena apabila nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka dikatakan tidak signifikan.

Manajemen Laba dalam kajian teori berhubungan positif terhadap Return Saham. Semakin tinggi Manajemen Laba maka Return Saham akan semakin naik begitu pula sebaliknya. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Manajemen Laba berpengaruh positif tidak signifikan terhadap Return Saham. Hal ini mengindikasikan bahwa Manajemen Laba tidak terlalu dipertimbangkan oleh investor dalam melakukan penilaian terhadap kinerja perusahaan karena pergerakan harga saham lebih disebabkan oleh faktor psikologis pasar.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Bartov, Givoly dan Hayn (2002); Skinner dan Sloan (2002); Ball dan Brown (1968); Sonia Sayari *et al* (2013); yang berhasil membuktikan pengaruh positif antara manajemen laba terhadap *return* saham.

4.2.2 Hipotesis Kebijakan Dividen Memoderasi Pengaruh Manajemen Laba Terhadap *Return* Saham.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel Z (Kebijakan Dividen) tidak mampu memoderasi pengaruh *Abnormal Cashflow*, *Abnormal Production* dan *Abnormal Disexp* terhadap *Return* Saham (Y). Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.099 untuk variable *Abnormal Cashflow* dan 0,672 untuk *Abnormal Production* serta 0.67 untuk variable *Abnormal Discretionary Expense*.

Berdasarkan hasil tersebut, maka hipotesis kedua dalam penelitian ini ditolak, karena apabila nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka dikatakan signifikan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H_{2a} ditolak. Artinya Kebijakan Dividen secara signifikan tidak dapat memoderasi pengaruh Manajemen Laba terhadap *Return* Saham.

Hasil pengujian hipotesis diperoleh bahwa Kebijakan Dividen tidak mampu memoderasi hubungan antara Manajemen Laba terhadap *Return* Saham. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Bartov, Givoly dan Hayn (2002); Skinner dan Sloan (2002); Ball dan Brown (1968); Sonia Sayari *et al* (2013); yang berhasil membuktikan pengaruh positif antara manajemen laba terhadap *return* saham dan juga penelitian Kanwal Iqbal Khan (2012); Zuriawati *et al* (2012); yang berhasil membuktikan pengaruh positif antara kebijakan dividen dengan *return* saham.

4.2.3 Hipotesis Ukuran Perusahaan Berpengaruh Terhadap *Return* Saham

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel X_2 (Ukuran Perusahaan) merupakan variabel yang tidak secara signifikan mempengaruhi *Return* Saham (Y). Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0,773. Berdasarkan hasil tersebut, maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini ditolak, karena apabila nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka dikatakan tidak signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa besar kecilnya aset yang dimiliki perusahaan tidak diperhatikan oleh investor dalam melakukan investasi.

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (1992); Kewei Hou dan Mathjis A. Van Dijk (2008); G. William Schwert (1983) yang berhasil membuktikan pengaruh positif antara ukuran perusahaan terhadap *return* saham.

4.2.4 Hipotesis Kebijakan Dividen Memoderasi Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap *Return* Saham

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel Z (Kebijakan Dividen) tidak mampu memoderasi pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Return* Saham (Y). Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.465.

Berdasarkan hasil tersebut, maka hipotesis keempat dalam penelitian ini ditolak, karena apabila nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka dikatakan signifikan.

Hasil pengujian hipotesis diperoleh bahwa Kebijakan Dividen tidak mampu memoderasi hubungan antara Ukuran Perusahaan terhadap *Return Saham*.

4.2.5 Hipotesis *Leverage* Berpengaruh Terhadap *Return Saham*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel X_3 (*Leverage*) merupakan variabel yang mempengaruhi *Return Saham* (Y). Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0,045. Berdasarkan hasil tersebut, maka hipotesis kelima dalam penelitian ini ditolak, karena apabila nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka dikatakan signifikan.

Leverage dalam teori berhubungan negatif dengan *return* saham. Semakin tinggi *leverage* maka *return* saham semakin rendah dan sebaliknya. Penggunaan hutang harus hati-hati oleh pihak manajemen, karena semakin besar hutang akan menurunkan *return* saham. Hasil penelitian ini menemukan bahwa *Leverage* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *Return Saham*. Hal ini mengindikasikan semakin tinggi atau rendah hutang yang dimiliki sebuah perusahaan akan mempengaruhi *Return Saham*.

Hasil pengujian hipotesis diperoleh bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara *Leverage* terhadap *Return Saham*. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Roberta Adamia *et al* (2010) dan Stephen Penman *et al* (2006) yang berhasil membuktikan adanya pengaruh antara *leverage* terhadap *return* saham.

4.2.6 Hipotesis Kebijakan Dividen Memoderasi Pengaruh *Leverage* Terhadap *Return Saham*

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel Z (Kebijakan Dividen) mampu memoderasi pengaruh *Leverage* terhadap *Return Saham* (Y). Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.113.

Berdasarkan hasil tersebut, maka hipotesis keenam dalam penelitian ini ditolak, karena apabila nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka dikatakan tidak signifikan.

Hasil pengujian hipotesis diperoleh bahwa Kebijakan Dividen tidak mampu memoderasi hubungan antara *Leverage* terhadap *Return Saham*. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Roberta Adamia *et al* (2010) dan Stephen Penman *et al* (2006) yang berhasil membuktikan adanya pengaruh antara *leverage* terhadap *return* saham dan juga penelitian Kanwal Iqbal Khan (2012); Zuriawati *et al* (2012); yang berhasil membuktikan pengaruh positif antara kebijakan dividen dengan *return* saham.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil pembahasan analisis data melalui pengujian terhadap permasalahan yang diangkat mengenai analisis pengaruh manajemen laba, ukuran perusahaan dan *leverage* dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012 yang telah dijelaskan pada BAB V, maka dapat diambil kesimpulan dari penelitian sebagai berikut:

1. Manajemen Laba tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*. Hal ini mengindikasikan bahwa Manajemen Laba tidak terlalu dipertimbangkan oleh investor dalam melakukan penilaian perusahaan, sehingga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Return Saham*
2. Kebijakan Dividen tidak mampu memoderasi pengaruh Manajemen Laba terhadap *Return Saham*. Kebijakan Dividen tidak mampu meningkatkan *Return Saham* pada saat Manajemen Laba tinggi dan Kebijakan Dividen tidak dapat menurunkan *Return Saham* pada saat Manajemen Laba rendah.
3. Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*. Besar kecilnya aset yang dimiliki perusahaan tidak terlalu diperhatikan oleh investor.
4. Kebijakan Dividen tidak mampu memoderasi pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Return Saham*. Kebijakan Dividen tidak mampu meningkatkan *Return Saham* pada perusahaan yang memiliki aset yang besar dan sebaliknya, Kebijakan Dividen juga tidak mampu menurunkan *Return Saham* pada perusahaan yang memiliki aset kecil.
5. *Leverage* berpengaruh terhadap *Return Saham*. Hal ini mengindikasikan bahwa *Leverage* dianggap sebagai risiko bagi investor, sehingga semakin besar *Leverage* yang berarti semakin tinggi risiko akan menurunkan *Return Saham*.
6. Kebijakan Dividen tidak mampu memoderasi pengaruh *Leverage* terhadap *Return Saham*. Kebijakan Dividen tidak mampu meningkatkan *Return Saham* pada saat *Leverage* tinggi dan menurunkan *Return Saham* saat *Leverage* rendah.

5.2 Saran

Berdasarkan simpulan penelitian maka pengaruh manajemen laba, ukuran perusahaan dan *leverage* terhadap *return saham* dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi tidak signifikan dengan kajian teori dan penelitian terdahulu. Untuk penelitian berikutnya disarankan menggunakan *time lag* pada variabel manajemen laba dan kebijakan dividen.

Selain itu penelitian selanjutnya juga menggunakan variabel persistensi laba sebagai variabel moderasi pengaruh manajemen laba terhadap *return saham*.

5.3 Implikasi

Hasil penelitian ini kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh manajemen laba, ukuran perusahaan dan *leverage* terhadap *return saham*. Hal ini

kemungkinan disebabkan karena periode waktu pengukuran variabel manajemen laba dan *leverage* dan *return* saham bersamaan. Dalam kenyataannya investor bereaksi setelah mengetahui kinerja keuangan perusahaan.

Leverage merupakan satu-satunya variabel yang berpengaruh signifikan terhadap *Return* Saham dalam penelitian ini. Hal ini menunjukkan bahwa investor memberikan perhatian lebih terhadap *Leverage* perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Alexander, Gordon J dan William Sharpe. (1997). *Fundamental of Investment*. New Jersey: Prentice Hall Inc
- Amiruddin Umar. (2003). Reaksi Harga Saham terhadap Publikasi Dividen Kasus Di BEJ Periode 1997-2001. *Jurnal Riset Ekonomi Manajemen*, 3(2)
- Ang, Robert.(1997). *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Media Staff Indonesia.
- Arsintadiani, D dan Harsono, M. (2002). Pengaruh tingkat LMX terhadap penilaian kinerja dan kepuasan kerja dengan kesamaan gender dan locus of control sebagai variabel moderator. *Jurnal Perspektife* 7(2).
- Ball, R. and P. Brown. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Number. *Journal of Accounting Research*. (Autumn 1968), 159-178.
- Ball, R., dan L. Shivakumar, (2007). Earnings Quality at Initial Public Offerings. *Journal of Accounting Research*, 39, 83-128.
- Bambang, Riyanto. (2001). *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan, Edisi Keempat, Cetakan Ketujuh*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Bartov, E., D. Givoly, and C. Hayn. (2002). The Reward to Meeting or Beating Earnings Expectations. *Journal of Accounting and Economics* (June 2002), 173-204.
- Berk, J., R. Green, dan V. Naik. (1999). Optimal Investment, Growth Options and Security Returns. *Journal of Finance*.
- Boddie, Zvi, Alex Kane dan Alan J. Mareus. (2002). *Investment*. Mc Graw Hill International Edition.
- Brigham, Eugene, and Houston, J.F. (2006), *Fundamentals of Financial Management (terjemahan)*. Jakarta: Salemba Empat
- Fama, E.F., French, K.R. (1992). The Cross-section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 427-465.
- G. William Schwert. (1983). Size and Stock Returns, and Other Empirical Regularities. *Journal of Financial Economics*, 12, 3-12
- Ghozali, Imam. (2005). *Aplikasi Analisis Multivariante dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Graham Ruddick. (2014). *Tesco Accounting Scandal Q&A: What Happens Next?*. Diakses pada 11 Oktober 2014. www.telegraph.co.uk.
- Gujarati, Damodar. (2007). *Ekonometrika Dasar*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Healy. P.M and J.M. Wahlen. (1998). A Review of The Earnings Management Literature and Its Implications For Standard Setting. *Working Paper*.

- Jensen, M.C., and W.H. Meckling. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics (October 1976)*, 305-360.
- Jogiyanto. (2000). *Teori Portfolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta:BPFE
- Kanwal Iqbal Khan. (2012). Effect of Dividends on Stock Prices. *Proceedings of 2nd International Conference on Business Management*.
- Kartika Nuringsih. (2005). Analisis Pengaruh ,Kebijakan Hutang,ROA, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 2, 103-123
- Keown, Arthur J., Martin, John D., Petty, J.W, & Scott, David F.,JR, (2008). *Manajemen Keuangan (Prinsip dan Penerapan),Edisi Kesepuluh*. Jakarta: PT.Indeks.
- Kewei Hou and Mathijs A. Van Dijk. (2008). Resurrecting the Size Effect: Firm Size, Profitability Shocks, and Expected Stock Returns. *Working Papper*.
- Konan Chan, Louis K. C. Chan, Narasimhan Jegadeesh, and Josef Lakonishok. (2006). Earnings Quality and Stock Returns. *Journal of Bussines* , 79, (3)
- Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *Journal of Finance*, 49, 1541-1578.
- Lauterbach and Vaninsky. (1999). Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Israel. *Journal of Management and Governance*, 3, 189 – 201.
- Mahendra, Alfredo DJ. (2011). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating) Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*.
- Martono & Harjito. D.Agus. (2010). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonisia Kampus Fakultas Ekonomi UII.
- Mathijs A. Van Dijk. (2011). Is size dead? A review of the size effect in equity returns. *Journal of Banking and Finance*.
- Michael S. Rozeff. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, volume 5, pp 249-249.
- Modigliani F and Miller M H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review*, vol. 48(3), pp. 261- 297.
- Prasetiono. (2000). Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Abnormal Return Saham Di Bursa Efek Jakarta. *Media Ekonomi dan Bisnis*, 7(1)
- Riyanto, Bambang. (2001). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE
- Roberta Adami, Orla Gough, Gulnur Muradoglu, Sheeja Sivaprasad. (2010) The Leverage Effect On Stock Returns. *ssrn*
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- Rusman Soleman. (2008). Karakteristik Perusahaan terhadap Tingkat Leverage. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, volume 12 no 3, hal. 411-420
- Sartono R.A. (2001). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.

- Schipper, Khaterine and Linda Vincent. (2003). Earnings Quality. *Accounting Horizons, Vol.17. Supplement, p.97-110.*
- Scott, William R., (2014). *Financial Accounting Theory*. Canada: Pearson Canada Inc.
- Setiawati dan Na'im. (2000). Manajemen Laba. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, volume 15, pp. 424-441.*
- Singgih Santoso. (2002). Mengolah Data Statistik Secara Profesional. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo
- Skiner, D.J. and R.G Sloan. (2002). Earnings Surprises, Growth Expectations and Stock Return or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies, pp. 289-312*
- Sonia Sayari, Fayçal Mraihi, Alain Finet dan Abdelwahed Omri. (2013). The Impact of Earnings Management on Stock Returns: The Case of Tunisian Firms. *Global Journal of Management and Business Research, volume 13.*
- Sri Mulyati. (2003). Reaksi Harga Saham Terhadap Perubahan Dividen Tunai Dan Dividend Yield Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Siasat Bisnis, 2(8)*
- Sugiyono. (2003). *Statistika Untuk Penelitian*. Bandung: CV. Alfabeta
- Sweeney, A.P. (1994). Debt-covenant Violations and Manager's Accounting Responses. *Journal of Accounting and Economics, volume 17, pp 78-89.*
- Syamsudin, Lukman. (2004). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Penerbit Raja Grafindo Persada
- Warren, Carl S. Philip E. Fees, James M. Reeve. (2005). *Pengantar Akuntansi*. Jakarta: Salemba Empat
- Warsono. (2003). *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Bayu Media
- Watt R.L., and J.L. Zimmerman. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall.
- Zuriawati Zakaria Jorih Muhammad dan Abdul Hadi Zulkifli. (2012). The Impact of Dividend Policy On The Share Price Volatility: Malaysian Construction and Material Companies. *International Journal of Economics and Management Sciences, 2(5), 01-08.*