



**Pengaruh *Earnings Management* Riil Terhadap Nilai Perusahaan dengan  
*Good Corporate Governance* Sebagai Pemoderasi**

**TESIS**

**Oleh :**

**Dedy Eko Hadi Irawan  
NIM 140820101030**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS JEMBER  
2018**



**Pengaruh *Earnings Management* Riil Terhadap Nilai Perusahaan dengan  
*Good Corporate Governance* Sebagai Pemoderasi**

***The Effect of Real Earnings management On Firm Value By Good Corporate  
Governance As Moderating***

**TESIS**

**Diajukan guna melengkapi tugas akhir dan memenuhi salah satu  
syarat untuk menyelesaikan Program Pasca sarjana Studi  
Magister Manajemen Universitas Jember**

**Oleh :**

**Dedy Eko Hadi Irawan  
NIM 140820101030**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS JEMBER  
2018**



**Pengaruh *Earnings management* Riil Terhadap Nilai Perusahaan dengan  
Good Corporate Governance Sebagai Pemoderasi**

*The Effect of Real Earnings management On Firm Value By Good Corporate  
Governance As Moderating*

TESIS

Oleh:  
**Dedy Eko Hadi Irawan**  
NIM 140820101030

**Dosen Pembimbing Utama :**  
**Prof. Dr.Isti Fadah M.Si.**

**Dosen Pembimbing Anggota :**  
**Dr.Elok Sri Utami M.Si.**

**PROGRAM STUDI PASCASARJANA  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS JEMBER  
2018**

**PERNYATAAN**

Saya yang bertandatangan di bawah ini:

Nama : Dedy Eko Hadi Irawan S.S.T

NIM : 140820101030

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa tesis “Pengaruh *Earnings Management* Riil Terhadap Nilai Perusahaan dengan *Good Corporate Governance* Sebagai Pemoderasi” adalah benar-benar karya saya sendiri, kecuali kutipan yang telah saya sebutkan sumbernya. Saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam tesis ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil tanpa menuliskan sumbernya atau seolah-olah saya akui merupakan tulisan saya sendiri. Karya tulis ini belum pernah saya tujukan ke insitusi manapun, dan saya bertanggung jawab atas keabsahan dan kebenaran isinya sesuai dengan sikap ilmuwan yang dijunjung tinggi.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya, tanpa ada tekanan dan paksaan dari pihak manapun serta bersedia mendapat sanksi akademik jika ternyata di kemudian hari pernyataan ini tidak benar

Jember, 31 Oktober 2018

Yang Menyatakan,

Dedy Eko Hadi Irawan S.S.T

NIM. 140820101030



**Pengaruh *Earnings Management* Riil Terhadap Nilai Perusahaan dengan  
*Good Corporate Governance* Sebagai Pemoderasi**

***The Effect of Real Earnings Management On Firm Value By Good Corporate  
Governance As Moderating***

Tesis ini disetujui  
**Tanggal 12 November 2018**

**Oleh :**

Pembimbing Utama,

Pembimbing Anggota,

**Prof. Dr. Isti Fadah, M.Si.**  
NIP 196610201990022001

**Dr. Elok Sri Utami, M.Si.**  
NIP 196412281990022001

Mengetahui,  
Pasca Sarjana Universitas Jember  
Program Magister Manajemen  
Ketua Program Studi

**Dr. Hari Sukarno, M.M.**  
NIP 196105301988021001

**Pengaruh *Earnings Management* Riil Terhadap Nilai Perusahaan dengan  
*Good Corporate Governance* Sebagai Pemoderasi**

***The Effect of Real Earnings Management On Firm Value By Good Corporate  
Governance As Moderating***

Yang dipersiapkan dan disusun oleh

Nama : Dedy Eko Hadi Irawan

NIM : 140820101030

Program Studi : Magister Manajemen

Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Telah dipertahankan di depan tim penguji pada tanggal :

**10 November 2018**

Dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan memperoleh gelar Magister Manajemen pada program studi S-2 magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember.

Ketua Penguji : Hadi Paramu, MBA, Ph.D.  
NIP 196901201993031002

.....

Anggota : Dr. Nurhayati M.M.  
NIP 196106071987022001

.....

Mengetahui,  
Program Magister Manajemen  
Ketua Program Studi

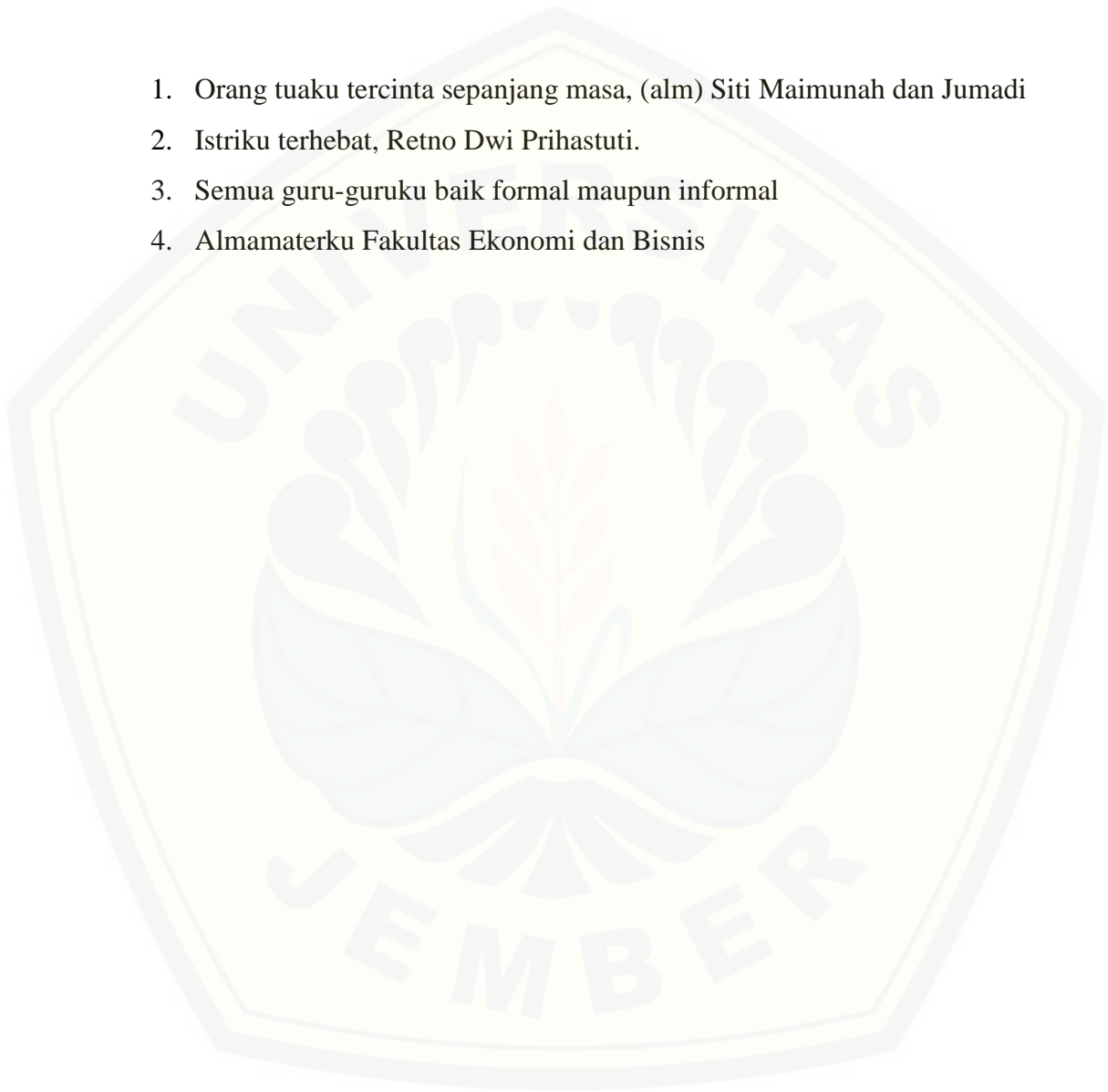
**Dr. Hari Sukarno, M.M.**  
NIP 196105301988021001

Mengesahkan,  
Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis

**Dr. Muhammad Miqdad, S.E, M.M, Ak, CA.**  
NIP 197107271995121001

**PERSEMBAHAN**

1. Orang tuaku tercinta sepanjang masa, (alm) Siti Maimunah dan Jumadi
2. Istriku terhebat, Retno Dwi Prihastuti.
3. Semua guru-guruku baik formal maupun informal
4. Almamaterku Fakultas Ekonomi dan Bisnis



## MOTO

*“Hendaklah kamu berlaku jujur karena kejujuran menuntunmu pada kebenaran, dan kebenaran menuntunmu ke surga. Dan senantiasa seseorang berlaku jujur dan selalu jujur sehingga dia tercatat di sisi Allah Swt. sebagai orang yang jujur. Dan hindarilah olehmu berlaku dusta karena kedustaan menuntunmu pada kejahatan, dan kejahatan menuntunmu ke neraka. Dan seseorang senantiasa berlaku dusta dan selalu dusta sehingga dia tercatat di sisi Allah Swt. sebagai pendusta.” (H.R. Muslim)*



## PRAKATA

Puji syukur kehadiran Allah SWT atas segala rahmat dan hidayah-Nya, dan sholawat Nabi Muhammad SAW, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul “ *Pengaruh Earnings Management Riil Terhadap Nilai Perusahaan dengan Good Corporate Governance Sebagai Pemoderasi*”. Tesis ini disusun untuk memenuhi salah satu syarat menyelesaikan pendidikan Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember.

Penulisan tesis ini tidak lepas dari bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih kepada:

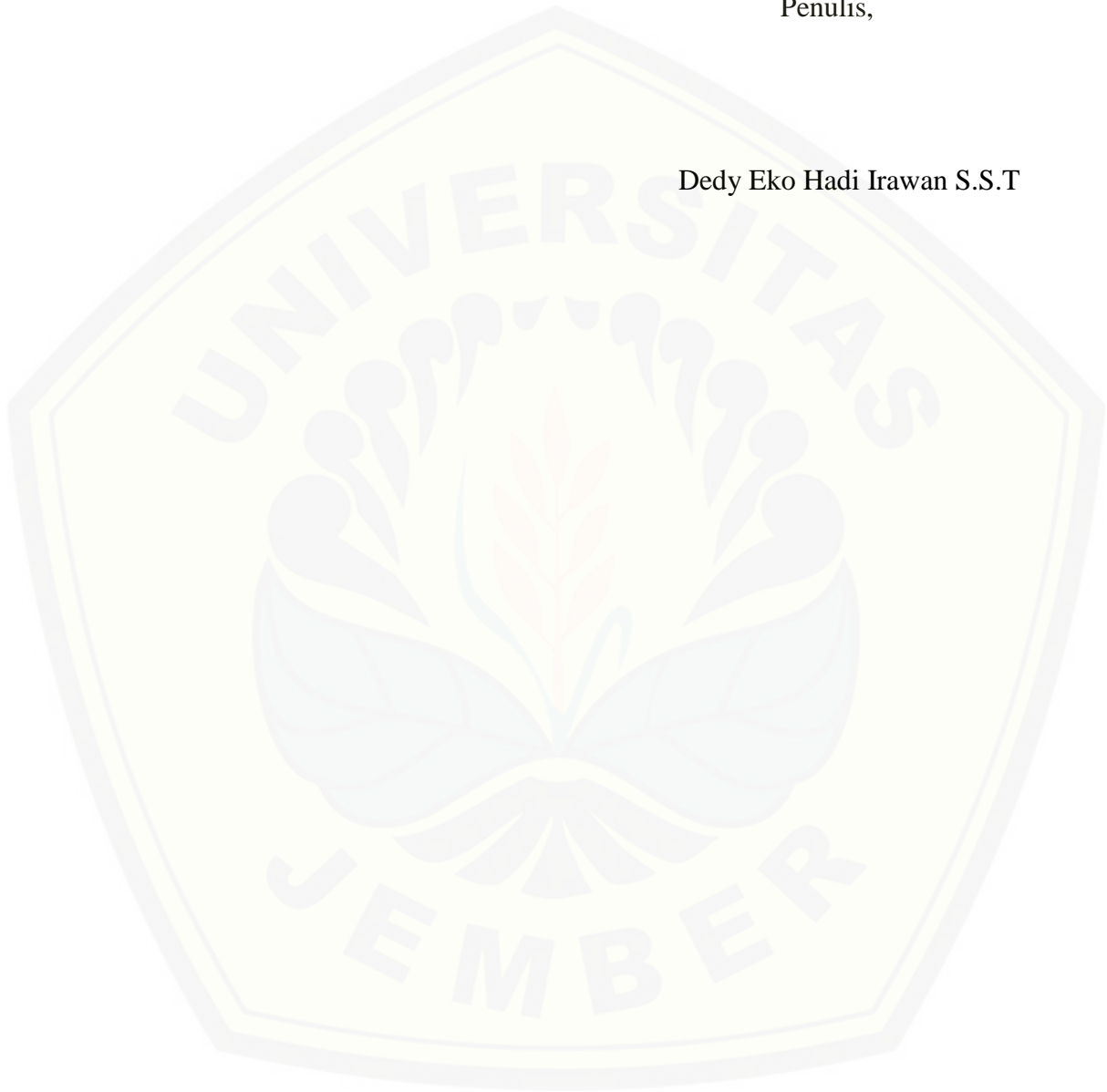
1. Ibu Prof. Dr. Isti Fadah M.Si. selaku Pembimbing Utama dan Dr. Elok Sri Utami M.Si selaku Pembimbing Anggota yang telah meluangkan waktunya untuk memberikan bimbingan, arahan, dan masukan dalam penyelesaian tesis ini,
2. Bapak Dr. Hari Sukarno, M.M, selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Jember beserta seluruh dosen dan staf yang telah memberikan arahan, dukungan, dan bantuan selama pendidikan,
3. Bapak Hadi Paramu MBA Ph.D, Ibu Dr. Nurhayati M.M. sebagai dosen penguji yang telah memberikan saran dan masukan dalam penyusunan tesis ini,
4. Bapak Rudy Gunawan Bastari selaku Kepala Kantor Wilayah Direktorat Jenderal Pajak Jawa Timur III yang telah memberikan ijin belajar dan Bapak Wisnu Indarto selaku Kepala Kantor Pelayanan Pajak Pratama Jember yang memberikan kesempatan dan dukungan untuk menyelesaikan pendidikan ini.
5. Orang tua tersayang, Jumadi dan (alm) Siti Maimunah, yang telah berusaha mendidik dengan sepenuh hati memberikan kasih sayang dan selalu mendo'akan agar menjadi orang yang lebih baik. I Love You Dad, I Miss You Mom.
6. Istriku tercinta, Retno Dwi Prihastuti, terima kasih untuk selalu berusaha menjadi yang terbaik bagi keluarga.
7. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu-persatu yang telah memberikan dukungan dan bantuan dalam proses penyusunan skripsi ini hingga selesai

Penulis menerima kritik dan saran yang membangun dari semua pihak demi kesempurnaan tesis ini. Akhirnya penulis berharap, semoga tesis ini dapat bermanfaat

Jember, 12 November 2018

Penulis,

Dedy Eko Hadi Irawan S.S.T



## RINGKASAN

**Pengaruh *Earnings Management* Riil Terhadap Nilai Perusahaan dengan *Good Corporate Governance* Sebagai Pemoderasi;** Dedy Eko Hadi Irawan 140820101030 , 2018, 109 Halaman Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jember.

Manajemen laba riil merupakan tindakan manajemen untuk mempengaruhi pelaporan laba melalui aktivitas perusahaan sehari-hari selama periode akuntansi. *Konflik keagenan* dapat menyebabkan adanya manajemen laba. Hubungan antara principal dan agen dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi. Agen dapat mempengaruhi angka-angka akuntansi yang disajikan dalam laporan keuangan dengan cara melakukan manajemen laba. Adanya manajemen laba dapat menghasilkan laba semu yang dapat menurunkan nilai perusahaan dimasa datang. Untuk mengurangi perilaku opportunistik manajer diperlukan suatu mekanisme pengawasan yang disebut dengan *good corporate governance*. Mekanisme tersebut diharapkan akan meningkatkan efisiensi ekonomis hubungan antara manajemen perusahaan, dewan komisaris, para pemegang saham dan *stakeholder* lainnya.

Tujuan penelitian ini adalah menguji pengaruh manajemen laba riil yang diprosikan dengan arus kas operasi, biaya produksi dan biaya diskresioner terhadap nilai perusahaan dengan *Good Corporate Governance* yang terdiri dari kualitas audit, komisaris independen, kepemilikan institusional, kepemilikan manajemen sebagai variabel moderasi. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008-2016. Metode pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Manajemen laba riil melalui arus kas operasi, manajemen laba riil melalui biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Kualitas auditor berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Komisaris independen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan manajemen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Manajemen laba riil yang melalui arus kas operasi, biaya produksi dan biaya diskresioner berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kualitas audit sebagai moderasi, manajemen laba riil tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan institusional sebagai moderasi, kecuali manajemen laba riil melalui arus kas operasi. Manajemen laba riil tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan komisaris independen sebagai moderasi kecuali untuk manajemen laba riil melalui arus kas operasi, Manajemen laba riil tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan manajemen sebagai moderasi.

**Kata Kunci :** *Manajemen Laba Riil, Good Corporate Governance, Nilai Perusahaan*

## SUMMARY

**The Effect of Real Earning Management On Firm Value By Good Corporate Governance As Moderating;** Dedy Eko Hadi Irawan 140820101030; 2018 : 109 Pages; Master Of Management Faculty Of Economics and Bussiness Jember University.

Real earnings management is a management action to influence earnings reporting through daily company activities during the accounting period. Agency Problem can lead to earnings management. The relationship between the principal and the agent can lead to conditions of Asymmetric Information. Agents can influence the accounting numbers presented in financial statements by conducting earnings management. The existence of earnings management can generate false profits that can reduce the value of the company in the future. To reduce opportunistic behavior, managers need a monitoring mechanism called good corporate governance. The mechanism is expected to increase the economic efficiency of the relationship between company management, board of commissioners, shareholders and other stakeholders.

The study examined the effect of real earnings management that is proxied by operating cash flows, production costs and discretionary costs on firm value with Good Corporate Governance consisting of audit quality, independent commissioners, institutional ownership, management ownership as moderating variables. The population in this study are all manufacturing industries listed on the Indonesia Stock Exchange in 2008-2016. The sampling method uses purposive sampling method. The results showed that real earnings management through operating cash flows, real earnings management through production costs and real earnings management through discretionary costs did not have a significant effect on firm value. The quality of the auditor has a significant effect on the value of the company. Independent Commissioners have a significant effect on company value. Institutional ownership has a significant effect on firm value. Management ownership does not have a significant effect on firm value. Real earnings management through cash flow operations, production costs and discretionary costs have a significant effect on firm value with audit quality as moderating, real earnings management does not significantly influence firm value with institutional ownership as moderating, except real earnings management through operating cash flows. Real earnings management does not have a significant effect on firm value with independent commissioners as moderation except for real earnings management through operating cash flows, real earnings management does not significantly influence firm value with management ownership as moderating.

**Keywords:** *Real Profit Management, Good Corporate Governance, Company Value*

**DAFTAR ISI**

<b>HALAMAN JUDUL</b> .....	ii
<b>HALAMAN SAMPUL DALAM</b> .....	iii
<b>HALAMAN PERNYATAAN</b> .....	iv
<b>HALAMAN PERSETUJUAN</b> .....	v
<b>HALAMAN PENGESAHAN</b> .....	vi
<b>HALAMAN PERSEMBAHAN</b> .....	vii
<b>HALAMAN MOTO</b> .....	viii
<b>PRAKATA</b> .....	x
<b>RINGKASAN</b> .....	xi
<b>SUMMARY</b> .....	xii
<b>DAFTAR ISI</b> .....	xiii
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	xv
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	xvi
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	xvii
<b>BAB 1. PENDAHULUAN</b> .....	1
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	5
1.3 Tujuan Penelitian .....	6
1.4 Manfaat Penelitian .....	7
<b>BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA</b> .....	8
2.1 Landasan Teori.....	8
2.1.1 Teori Keagenan.....	8
2.1.2 Manajemen Laba.....	10
2.1.3 <i>Good Corporate Governance</i> .....	13
2.1.4 Nilai Perusahaan .....	18
2.2 Penelitian sebelumnya.....	21
2.3 Kerangka Konseptual Penelitian .....	23
2.4 Pengembangan Hipotesis .....	24
2.4.1 Manajemen Laba Riil dan Nilai Perusahaan.....	25
2.4.2 Pengaruh <i>Good Corporate Governance</i> terhadap Nilai Perusahaan ...	26

2.4.3 Pengaruh Manajemen Laba Riil terhadap Nilai Perusahaan dengan <i>Good Corporate Governance</i> sebagai variabel pemoderasi.....	28
<b>BAB 3. METODE PENELITIAN</b> .....	32
3.1 Rancangan Penelitian.....	32
3.2 Populasi dan Sampel.....	32
3.3 Jenis dan Sumber Data.....	32
3.4 Identifikasi Variabel.....	33
3.5 Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya.....	34
3.6 Metode Analisis Data.....	37
3.6.1 Uji Asumsi Klasik.....	37
3.6.2 Uji Hipotesis.....	40
<b>BAB 4. HASIL DAN PEMBAHASAN</b> .....	42
4.1 Hasil Penelitian.....	42
4.1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian.....	42
4.1.2 Karakteristik Sampel.....	42
4.1.3 Deskripsi Statistik Variabel Penelitian.....	43
4.1.4 Moderated Regression Analysis (MRA).....	45
4.1.5 Uji Asumsi Klasik.....	46
4.1.6 Hipotesis Uji t.....	49
4.1.7 Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ).....	53
4.2 Pembahasan.....	54
4.2.1 Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Nilai Perusahaan.....	54
4.2.2 Pengaruh Kualitas Auditor Terhadap Nilai Perusahaan.....	57
4.2.3 Pengaruh Komisaris Independen Terhadap Nilai Perusahaan.....	59
4.2.4 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan.....	60
4.2.5 Pengaruh Kepemilikan Manajemen Terhadap Nilai Perusahaan.....	61
4.2.6 Pengaruh Manajemen Laba terhadap Nilai Perusahaan dengan <i>Good Corporate Governance</i> sebagai variabel pemoderasi.....	62
<b>BAB 5. KESIMPULAN DAN SARAN</b> .....	71
5.1 Kesimpulan.....	71
5.2 Saran.....	72
<b>DAFTAR PUSTAKA</b> .....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
<b>LAMPIRAN</b> .....	80

**DAFTAR TABEL**

Tabel 3.1 Variabel Penelitian

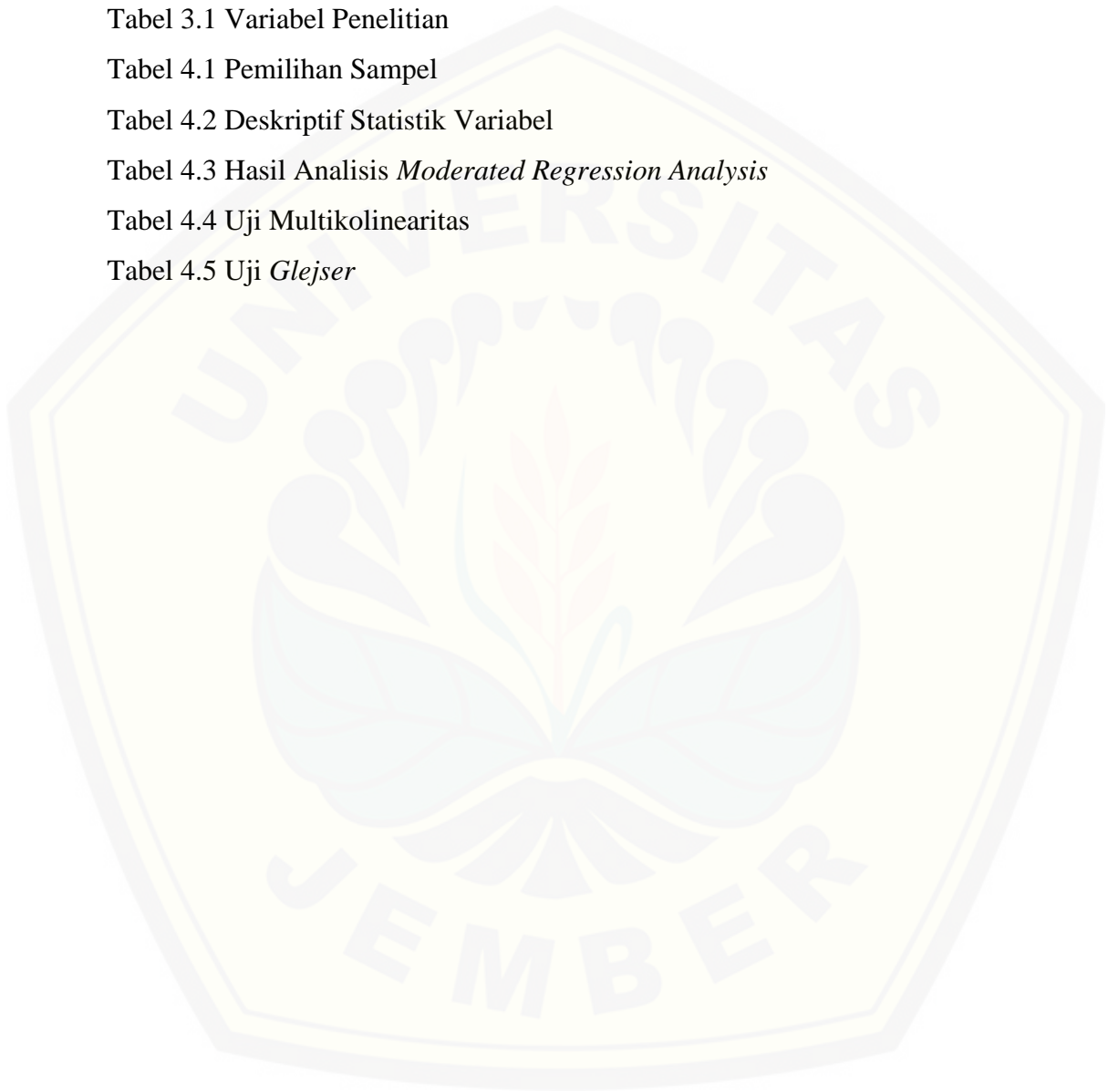
Tabel 4.1 Pemilihan Sampel

Tabel 4.2 Deskriptif Statistik Variabel

Tabel 4.3 Hasil Analisis *Moderated Regression Analysis*

Tabel 4.4 Uji Multikolinearitas

Tabel 4.5 Uji *Glejser*



**DAFTAR GAMBAR**

2.1 Kerangka Konseptual Penelitian

4.1 Hasil Uji Asumsi Kenormalan Model





**DAFTAR LAMPIRAN**

- Lampiran 1 Data Variabel Penelitian
- Lampiran 2 Hasil Uji Normalitas Data
- Lampiran 3 Hasil Uji Regresi Linear Berganda
- Lampiran 4 Hasil Uji Autokorelasi
- Lampiran 5 Hasil Uji Multikolinearitas
- Lampiran 6 Hasil Uji Heteroskedastisitas



## BAB 1. PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Skandal keuangan yang melibatkan perusahaan besar terungkap kembali di pertengahan tahun 2015. Toshiba yang merupakan perusahaan manufaktur dibidang produk elektronik, *chipset memory* hingga reaktor nuklir, merekayasa laporan keuangan dengan menggelembungkan laba usaha hingga ¥151,8 Miliar (atau Rp 15,85 triliun) sejak tahun 2008. Rekayasa laba dilakukan dengan mengakui pendapatan proyek lebih awal menggunakan *percentage of completion*, menunda pengakuan biaya pada periode tertentu dengan metode yang tidak sesuai prinsip akuntansi dan memaksa *supplier* menunda penerbitan tagihan meski pekerjaan sudah selesai dan lain-lain. Rekayasa tersebut dilakukan dengan adanya persetujuan dari direksi sehingga mengakibatkan harga saham jatuh antara lebih dari 11 persen menjadi ¥ 176,3 yang merupakan harga penutupan terendah sejak akhir 1979. Perusahaan melaporkan membengkaknya perkiraan kerugian tahunan menjadi US\$ 6 Miliar di awal tahun 2016.

Kasus serupa yang dilakukan Olympus pada tahun 2011, menutupi kerugiannya dengan menggunakan teknik akuntansi yang dinamakan Tobashi, yakni menyembunyikan kerugian investasinya, dengan mentransfer kerugian menjadi aset untuk perusahaan sekutu atau perusahaan anak (Soble, 2011). Perusahaan juga melakukan penjualan aktiva bermasalah atau pinjaman ke perusahaan *dummy* maka kerugian dapat dicegah sehingga tidak muncul di laporan keuangan. Rekayasa ini juga disetujui beberapa dewan direksi. Kasus ini keuangan terbongkar. setelah mantan CEO Olympus, Michael Woodford yang dipecat perusahaan. CEO Olympus menuntut agar perusahaan menerangkan transaksi yang menyimpang sebesar US\$1,3 Miliar. Perkiraan kerugian keseluruhan telah berada di kisaran US \$ 5 Miliar. Hal tersebut menyebabkan harga saham sebesar 75% nilai pasar perusahaan pada tahun 2011-2012 sehingga dikeluarkan (*delisting*) dari *Tokyo Stock Exchanges*.

Kasus Toshiba dan Olympus menambah daftar panjang perusahaan besar yang melakukan manipulasi laporan keuangan khususnya pelaporan laba. Sebelumnya, Worldcom juga memanipulasi pendapatannya sebanyak US\$ 3,8 miliar. Kemudian kasus keuangan diteruskan dengan kasus Enron. Direksi dan Auditor Enron secara sistematis melakukan rekayasa keuangan dengan memanipulasi pendapatannya hingga US\$ 600 juta, dan memalsu laporan utang sejumlah US\$ 1,2 Miliar.

Berdasarkan kasus keuangan yang terjadi pada perusahaan tersebut maka dapat dijelaskan bagaimana usaha manajer untuk melaporkan laba yang dipandang baik oleh para *stakeholder*. Laba adalah tolok ukur bagi para pemakai laporan keuangan untuk menilai kinerja manajemen, pengenaan pajak, kebijakan dividen, pedoman investasi, serta pengambilan keputusan. Laba mencerminkan kinerja perusahaan secara keseluruhan. Hal itu dikarenakan laba tahun berjalan memiliki kualitas yang baik jika laba tersebut menjadi indikator yang baik untuk laba masa mendatang, atau berhubungan secara kuat dengan arus kas operasi di masa mendatang (Penman dan Cohen, 2003). Kebijakan akuntansi dikelola perusahaan agar laba yang dihasilkan memiliki kualitas tinggi sehingga aktivitas perusahaan dapat berlangsung berkesinambungan. Kualitas laba yang rendah dapat menyebabkan para *stakeholder* dapat mengambil keputusan yang salah sehingga nilai perusahaan bisa berkurang (Siallagan dan Mahfoedz, 2006). Apabila kemakmuran pemegang saham semakin tinggi maka hal itu disebabkan karena nilai perusahaan tinggi sehingga pemegang saham akan berinvestasi modal pada perusahaan (Haruman, 2008)

Manajemen laba merupakan tindakan manajemen untuk mempengaruhi pelaporan laba. *Agency problem* dapat menyebabkan adanya manajemen laba dimana adanya konflik keagenan antara manajer sebagai agen dan pemilik/pemegang saham. Hubungan antara principal dan agen dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi (*asymmetrical information*) karena agen berada pada posisi yang memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan dengan prinsipal. Adanya ketidakseimbangan informasi yang dimilikinya, akan mendorong agen untuk menyembunyikan beberapa informasi

yang tidak diketahui prinsipal dengan asumsi bahwa individu-individu bertindak untuk memaksimalkan kepentingan diri sendiri. Agen dapat mempengaruhi angka-angka akuntansi yang disajikan dalam laporan keuangan dengan cara melakukan manajemen laba. Adanya manajemen laba dapat menghasilkan laba semu yang dapat menurunkan nilai perusahaan dimasa datang (Siallagan dan Mahfoedz 2006). Manajer yang memiliki informasi atas laba bersih perusahaan akan bertindak oportunistik untuk melakukan manajemen laba dengan memaksimalkan laba saat ini ataupun menyimpannya untuk tahun-tahun yang akan datang.

Mekanisme pengawasan dari *stakeholder* diperlukan untuk mengurangi perilaku oportunistik manajer tersebut. Mekanisme pengawasan yang disebut dengan *good corporate governance* menjadi elemen kunci dalam meningkatkan efisiensi ekonomis antara lain serangkaian hubungan antara manajemen perusahaan, dewan komisaris, para pemegang saham dan *stakeholder* lainnya. *Good Corporate Governance* berkaitan dengan keyakinan investor dimana manajer pada mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1997). *Corporate governance* berfungsi untuk menekan atau menurunkan biaya keagenan. Mekanisme *good corporate governance* ditandai dengan adanya kepemilikan institusional, kepemilikan manajemen, audit dan komisaris independen. Kepemilikan institusional dan kepemilikan manajemen diyakini dapat membatasi perilaku manajer dalam melakukan manajemen laba. Rajgopal *et al.* (1999) dan Darmawati (2003) menemukan bahwa keberadaan komite audit dan komisaris independen perusahaan terbukti efektif dalam mencegah praktik manajemen laba, karena keberadaan komite audit dan komisaris independen bertujuan untuk mengawasi jalannya kegiatan perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan. Taheer dan Salem (2017) juga menemukan bahwa kepemilikan institusional dan dewan direksi berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Manajemen laba riil berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan mekanisme *corporate governance*. Roychowdhury (2006) menemukan bahwa manajemen laba riil yang dilakukan oleh manajemen perusahaan akan memperlihatkan kinerja yang baik dalam jangka pendek atau meningkatkan nilai perusahaan. Namun, periode berikutnya laba akan mengalami penurunan

sehingga mengakibatkan nilai perusahaan menjadi turun dalam jangka panjang. Kamil dan Hapsari (2014) menemukan bahwa bahwa manajemen laba akrual tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan mekanisme *corporate governance* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun, secara parsial, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional merupakan variabel pemoderasi dalam pengaruh manajemen laba terhadap nilai perusahaan, sedangkan komisaris independen bukanlah variabel pemoderasi. Pamungkas (2012) menunjukkan bahwa manajemen laba akrual dapat mengurangi nilai perusahaan. Ferdawati (2008) menemukan bahwa manajemen laba riil berpengaruh positif signifikan pada nilai perusahaan. Sedangkan Herawaty (2007) membuktikan bahwa manajemen laba akrual berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. Partami, Sinarwati dan Darmawan (2014) menyimpulkan terdapat pengaruh negatif manajemen laba riil pada nilai perusahaan. Semakin tinggi manajemen laba riil yang dilakukan maka nilai perusahaan akan semakin rendah. Yuyetta dan Haryudanto (2010) menemukan tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara manajemen laba akrual terhadap nilai perusahaan.

*Good corporate governance* yang terdiri dari kepemilikan institusional, auditor, kepemilikan manajemen mampu memoderasi manajemen laba riil pada nilai perusahaan. Vajriyanti, Widanaputra, Putri (2010) menyimpulkan *good corporate governance* mampu memoderasi pengaruh manajemen laba riil pada nilai perusahaan. Semakin rendah manajemen laba riil maka semakin tinggi nilai perusahaan, terutama bagi perusahaan yang menerapkan praktik *good corporate governance* yang tinggi.

Perkembangan penelitian empiris mengenai manajemen laba menunjukkan bahwa manajer telah beralih dari manajemen laba berbasis akrual ke manajemen laba riil setelah periode *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) sebagaimana telah diteliti oleh Gunny (2005) Roychowdhury (2006) Cohen (2008) dan Ratmono (2010). Manajemen laba berbasis akrual menggunakan keleluasaan dalam pemilihan metode akuntansi. Sedangkan manajemen laba riil merupakan tindakan manajemen yang menyimpang dari praktek bisnis normal baik dalam kegiatan operasi, investasi dan pembiayaan. Contoh dalam kegiatan operasi adalah

manipulasi penjualan, penurunan beban-beban diskresionari dan produksi yang berlebihan. Roychowdhury (2006) menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan berbagai teknik manajemen laba, tidak hanya satu teknik saja untuk mencapai target laba. Oleh karena itu, penelitian akuntansi yang mengambil kesimpulan tentang manajemen laba dengan hanya mendasarkan pada pengaturan akrual saja mungkin menjadi tidak valid (Roychowdhury, 2006). Graham (2008) menunjukkan bahwa manajer puncak cenderung lebih memilih manajemen laba riil daripada manajemen laba berbasis akrual untuk mencapai target laba. Cohen *et al.* (2008) menunjukkan bahwa manajer telah beralih dari manajemen laba berbasis akrual ke manajemen laba riil untuk menghindari deteksi yang dilakukan auditor dan regulator. Berdasarkan latar belakang tersebut, maka penelitian ini mengambil topik tentang pengaruh manajemen laba riil terhadap nilai perusahaan dengan *good corporate governance* sebagai pemoderasi.

## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka rumusan masalah penelitian adalah :

- a. Apakah *earnings management* riil yang terdiri dari manajemen laba riil melalui arus operasi, manajemen laba riil melalui biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
- b. Apakah kualitas audit berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?
- c. Apakah komisaris independen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?
- d. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?
- e. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?
- f. Apakah kualitas audit dapat memoderasi pengaruh manajemen laba riil melalui arus operasi, manajemen laba riil melalui biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner terhadap nilai perusahaan?

- g. Apakah komisaris independen dapat memoderasi pengaruh manajemen laba riil melalui arus operasi, manajemen laba riil melalui biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner terhadap nilai perusahaan?
- h. Apakah kepemilikan institusional dapat memoderasi pengaruh manajemen laba riil melalui arus operasi, manajemen laba riil melalui biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner terhadap nilai perusahaan?
- i. Apakah kepemilikan manajerial dapat memoderasi pengaruh manajemen laba riil melalui arus operasi, manajemen laba riil melalui biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner terhadap nilai perusahaan?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah :

- a. Untuk menganalisis pengaruh *earnings management* riil yang terdiri dari manajemen laba riil melalui arus operasi, manajemen laba riil melalui biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner terhadap nilai perusahaan.
- b. Untuk menganalisis pengaruh kualitas audit terhadap nilai perusahaan
- c. Untuk menganalisis pengaruh komisaris independen terhadap nilai perusahaan
- d. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan
- e. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan
- f. Untuk menganalisis kualitas audit sebagai variabel moderasi dalam pengaruh manajemen laba riil melalui arus operasi, manajemen laba riil melalui biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner terhadap nilai perusahaan.
- g. Untuk menganalisis komisaris independen sebagai variabel moderasi dalam pengaruh manajemen laba riil melalui arus operasi, manajemen laba riil melalui biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner terhadap nilai perusahaan.

- h. Untuk menganalisis kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi dalam pengaruh manajemen laba riil melalui arus operasi, manajemen laba riil melalui biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner terhadap nilai perusahaan.
- i. Untuk menganalisis kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi dalam pengaruh manajemen laba riil melalui arus operasi, manajemen laba riil melalui biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner terhadap nilai perusahaan.

#### 1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari hasil penelitian ini adalah :

- a. Peneliti/akademisi

Memberikan kontribusi terhadap pengembangan ilmu pengetahuan, artinya dapat memperkuat teori – teori dan praktek tentang manajemen laba riil *good corporate governance* dan nilai perusahaan serta menambah referensi bagi peneliti selanjutnya yang berminat melakukan penelitian dibidang yang sama.

- b. Praktisi/Investor

Bagi para pemakai laporan keuangan dan investor memahami peranan *good corporate governance* terhadap praktek manajemen laba yang dilakukan yang perusahaan dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan



## BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1 Landasan Teori

#### 2.1.1 Teori Keagenan

Jensen dan Meckling (1976) dalam Pasaribu (2009) menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara manajer (*agent*) dengan investor (*principal*). Terjadinya konflik kepentingan antara pemilik dan agen karena kemungkinan agen bertindak tidak sesuai dengan kepentingan *principal*, sehingga memicu biaya keagenan.

Teori keagenan pada dasarnya merupakan teori yang muncul karena adanya konflik kepentingan antara prinsipal dan agen. Teori ini mengasumsikan bahwa masing-masing individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan dirinya sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara prinsipal dan agen. Prinsipal mengontrak agen untuk melakukan pengelolaan sumber daya dalam perusahaan dan berkewajiban untuk memberikan imbalan kepada agen sedangkan agen berkewajiban melakukan pengelolaan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan dan bertanggungjawab atas tugas yang dibebankan kepadanya (Jensen dan Meckling, 1976) dalam Pasaribu (2009). Lane (2000:31) menyatakan bahwa hubungan prinsipal dan agen terjadi apabila tindakan yang dilakukan seseorang memiliki dampak pada orang lain atau ketika seseorang sangat tergantung pada tindakan orang lain. Pengaruh atau ketergantungan ini diwujudkan dalam kesepakatan-kesepakatan dalam struktur institusional pada berbagai tingkatan, seperti norma perilaku dan konsep kontrak antara keduanya.

Teori keagenan dilandasi oleh 3 (tiga) asumsi yaitu (a) asumsi tentang sifat manusia; (b) asumsi tentang keorganisasian dan (c) asumsi tentang informasi. Asumsi tentang sifat manusia menekankan bahwa manusia memiliki sifat mementingkan diri sendiri (*self interest*) memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*) dan tidak menyukai resiko (*risk aversion*). Asumsi keorganisasian menekankan adanya konflik antar anggota organisasi, efisiensi

sebagai kriteria produktivitas. Asimetri informasi merupakan informasi yang tidak seimbang karena perbedaan distribusi informasi antara prinsipal dan agen (Gibaldi, 2001).

Teori keagenan dikenal ketika terdapatnya pemisahan antara pemilik dengan manajer disuatu perusahaan/perbankan, maka terdapat kemungkinan bahwa keinginan pemilik diabaikan (Pearce dan Robinson, 2008: 47). Hal ini akan memicu terjadinya konflik. Semakin dekat batasan hutang terhadap ekuitas semakin mungkin manajemen akan memilih metode-metode yang akan meningkatkan *income* dan juga bonus. Riset akuntansi positif yang dimaksudkan untuk menguji hipotesis-hipotesis teori agensi, menekankan anggapan mengenai pertalian antara perusahaan yang sangat besar dengan campur tangan pemerintah, yang mendorong alternatif-alternatif akuntansi yang menurunkan *income*. Oleh karena itu, pemilihan metode akuntansi dipengaruhi oleh efek metode tersebut terhadap kontrak-kontrak keagenan. (Bastian, 2006: 213). *Agency problem* sering terjadi dalam perusahaan yang manajernya memiliki kurang dari seratus persen saham. Pemilik sekaligus manajer perseorangan selalu bertindak memaksimalkan kemakmuran mereka dan meminimumkan pengeluaran yang tidak diperlukan, tetapi apabila pemilik perusahaan menjual sebagian saham kepada investor lain, maka muncul *agency problem* (Noerirawan, 2012).

Konsep dari teori ini adalah hubungan yang terjadi diantara prinsipal dengan agen dimana dalam hubungan tersebut terdapat pertukaran jasa. Prinsipal adalah Pemegang saham dan agen merupakan manajemen yang terlibat (Pertiwi, 2010). Menurut Darmawati (2005). Bagi perusahaan, konflik antara manajer dan pemegang saham yang dihadapi mengacu pada kesukaran investor untuk mendeteksi dana yang diinvestasikan digunakan manajemen untuk pendanaan kegiatan yang kurang menguntungkan (Wulandari, 2011). Untuk meredam tindakan para *agent* yang tidak sesuai dengan kepentingannya, *principal* memiliki dua cara yaitu (Subramaniam *et al.* 2009) :

1. Mengawasi perilaku *agent* dengan mengadopsi fungsi audit dan mekanisme *corporate governance* lain yang dapat meluruskan kepentingan *agent* dengan kepentingan *principal*.

2. Menyediakan insentif kepegawaian yang menarik kepada *agent* dan mengadakan struktur *reward* yang dapat membujuk para *agent* untuk bertindak sesuai dengan kepentingan terbaik *principal*.

*Agency theory* sering digunakan sebagai landasan dalam penelitian-penelitian sebelumnya mengenai *corporate governance*, khususnya tentang keberadaan komite. Hal ini dikarenakan pentingnya aspek pengawasan (*monitoring*) demi terwujudnya *good corporate governance*. Apabila dilihat dari perspektif agensi, terdapat dua mekanisme pengawasan manajemen yang umum, yaitu pengawasan internal dan pengawasan eksternal. Mekanisme pengawasan internal adalah dewan komisaris dan komite (Chen *et al.* 2009), sedangkan mekanisme pengawasan eksternal adalah auditor eksternal (Subramaniam *et al.* 2009).

Komite yang dibentuk dewan komisaris merupakan mekanisme *corporate governance* yang efektif untuk mengatasi masalah agensi (Cai *et al.* 2008). Umumnya, komite tersebut diprediksi ada ketika situasi *agency cost* cenderung tinggi, misalnya *leverage* tinggi, dan ukuran bank yang cukup besar pula (Subramaniam *et al.* 2009; Chen *et al.* 2009).

## 2.1.2 Manajemen Laba

Scott (1998) menjelaskan bahwa praktik manajemen laba oleh para manajer mencerminkan adanya perilaku oportunistik dimana praktik manajemen laba atas dasar motivasi dan kepentingan tertentu yang dilatarbelakangi oleh faktor-faktor ekonomi tertentu pula. Kepentingan tersebut dapat berupa kepentingan pribadi manajer maupun kepentingan perusahaan. Scott (1998) menyebutkan bahwa motivasi manajer untuk melakukan manajemen laba didasari oleh *bonus plan debt covenant*, dan *political costs*. Schipper (1989) mendefinisikan manajemen laba sebagai suatu intervensi yang disengaja pada proses pelaporan keuangan eksternal dengan maksud mendapatkan keuntungan pribadi. Healy dan Wahlen (1999) menjelaskan bahwa manajemen laba terjadi bertujuan untuk memberikan gambaran yang salah bagi *stakeholders* tentang kinerja ekonomi perusahaan, maupun untuk mempengaruhi hasil kontraktual yang bergantung pada angka angka akuntansi yang dilaporkan. Ketika para manajer menggunakan keputusannya

dalam pelaporan keuangan dan melakukan pencatatan transaksi untuk mengubah laporan keuangan maka manajemen laba dilakukan oleh manajer.

Dechow dan Skinner (2000) menjelaskan bahwa bentuk manajemen laba dilakukan dengan peningkatan laba (*income increasing*), penurunan laba (*income decreasing*), perataan laba (*income smoothing*) dan *taking a bath* yakni pengakuan biaya dan kerugian periode yang akan datang pada periode berjalan ketika pada periode berjalan terjadi keadaan buruk yang tidak menguntungkan. Manajemen laba dilakukan dengan strategi pemilihan keputusan operasi, investasi dan pembelanjaan yang tepat (McNichols dan Wilson, 1988). Selain itu, pemilihan teknik akuntansi lain yang dipandang strategis (Schroeder dan Clark, 1998 dalam Riduan 2007)

Manajemen laba dalam tiga kategori yaitu akuntansi yang curang, manajemen laba akrual, dan manajemen laba riil (Gunny, 2005). Manajemen laba riil diartikan sebagai tindakan-tindakan manajemen yang menyimpang dari praktek bisnis normal yang dilakukan dengan tujuan utama untuk mencapai target laba (Cohen dan Zarowin, 2010; Roychowdhury, 2006). Pola manajemen laba riil, yaitu manipulasi dalam *operating activities*, *investing activities*, dan *financing activities* (Xu et al. 2007). Manajemen laba riil adalah manipulasi yang dilakukan oleh manajemen melalui aktivitas perusahaan sehari-hari selama periode akuntansi. Manajemen laba riil dapat dilakukan kapan saja sepanjang periode akuntansi dengan tujuan spesifik, yaitu memenuhi target laba tertentu, menghindari kerugian, dan mencapai target ramalan analis.

Ada tiga cara melakukan manajemen laba riil yaitu: (Cohen dan Zarowin, 2010 dalam Nugroho 2013)

a. Manipulasi penjualan

Manipulasi penjualan merupakan usaha untuk meningkatkan penjualan secara temporer dalam periode tertentu dengan menawarkan diskon harga produk secara berlebihan atau memberikan persyaratan kredit yang lebih mudah. Strategi ini dapat meningkatkan volume penjualan dan laba periode saat ini, dengan mengasumsikan marginnya positif. Pemberian potongan harga pada periode berjalan akan meningkatkan laba tahun sekarang, namun akan memberikan dampak negatif terhadap aliran kas masa depan, karena

pelanggan berharap akan memperoleh potongan harga yang sama di masa mendatang.

b. Penurunan beban-beban diskresionari (*discretionary expenditures*)

Perusahaan dapat menurunkan *discretionary expenditures* seperti beban penelitian dan pengembangan, iklan, dan penjualan, administrasi, dan umum terutama dalam periode di mana pengeluaran tersebut tidak langsung menyebabkan pendapatan dan laba. Strategi ini dapat meningkatkan laba dan arus kas periode saat ini namun dengan resiko menurunkan arus kas periode mendatang. Apabila pengurangan biaya-biaya tersebut dilakukan tanpa memerhatikan kondisi perekonomian, maka akan memberikan dampak negatif berupa kehilangan kesempatan untuk mendapatkan laba yang lebih baik di masa depan, karena kemampuan perusahaan akan berkurang dalam menghadapi persaingan

c. Produksi yang berlebihan (*overproduction*)

Untuk meningkatkan laba, manajer perusahaan dapat memproduksi lebih banyak daripada yang diperlukan dengan asumsi bahwa tingkat produksi yang lebih tinggi akan menyebabkan biaya tetap per unit produk lebih rendah. Strategi ini dapat menurunkan *cost of goods sold* dan meningkatkan laba operasi. Namun, produksi secara berlebihan ini akan menimbulkan dampak negatif terhadap aliran kas masa depan, karena perusahaan menanggung biaya penyimpanan yang besar untuk persediaannya.

Manajemen laba riil merupakan penyimpangan dari praktek operasional perusahaan yang normal. Ketiga cara manipulasi aktivitas riil di atas mungkin merupakan keputusan yang optimal dalam kondisi ekonomi tertentu. Namun, jika manajer melakukan aktivitas-aktivitas tersebut secara lebih intensif daripada yang optimal dengan tujuan mencapai target laba, maka tindakan tersebut dapat didefinisikan sebagai teknik manajemen laba (Roychowdhury, 2006; Cohen dan Zarowin, 2010 dalam Nugroho 2013). Praktik manajemen laba riil yang dilakukan oleh manajer akan menunjukkan kinerja yang baik dalam jangka pendek, namun dalam jangka panjang hal ini akan mempunyai dampak negatif terhadap kinerja atau laba periode berikutnya dan menyebabkan penurunan nilai

perusahaan (Roychowdhury, 2006).

Ketiga cara manipulasi aktivitas riil di atas biasanya dilakukan oleh perusahaan - perusahaan dengan kinerja yang buruk sehingga tidak banyak memiliki akrual untuk dimanipulasi (Ratmono 2010). Satu-satunya cara adalah dengan manipulasi aktivitas riil tersebut terutama untuk mencapai laba sedikit di atas nol. Ketiga cara tersebut perusahaan-perusahaan yang diduga (*suspect*) melakukan manipulasi aktivitas riil akan mempunyai *abnormal cash flow operations* dan *abnormal discretionary expenses* yang lebih kecil serta *abnormal production cost* yang lebih besar dibandingkan perusahaan-perusahaan lain.

### **2.1.3 Good Corporate Governance**

#### **a. Pengertian Good Corporate Governance**

Tangkilisan (2003:11) menjelaskan bahwa *Good Corporate Governance* (GCG) adalah suatu sistem dan struktur yang mengelola perusahaan dengan tujuan meningkatkan nilai pemegang saham serta mengalokasikan beberapa pihak yang berkepentingan dengan perusahaan seperti kreditor, supplier, asosiasi usaha, konsumen, pekerja, pemerintah dan masyarakat luas.

Menurut Brigham dan Erhardt (2005) mendefinisikan *Good Corporate Governance* sebagai seperangkat aturan dan prosedur yang menjamin manajer untuk menerapkan prinsip-prinsip manajemen berbasis nilai. Sedangkan definisi CGC menurut Bank Dunia merupakan suatu aturan, standar dan organisasi dalam bidang ekonomi yang mengatur tentang perilaku pemilik perusahaan, direktur dan manajer serta perincian dan penjabaran tugas dan wewenang serta pertanggungjawabannya kepada investor (pemegang saham dan kreditor). *Good Corporate Governance* (GCG) diperlukan untuk menciptakan suatu pasar yang transparan, efisien dan konsisten yang berdasarkan peraturan perundang-undangan. Dalam menerapkan GCG diperlukan tiga pilar yang saling berkaitan. Ketiga pilar tersebut yaitu negara dan perangkatnya sebagai regulator, dunia usaha sebagai pelaku pasar dan peran masyarakat sebagai pengguna produk.

*Corporate Governance* diharapkan dapat berfungsi untuk menekan atau menurunkan biaya keagenan. *Corporate Governance* merupakan suatu sistem yang

mengatur dan mengendalikan perusahaan yang diharapkan dapat memberikan dan meningkatkan nilai perusahaan kepada *stakeholder*. Praktek *Corporate Governance* antara lain meliputi Keberadaan Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kualitas Audit.

b. Karakteristik *Good Corporate Governance*

Karakteristik dari *Good Corporate Governance* adalah: (KNKG, 2006)

1) Transparasi

yaitu keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan keterbukaan dalam mengemukakan informasi materiil dan relevan mengenai perusahaan.

2) Akuntabilitas

yaitu kejelasan fungsi, struktur, sistem dan pertanggungjawaban organ perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif. Akuntabilitas merupakan prasyarat yang diperlukan untuk mencapai kinerja yang berkesinambungan.

3) Responsibilitas

Perusahaan harus memenuhi peraturan perundang-undangan serta melaksanakan tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan sehingga dapat terpelihara kesinambungan usaha dalam jangka panjang

4) Independensi

Untuk melancarkan pelaksanaan atas *good corporate governance*, perusahaan harus dikelola secara independen sehingga masing-masing organ perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain.

5) Kesetaraan dan kewajaran

yaitu perlakuan yang adil dan setara di dalam memenuhi hak hak stakeholder yang timbul berdasarkan perjanjian serta peraturan perundangan yang berlaku.

Kamil dan Hapsari (2014) menjelaskan penerapan mekanisme *corporate governance* dapat dilakukan antara lain:

1) Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajemen adalah proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan

(direktur dan komisaris). Kepemilikan oleh manajemen yang besar akan efektif memonitoring aktivitas perusahaan. Siallagan dan Machfoedz, (2006) menyatakan bahwa kepemilikan saham yang besar dari segi nilai ekonomisnya memiliki insentif untuk memonitor. Menurut Jensen dan Meckling (1976), ketika kepemilikan saham oleh manajemen rendah maka ada kecenderungan akan terjadinya perilaku *opportunistic* manajer yang meningkat akan juga. Secara umum dapat dikatakan bahwa prosentase tertentu kepemilikan saham oleh pihak manajemen cenderung mempengaruhi tindakan manajemen laba. Dengan demikian dapat diasumsikan bahwa ketika kepemilikan manajerial tinggi, maka akan mengurangi perilaku oportunistik manajer. Ketika manajer memiliki kepemilikan saham yang tinggi, maka manajer mungkin akan mengurangi tindakan-tindakan yang menguntungkan pihaknya sendiri dan merugikan perusahaan seperti misalnya manajemen laba, karena manajer telah memiliki kesamaan kepentingan dengan pemilik perusahaan (Kamil dan Hapsari, 2014). Dengan adanya kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan maka dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham lainnya sehingga permasalahan antara agen dan principal diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer juga sekaligus sebagai pemegang saham.

## 2) Komisaris Independen

Komisaris yang tidak berasal dari pihak terafiliasi dikenal sebagai Komisaris Independen. Yang dimaksud dengan terafiliasi adalah pihak yang mempunyai hubungan bisnis dan kekeluargaan dengan pemegang saham pengendali, Anggota Direksi dan Dewan Komisaris lain, serta dengan perusahaan itu sendiri. Mantan Anggota Direksi dan Dewan Komisaris yang terafiliasi serta karyawan perusahaan, untuk jangka waktu tertentu termasuk dalam kategori terafiliasi (KNKG, 2006). Dewan ini berfungsi pengawasan terhadap operasional perusahaan oleh pihak manajemen. Menurut Boediono (2005), karakteristik dewan komisaris secara umum dan khususnya komposisi dewan komisaris dapat memberikan kontribusi yang efektif terhadap hasil dari proses penyusunan laporan keuangan yang berkualitas atau kemungkinan terhindar dari kecurangan laporan keuangan. Vafeas (2000) mengatakan bahwa selain kepemilikan manajerial, peranan dewan



komisaris juga diharapkan dapat meningkatkan kualitas laba dengan membatasi tingkat manajemen laba melalui fungsi monitoring atas pelaporan keuangan. Fungsi monitoring yang dilakukan oleh dewan komisaris dipengaruhi oleh jumlah atau ukuran dewan komisaris. Melalui perannya dalam menjalankan fungsi pengawasan, komposisi dewan dapat mempengaruhi pihak manajemen dalam menyusun laporan keuangan sehingga dapat diperoleh suatu laporan laba yang berkualitas. Secara umum dewan komisaris ditugaskan dan diberi tanggungjawab atas pengawasan kualitas informasi yang terkandung dalam laporan keuangan. Hal ini penting mengingat adanya kepentingan dari manajemen untuk melakukan manajemen laba yang berdampak pada berkurangnya kepercayaan investor. Untuk mengatasinya, dewan komisaris diperbolehkan untuk memilih akses informasi perusahaan. Dewan komisaris tidak memiliki otoritas dalam perusahaan, maka dewan direksi bertanggungjawab untuk menyampaikan informasi terkait dengan perusahaan kepada dewan komisaris.

### 3) Kepemilikan Institusioanal

Kepemilikan Institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi keuangan seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan *investment banking* (Siregar dan Utama 2005). Investor institusional yang sering disebut sebagai investor yang canggih (*sophisticated*) sehingga seharusnya lebih dapat menggunakan informasi periode sekarang dalam memprediksi laba masa depan dibanding investor non institusional (Herawaty, 2007). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Kepemilikan institusional, dimana umumnya dapat bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan dan diharapkan juga dapat bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Faizal, 2004). Begitu pula menurut Wening (2009) Semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan maka semakin besar pula kekuatan suara dan dorongan untuk

mengoptimalkan nilai perusahaan. Monitoring yang dilakukan pihak institusi tentu lebih efektif dibandingkan oleh pihak individu karena institusi memiliki sumber daya dan kemampuan yang lebih besar sehingga mampu melakukan monitoring yang lebih kuat diambil oleh manajer.

#### 4) Kualitas Audit

*Auditing* dapat mengurangi asimetri informasi yang ada antara manajemen dan *stakeholder* perusahaan dengan memungkinkan pihak di luar perusahaan untuk memverifikasi validitas laporan keuangan. Dengan demikian *auditing* dapat menurunkan bias positif dalam *preaudit net earnings* dan aset bersih dan juga meningkatkan presisi pengukuran laporan keuangan (Ardiati). Efektifitas *auditing* dan kemampuannya untuk mencegah manajemen laba diharapkan akan bervariasi dengan bervariasinya kualitas auditor. Dibandingkan dengan auditor berkualitas rendah, auditor berkualitas tinggi dipercaya lebih mempunyai kemampuan untuk mendeteksi praktik-praktik akuntansi yang mencurigakan atau rawan kecurangan. Oleh karena itu, *auditing* berkualitas tinggi (*high-quality auditing*) dianggap sebagai pencegah manajemen laba yang efektif (Ardiati 2005). Teoh dan Wong (1993) dalam herawati berargumen bahwa kualitas audit berhubungan positif dengan kualitas *earning*. Klien dari auditor *non big four* cenderung lebih tinggi dalam melakukan *earnings management*. Audit berhubungan negatif dengan *earnings management*. Hal ini berarti kualitas persepsi terhadap kualitas audit selalu berkaitan dengan nama auditor. Kualitas auditor seringkali diukur dengan menggunakan ukuran kantor akuntan publik. Menurut Ardiati (2005), kantor akuntan publik yang lebih besar dipercaya melakukan audit lebih baik karena mereka mempunyai reputasi yang lebih baik. Selain itu, karena kantor akuntan publik yang lebih besar mempunyai sumber daya manusia lebih banyak. Balsam *et al.* (2003) menunjukkan bahwa perusahaan yang diaudit oleh auditor spesialis industri mempunyai akrual diskresionari yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang diaudit oleh auditor yang bukan spesialis dalam industri tersebut. Lestari dan Herususetya (2013) menemukan adanya pengaruh positif spesialisasi KAP terhadap perubahan pendapatan deferral abnormal sebagai pengukur manajemen laba transaksi riil dalam bentuk pengakuan

pendapatan strategis. Temuan ini memberikan interpretasi bahwa kualitas audit yang tinggi diukur dengan spesialisasi industri KAP justru memiliki implikasi bagi manajemen untuk melakukan praktik manajemen laba transaksi riil dalam bentuk pengakuan pendapatan strategis.

## 2.1.4 Nilai Perusahaan

Nilai Perusahaan sangat penting ditingkatkan artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan tujuan utama perusahaan. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi nilai perusahaan juga tinggi dan dengan otomatis *return* perusahaanpun akan tinggi pula. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan dimasa depan.

Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (Salvatore, 2011). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting bagi perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan hal penting yang harus dicapai oleh manajemen perusahaan (Brigham dan Daves, 2010). Memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat diterjemahkan menjadi memaksimalkan harga saham perusahaan. Meskipun perusahaan memiliki tujuan-tujuan yang lain, namun memaksimalkan harga saham adalah tujuan yang paling penting (Brigham dan Houston, 2011).

Tujuan manajemen keuangan secara benar dapat membantu perusahaan dalam menentukan keputusan-keputusan keuangannya. Tujuan meningkatkan nilai perusahaan semestinya melandasi segala bentuk keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi keputusan-keputusan keuangan yang ditetapkan oleh manajer keuangan. Keputusan yang tepat akan meningkatkan nilai perusahaan dan akhirnya akan berdampak pula pada kemakmuran pemilik perusahaan.

Nilai merupakan sesuatu yang diinginkan apabila nilai bersifat positif dalam arti menguntungkan atau menyenangkan dan memudahkan pihak yang memperolehnya untuk memenuhi kepentingan-kepentingannya yang berkaitan dengan nilai tersebut. Sebaliknya, nilai merupakan sesuatu yang tidak diinginkan apabila nilai tersebut bersifat negatif dalam arti merugikan atau menyulitkan pihak yang memperolehnya untuk mempengaruhi kepentingan pihak tersebut sehingga nilai tersebut dijauhi (Tika, 2012:40)

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi.

Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif dari investasi kepada manajer tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi (Brealey *et al*, 2007:46)

Pengertian nilai perusahaan menurut Sartono (2010:487) adalah sebagai berikut :

Nilai Perusahaan adalah nilai jual sebuah perusahaan sebagai suatu bisnis yang sedang beroperasi. Adanya kelebihan nilai jual diatas nilai likuidasi adalah nilai dari organisasi manajemen yang menjalankan perusahaan itu”.

Menurut Harmono (2009:233),

“Nilai Perusahaan adalah kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran pasar modal yang merefleksikan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan”.

Husnan (2008) menyatakan, yang dimaksud dengan nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Apabila perusahaan menawarkan saham ke publik maka nilai perusahaan akan tercermin pada harga sahamnya. Jadi, dengan meningkatnya harga saham membuat nilai perusahaan menjadi tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan berdampak pada kepercayaan pasar, tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga untuk melihat prospek perusahaan di masa depan.

Rasio penilaian memberikan informasi seberapa besar masyarakat

menghargai perusahaan, sehingga masyarakat tertarik untuk membeli saham dengan harga yang lebih tinggi dibanding nilai bukunya. Sudana (2011:23) menyatakan rasio penilaian terdiri atas:

a. *Price Earning Ratio*

*Price earning ratio* menunjukkan berapa banyak jumlah uang yang rela dikeluarkan oleh para investor untuk membayar setiap dolar laba yang dilaporkan (Brigham dan Houston, 2006:110). Kegunaan *Price earning ratio* adalah untuk melihat bagaimana pasar menghargai kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh *Price earning rationya*. *Price earning ratio* menunjukkan hubungan antara pasar saham biasa dengan *Price earning ratio*. Rasio ini untuk mengukur seberapa besar perbandingan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh oleh para pemegang saham.

b. *Dividend Yield*

Rasio ini untuk mengukur seberapa besar tingkat keuntungan dividen yang mampu dihasilkan dari investasi pada saham.

c. *Dividend Payout Ratio*

Rasio ini untuk mengukur berapa besar bagian laba bersih setelah pajak yang dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham.

d. *Market to Book Value Ratio*

Rasio ini untuk mengetahui seberapa besar harga saham yang ada di pasar dibandingkan dengan nilai buku sahamnya. Semakin tinggi rasio ini maka tinggi pula nilai perusahaan. *Market to Book Value Ratio* mengukur penilaian pasar keuangan terhadap manajemen dan organisasi perusahaan sebagai *going concern*. Nilai buku saham mencerminkan nilai historis dan aktiva perusahaan. Perusahaan yang dikelola dengan baik dan beroperasi secara efisien dapat memiliki nilai pasar yang lebih tinggi daripada nilai buku asetya.

e. *Tobin's Q*

Tobin's Q ditemukan oleh seorang pemenang hadiah nobel dari Amerika Serikat yaitu James Tobin. Tobin's Q adalah nilai pasar dari aset perusahaan dengan biaya penggantian: Menurut konsepnya, rasio Q lebih unggul

daripada rasio nilai pasar terhadap nilai buku karena rasio ini fokus pada berapa nilai perusahaan saat ini secara relatif terhadap berapa biaya yang dibutuhkan untuk menggantinya saat ini. Dalam praktiknya, rasio Q sulit untuk dihitung dengan akurat karena memperkirakan biaya penggantian atas aset sebuah perusahaan bukanlah suatu pekerjaan yang mudah (Margaretha, 2014:20).

f. *Price Earning Ratio*

Komponen penting lain yang harus diperhatikan dalam analisis kondisi perusahaan adalah *Price earning ratio* yang merupakan salah satu variabel yang dipertimbangkan seorang investor dalam menentukan saham mana yang akan dibeli. Untuk perusahaan-perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya rasio ini mencapai diatas satu, yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. Semakin besar rasio PBV semakin tinggi perusahaan dinilai oleh para pemodal relatif dibandingkan dengan dana yang telah ditanamkan di perusahaan. *Price Earning Ratio* yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan kedepan. Hal itu juga yang menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab nilai perusahaan yang tinggi mengindikasikan kemakmuran pemegang saham juga tinggi.

## 2.2 Penelitian sebelumnya

Ada beberapa penelitian tentang manajemen laba riil, *corporate governance* dan nilai perusahaan. Roychowdhury (2006) menemukan manajemen laba riil yang dilakukan oleh manajemen perusahaan akan memperlihatkan kinerja yang baik dalam jangka pendek atau meningkatkan nilai perusahaan. Namun, periode berikutnya laba akan mengalami penurunan sehingga mengakibatkan nilai perusahaan menjadi turun dalam jangka panjang. Terdapat bukti bahwa nilai perusahaan yang melakukan manajemen laba riil lebih rendah daripada perusahaan yang tidak melakukan manajemen laba riil. Laba yang dihasilkan oleh perusahaan yang melakukan manajemen laba riil merupakan laba yang berkualitas dan akan dinilai tinggi oleh investor dan akan meningkatkan nilai perusahaan tersebut

Herawaty (2008) menemukan *earnings management* berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan besarannya negatif dalam model regresi tanpa memasukkan variabel *corporate governance*, namun variabel *corporate governance* yang mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan bervariasi tergantung model regresinya. Untuk model regresi yang menggunakan moderating variabel, komisaris independen dan kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan model regresi tanpa *moderating variable*, kualitas audit dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial akan menurunkan nilai perusahaan sedangkan kualitas audit akan meningkatkan nilai perusahaan. kompensasi eksekutif tidak berpengaruh secara signifikan terhadap praktik manajemen laba.

Kamil dan Hapsari (2014) menemukan bahwa bahwa manajemen laba akrual tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan mekanisme *corporate governance* yang diprosikan dengan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan komisaris independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Secara parsial, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional merupakan variabel pemoderasi dalam pengaruh manajemen laba terhadap nilai perusahaan, sedangkan komisaris independen bukanlah variabel pemoderasi dalam pengaruh manajemen laba terhadap nilai perusahaan.

Pamungkas (2012) menunjukkan bahwa manajemen laba akrual dapat mengurangi nilai perusahaan. Variabel moderasi yang mempengaruhi hubungan manajemen laba untuk nilai perusahaan adalah kepemilikan manajerial. Sementara kepemilikan institusional, proporsi dewan independen dan kualitas audit bukan variabel moderasi.

Vajriyanti, Widanaputra, Putri (2010) menyimpulkan *good corporate governance* (GCG) mampu memoderasi pengaruh manajemen laba riil pada nilai perusahaan. Semakin rendah manajemen laba riil maka semakin tinggi nilai perusahaan, terutama bagi perusahaan yang menerapkan praktik *good corporate governance* yang tinggi. Penerapan *good corporate governance* yang konsisten

akan meminimalisir tindakan oportunistik manajer dan menjadi penghambat aktivitas rekayasa kinerja yang mengakibatkan laporan keuangan tidak menggambarkan nilai perusahaan yang sebenarnya.

Siallagan dan Machfoedz (2006) membuktikan hubungan antara mekanisme *corporate governance*, kualitas laba dan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa kepemilikan manajerial, komite audit mempengaruhi kualitas laba. Semakin besar kepemilikan manajerial dan adanya komite audit dalam perusahaan maka *discretionary accrual* semakin rendah (laba tinggi). Kualitas laba juga mempengaruhi nilai perusahaan, *discretionary accrual* memiliki hubungan yang negatif dengan nilai perusahaan. Penelitian ini juga membuktikan bahwa kepemilikan manajerial, dewan komisaris, komite audit dan auditor mempengaruhi nilai perusahaan. Semakin besar kepemilikan manajerial maka nilai perusahaan semakin rendah, dewan komisaris dan komite audit secara positif dan signifikan mempengaruhi nilai perusahaan serta KAP yang tergabung dalam BIG Two akan meningkatkan nilai perusahaan

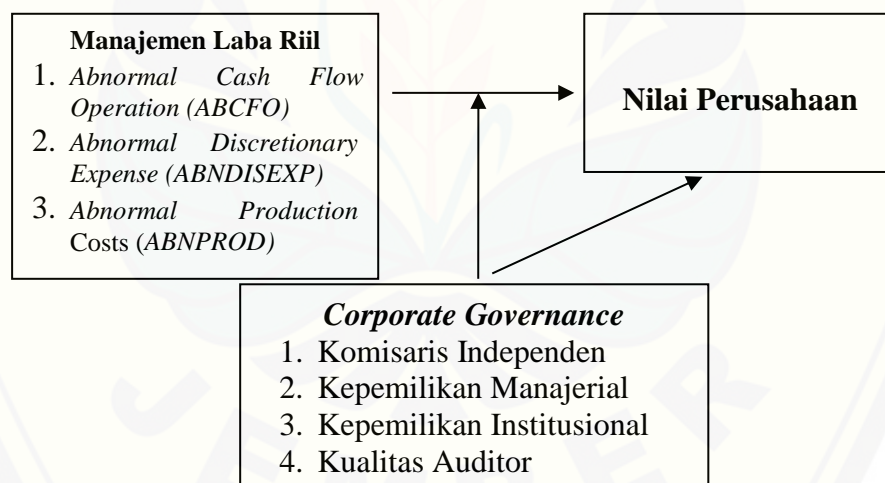
Ujhiyanto dan Pramuka (2007) menemukan kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan terhadap manajemen laba, Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap manajemen laba, Proporsi dewan komisaris independen berpengaruh positif signifikan terhadap manajemen laba Jumlah dewan komisaris tidak berpengaruh secara signifikan terhadap manajemen laba, Pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, proporsi dewan komisaris independen dan jumlah dewan komisaris secara bersama-sama teruji dengan tingkat pengaruh yang signifikan terhadap manajemen laba dan Manajemen laba dengan pendekatan *discretionary accruals* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja keuangan (*return on assets*) yang merupakan proksi nilai perusahaan.

## 2.3 Kerangka Konseptual Penelitian

Laba seringkali menjadi tolok ukur bagi para pemakai laporan keuangan untuk menilai kinerja manajemen, pengenaan pajak, kebijakan dividen, pedoman investasi, serta pengambilan keputusan lainnya. Adanya sikap oportunistik dari



mananajer untuk memaksimalkan kepentingannya dan didukung adanya asimetri informasi mendorong manajer untuk melakukan manajemen laba. Terbongkarnya kasus - kasus manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan perusahaan besar dunia dari waktu ke waktu telah menjadi fenomena yang seolah olah akan terus berulang dimasa mendatang. Perusahaan – perusahaan besar tersebut tentu saja memiliki suatu tata kelola untuk memastikan pengelolaan perusahaan beroperasi dengan baik untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Fenomena terbongkarnya suatu skandal manajemen laba akan mengakibatkan turunnya nilai perusahaan yang ditandai dengan turunnya nilai saham. Didukung dengan penelitian –peneitian sebelumnya, penelitian ini menganalisis pengaruh manajemen laba (riil) terhadap nilai perusahaan, pengaruh *good corporate governance* terhadap nilai perusahaan dan pengaruh manajemen laba terhadap nilai perusahaan didukung dengan adanya *good cooperative governance*. Kerangka konseptual penelitian ini adalah sebagai .



Gambar 1.1 Kerangka Konseptual Penelitian

## 2.4 Pengembangan Hipotesis

Hipotesis adalah pernyataan tentatif yang merupakan dugaan mengenai apa saja yang sedang diamati dalam usaha untuk memahaminya (Nasution:2000). Hipotesis berguna untuk memberikan penjelasan sementara tentang gejala-gejala serta memudahkan perluasan pengetahuan dalam suatu bidang dan arah kepada penelitian. Hipotesis juga memberikan suatu pernyataan hubungan yang berlangsung dapat diuji dalam penelitian.

Penelitian ini memiliki hipotesis yang telah disusun dengan melihat pengaruh antara masing masing variabel independen dengan variabel dependen dan variabel independen terhadap variabel dependen dengan adanya variabel memoderasi.

## 2.4.1 Manajemen Laba Riil dan Nilai Perusahaan

Labanya yang disajikan manajer dalam laporan keuangan sering menjadi acuan bagi para pemegang saham atau pemilik perusahaan untuk mengetahui keadaan perusahaannya. Sedangkan manajer sebagai pengelola perusahaan mengetahui lebih banyak informasi internal dan prospek perusahaan di masa depan. Hal ini dapat menimbulkan kesenjangan informasi. Kondisi ini sering disebut sebagai asimetri informasi (Jensen dan Meckling, 1976). Karena adanya asimetri informasi inilah pemilik perusahaan tidak dapat mengetahui kondisi perusahaan yang sebenarnya dan prospeknya dimasa depan yang dapat dimanfaatkan oleh manajer untuk melakukan manajemen laba. Pada dasarnya manajer melakukan manajemen laba untuk meningkatkan nilai perusahaan. Kegiatan ini sebenarnya dapat meningkatkan nilai perusahaan pada periode jangka pendek namun dapat menurunkan nilai perusahaan di masa mendatang. Pada akhirnya laporan keuangan tersebut akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan yang selanjutnya akan mempengaruhi kinerja saham (Haris, 2004). Jika manajer melakukan manajemen laba riil tahun sekarang maka laba perusahaan akan meningkat yang akhirnya akan meningkatkan kinerja perusahaan, jika kinerja perusahaan meningkat harga pasar saham akan meningkat sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Namun, pada periode berikutnya laba perusahaan akan berkurang sehingga menyebabkan nilai perusahaan menurun

H<sub>1</sub> : Manajemen Laba Riil melalui Arus Kas Operasi berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan

H<sub>2</sub> : Manajemen Laba Riil melalui Biaya Produksi berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan

H<sub>3</sub> : Manajemen Laba Riil melalui Biaya Diskresioner berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan

## 2.4.2 Pengaruh *Good Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan

### a. Pengaruh Kualitas Auditor terhadap Nilai Perusahaan

Kualitas Auditor didefinisikan sebagai kemungkinan di mana seorang auditor menemukan dan melaporkan tentang adanya suatu pelanggaran dalam sistem akuntansi kliennya De Angelo (1981). Kualitas Audit salah satunya ditentukan oleh kompetensi dari suatu kantor akuntan publik. Kompetensi auditor dapat ditunjukkan dengan ukuran kantor akuntan publik (Mayangsari, 2003). Kantor akuntan besar (BIG4) menghabiskan lebih banyak waktu dalam proses audit, membutuhkan biaya yang lebih tinggi, namun lebih sedikit adanya tuntutan hukum daripada kantor akuntan publik kecil. Kantor akuntan publik besar memiliki peluang yang lebih baik dalam mendapatkan sumber daya manusia yang berkualitas dan kompeten DeAngelo, 1981, Nazir 2014) sehingga dapat meningkatkan kualitas auditnya. Para investor mempresepsikan bahwa perusahaan yang diaudit kantor akuntan publik besar akan mengungkapkan laporan secara tepat dan terpercaya sehingga akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan. Kantor akuntan publik besar mempunyai dorongan yang kuat untuk menjaga independensi mereka dan berusaha melaporkan informasi selengkap mungkin kepada pemegang saham dan pihak-pihak yang berkepentingan lainnya (Razae, 2003). Ardiana (2014) menunjukkan pengaruh positif ukuran Kantor akuntan publik terhadap nilai perusahaan, dengan meningkatnya kredibilitas dari laporan keuangan maka diharapkan akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan. Afza dan Razid (2014) membuktikan kualitas auditor yang diprosikan dengan ukuran kantor akuntan publik memiliki pengaruh positif dan kuat terhadap nilai perusahaan (ROA dan Tobin's Q). Oleh karena itu hipotesis pengaruh Kualitas Auditor Terhadap Nilai Perusahaan dapat dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>4</sub> : Kualitas Audit berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

### b. Pengaruh Komisaris Independen terhadap Nilai perusahaan

Dari perspektif teori agensi Kepentingan manajer dan pemegang saham dapat diselaraskan oleh adanya dewan komisaris, karena mereka mewakili mekanisme internal utama untuk mengawasi perilaku yang mengeksploitasi peluang atau

keuntungan jangka pendek dan mengabaikan keuntungan jangka panjang manajemen. Efektivitas dewan komisaris dalam menyeimbangkan kekuatan manajer sangat dipengaruhi oleh independensi dari dewan komisaris tersebut (Lipton,1992). Semakin meningkatnya tekanan pada perusahaan, maka kebutuhan akan dukungan dari luar akan semakin meningkat. Daily dan Dalton (1994) dalam purwaningtyas (2011) juga menyatakan, bahwa apabila ada resistensi dari manager untuk menerapkan strategi supaya mampu mengatasi kinerja perusahaan yang terus menerus menurun, maka adanya komisaris yang berasal dari luar akan mendorong pengambilan keputusan untuk melakukan pembenahan dan perubahan. Hal ini disebabkan oleh kecenderungan bahwa semakin tinggi representasi dewan komisaris dari dalam (*insider board*), maka keterlibatan manager dalam pengambilan keputusan yang strategis akan semakin rendah. Ardiana dan Sari (2014) menemukan Komisaris independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*price book value*) sebelum dan sesudah mempertimbangkan variabel kontrol yang terdiri dari profitabilitas, komite audit, struktur pendanaan, dan usia perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis pengaruh komisaris independen terhadap nilai perusahaan dapat dirumuskan sebagai berikut

H<sub>5</sub> : Komisaris Independen berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

c. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan Institusional merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain. Kepemilikan Institusional memiliki peranan penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme *monitoring* yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer karena investor ini dianggap memiliki kompetensi berkaitan dengan investasi dan pengelolaan perusahaan. Kepemilikan Institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen, karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, sehingga manajemen akan lebih berhati-hati dalam mengambil

keputusan. Monitoring tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham (Purwaningtyas, 2011). Sabrina (2014) membuktikan kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobins'Q) oleh karena itu hipotesis pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dapat dirumuskan sebagai berikut.

H<sub>6</sub> : Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

d. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Jensen dan Meckling (1976) dalam Edgina (2008) mengatakan bahwa peningkatan Kepemilikan Manajerial dalam perusahaan mendorong manajer untuk menciptakan kinerja perusahaan secara optimal dan memotivasi manajer bertindak secara hati-hati, karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas tindakannya. Dengan begitu, adanya kepemilikan manajemen dalam sebuah perusahaan menimbulkan dugaan akan memberikan nilai tambah bagi perusahaan. Secara teoritis Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan ketika Kepemilikan Manajemen rendah, maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan meningkat. Kepemilikan Manajemen terhadap saham perusahaan dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dengan manajemen. Sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik. Rachmawati dan Triatmoko (2007) menyatakan dalam penelitiannya kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan oleh karena itu, hipotesis pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dapat dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>7</sub> : Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

### **2.4.3 Pengaruh Manajemen Laba Riil terhadap Nilai Perusahaan dengan *Good Corporate Governance* sebagai variabel pemoderasi**

a. Kualitas Audit

Menurut Ardiati (2005), *auditing* dapat mengurangi asimetri informasi yang ada antara manajemen dan *stakeholders* perusahaan dengan memungkinkan pihak

di luar perusahaan untuk memverifikasi validitas laporan keuangan. Hal ini berarti auditor mempunyai peranan penting dalam pengesahan laporan keuangan suatu perusahaan (Meutia, 2004). Efektifitas *auditing* dan kemampuannya untuk mencegah manajemen laba diharapkan akan bervariasi dengan bervariasinya kualitas auditor. Dibandingkan dengan auditor berkualitas rendah, auditor berkualitas tinggi dipercaya lebih mempunyai kemampuan untuk mendeteksi praktik-praktik akuntansi yang mencurigakan atau rawan kecurangan. Oleh karena itu, *auditing* berkualitas tinggi dianggap sebagai pencegah manajemen laba yang efektif (Ardiati 2005). Hipotesis yang dapat diajukan dalam penelitian ini adalah:

H<sub>8</sub>: Manajemen Laba Riil melalui Arus Kas Operasi berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan dengan adanya kualitas audit.

H<sub>9</sub>: Manajemen Laba Riil melalui Biaya Operasi berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan dengan adanya kualitas audit.

H<sub>10</sub>: Manajemen Laba Riil melalui Biaya Diskresioner berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan diperlemah dengan adanya kualitas audit.

## b. Komisaris Independen

Dechow (1996) bahwa perusahaan memanipulasi laba lebih besar kemungkinannya apabila memiliki dewan komisaris yang didominasi oleh manajemen dan lebih besar kemungkinannya memiliki *Chief Executive Officer* yang merangkap menjadi *chairman of board*. Hal ini berarti tindakan manipulasi akan berkurang jika struktur dewan direksi berasal dari luar perusahaan. Jika fungsi independensi dewan direksi cenderung lemah, maka ada kecenderungan terjadinya *moral hazard* yang dilakukan oleh para direktur perusahaan untuk kepentingannya melalui pemilikan perkiraan-perkiraan akrual yang berdampak pada manajemen laba dan konsisten dengan Wedari (2004) yang menyimpulkan bahwa komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *discretionary accruals*. Perusahaan yang menyelenggarakan sistem *corporate governance* diyakini akan membatasi pengelolaan laba yang oportunistik. Oleh sebab itu, semakin tinggi proporsi Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial, semakin kecil kemungkinan *earnings management* dilakukan. Hubungan negatif antara *corporate*

*governance* dan *earnings management* ini dapat memperlemah pengaruh antara *earnings management* dan nilai perusahaan. Hipotesis yang dapat diajukan adalah:

H<sub>11</sub> : Manajemen Laba Riil melalui Arus Kas Operasi berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan dengan adanya Komisaris Independen.

H<sub>12</sub> : Manajemen Laba Riil melalui Biaya Operasi berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan dengan adanya Komisaris Independen.

H<sub>13</sub> : Manajemen Laba Riil melalui Biaya Diskresioner berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan dengan adanya Komisaris Independen.

c. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui proses monitoring secara efektif sehingga dapat mengurangi manajemen laba. Persentase saham tertentu yang dimiliki oleh institusi dapat mempengaruhi proses penyusunan laporan keuangan yang tidak menutup kemungkinan terdapat akrualisasi sesuai kepentingan pihak manajemen (Gideon, 2005). Cornet (2006) menyimpulkan bahwa tindakan pengawasan perusahaan oleh pihak investor institusional dapat mendorong manajer untuk lebih memfokuskan perhatiannya terhadap kinerja perusahaan sehingga akan mengurangi perilaku *opportunistic* atau mementingkan diri sendiri.

Hipotesis yang dapat diajukan adalah:

H<sub>14</sub> : Manajemen Laba Riil melalui Arus Kas Operasi berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan dengan adanya Kepemilikan Institusional.

H<sub>15</sub> : Pengaruh Manajemen Laba Riil melalui Biaya Operasi berpengaruh signifikan Nilai Perusahaan dengan adanya Kepemilikan Institusional.

H<sub>16</sub> : Manajemen Laba Riil melalui Biaya Diskresioner berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan dengan adanya Kepemilikan Institusional.

d. Kepemilikan Manajerial

Jensen dan Meckling (1976) menemukan kepentingan manajer dengan pemegang saham eksternal dapat disatukan jika kepemilikan saham oleh manajer diperbesar sehingga manajer tidak akan memanipulasi laba untuk kepentingannya.

Dalam kepemilikan saham yang rendah, maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan meningkat (Shleifer dan Vishny 1986). Demikian halnya penelitian oleh Madiastuty dan Machfoedz (2003) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial merupakan salah satu mekanisme yang dapat membatasi perilaku oportunistik manajer dalam bentuk *earnings management*, walaupun Wedari (2004) menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial juga memiliki motif lain. Dalam penelitian ini mengacu pada teori yang ada yang menyatakan kepemilikan manajerial dapat berfungsi sebagai mekanisme *corporate governance* sehingga dapat mengurangi tindakan manajer dalam memanipulasi laba. Hal ini berarti kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan *earnings management*. Hipotesis yang dapat diajukan adalah:

H<sub>17</sub> : Manajemen Laba Riil melalui Arus Kas Operasi berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan dengan adanya Kepemilikan Manajerial.

H<sub>18</sub> : Manajemen Laba Riil melalui Biaya Operasi berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan dengan adanya Kepemilikan Manajerial.

H<sub>19</sub> : Manajemen Laba Riil melalui Biaya Diskresioner berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan dengan adanya Kepemilikan Manajerial.



## BAB 3. METODE PENELITIAN

### 3.1 Rancangan Penelitian

Penelitian ini merupakan jenis penelitian kuantitatif. Penelitian ini merupakan *explanatory research* berbasis pengujian hipotesis. *Explanatory research* adalah penelitian yang ditujukan untuk menjelaskan hubungan kausal antara variabel-variabel penelitian dan menguji hipotesis yang dirumuskan (Kuncoro, 2004).

### 3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan dalam industri Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008-2016. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan menggunakan beberapa pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2012). Kriteria untuk pemilihan sampel yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan tidak pernah *delisting* di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2008-2016
- b. Perusahaan tidak melakukan aktivitas akuisisi dan merger selama tahun 2008-2016
- c. Perusahaan mempunyai laporan keuangan yang lengkap untuk ketersediaan data penelitian.

### 3.3 Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder dengan cara mengumpulkan laporan atau dokumen yang terkait dengan penelitian yang dilakukan. Data sekunder yang dikumpulkan dari *Indonesia Capital Market Directory* 2015, Annual Report Bursa Efek Indonesia dan laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan.

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah studi

kepustakaan, yaitu data diperoleh dari beberapa literatur yang berkaitan dengan masalah yang sedang diteliti, penelusuran data ini dilakukan dengan cara:

- a. Penelusuran secara manual untuk data dalam format kertas hasil cetakan. Data yang disajikan dalam format kertas hasil cetakan antara lain berupa jurnal dan buku
- b. Penelusuran dengan menggunakan komputer untuk data dalam format elektronik. Data yang disajikan dalam format elektronik ini antara lain berupa katalog perpustakaan, laporan-laporan BEI, dan situs internet.

### 3.4 Identifikasi Variabel

Variabel penelitian merupakan suatu atribut atau sifat atau nilai dari orang atau kegiatan yang mempunyai varian tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan ditarik kesimpulannya (Sugiyono,2012). Variabel yang digunakan dalam penelitian ini secara rinci dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 3.1 Variabel Penelitian

Variabel Independen	Manajemen Laba Riil ( <i>EM</i> )
	- <i>Abnormal Cash Flow Operation (ABCFO)</i>
	- <i>Abnormal Discretionary Expense (ABNDISEXP)</i>
	- <i>Abnormal Production Costs (ABNPROD)</i>
Varibael Dependen	Nilai Perusahaan ( <i>Q</i> )
Variabel Moderasi	<i>Good Corporate Governance</i>
	- Kualitas Auditor ( <i>KA</i> )
	- Komisaris Independen ( <i>KI</i> )
	- Kepemilikan Manajemen ( <i>KM</i> )
	- Kepemilikan Institusional ( <i>INST</i> )

Variabel independen (variabel bebas) adalah variabel yang mempengaruhi variabel lain yang tidak bebas atau variabel yang mempengaruhi atau menjadi sebab perubahan atau timbulnya variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini Manajemen Laba Riil (*Em*) yang memiliki tiga proksi yaitu *Abnormal Cash Flow Operation (ABCFO)*, *Abnormal Discretionary Expense (ABNDISEXP)* *Abnormal Production Costs (ABNPROD)*. Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel lainnya, yaitu Nilai Perusahaan (*Q*).

### 3.5 Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

#### a. Manajemen Laba Riil

Proksi-proksi manajemen laba riil adalah *abnormal cash flow operation*, *abnormal discretionary expenses*, dan *abnormal production costs* yang masing-masing definisi dan hitung pengukurannya dihitung dengan pendekatan sebagai berikut:

##### 1) *Abnormal Cash Flow Operation (ABCFO)*

Manajemen laba riil melalui arus kas operasi. ABNCFO setiap tahunnya adalah nilai residual dari estimasi model persamaan regresi. Perusahaan diduga melakukan manajemen laba riil melalui aliran kas kegiatan operasi apabila rerata arus kas kegiatan operasi abnormal bernilai negatif. Model regresi arus kegiatan operasi normal adalah sebagai berikut (Roychowdhury, 2006):

$$CFO_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(S_t/A_{t-1}) + \alpha_3(\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

##### 2) *Abnormal Discretionary Expense (ABNDISEXP)*

Manajemen laba riil melalui biaya diskresioner. ABNDISEXP diperoleh dari nilai residual estimasi model persamaan regresi. Perusahaan diduga melakukan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner bila rerata biaya diskresioner abnormal bernilai negatif. Model regresi biaya diskresioner normal adalah sebagai berikut (Roychowdhury, 2006):

$$DISEXP_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

##### 3) *Abnormal Production Costs (ABNPROD)*

Manajemen laba riil melalui biaya produksi. ABNPROD diperoleh dari nilai residual estimasi model persamaan regresi. Perusahaan diduga melakukan manajemen laba riil melalui biaya produksi bila rerata biaya produksi abnormal bernilai positif. Model regresi biaya produksi normal adalah sebagai berikut (Roychowdhury, 2006):

$$PROD_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(S_t/A_{t-1}) + \alpha_3(\Delta S_t/A_{t-1}) + \alpha_4(\Delta S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Keterangan:

$CFO_t$  = arus kas operasi perusahaan  $i$  pada tahun  $t$

$PROD_t$  = *production costs* yaitu harga pokok penjualan + perubahan persediaan model akan akan diestimasi setiap industri setiap

tahun. Residual dari hasil estimasi merupakan abnormal production costs perusahaan i pada tahun t

$DISEXP_t$  = *discretionary expenses* yaitu beban penelitian dan pengembangan+beban iklan+beban penjualan, administrasi, dan umum. Residual dari hasil estimasi merupakan *abnormal discretionary expenses* perusahaan i pada tahun t

$A_{t-1}$  = Aset total perusahaan i pada tahun t-1

$S_t$  = Penjualan total perusahaan i pada tahun t-1

$St$  = Penjualan perusahaan i pada tahun t

$\Delta St$  = Penjualan perusahaan i pada tahun t dikurangi tahun t-1

$\alpha$  = Koefisien regresi

$\varepsilon$  = Error term pada tahun t

b. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar. Nilai perusahaan ini dihitung dengan menggunakan model Tobins Q. Rasio yang dikembangkan oleh James Tobin (1967) ini menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini. Bila rasio Q di atas satu maka hal ini menunjukkan bahwa investasi dalam aktiva akan menghasilkan laba yang memberikan nilai yang lebih tinggi dari pengeluaran investasi, hal ini akan menarik investasi baru. Sedangkan bila rasio Q di bawah satu maka investasi dalam perusahaan tersebut tidak menarik (Herawaty, 2008).

Penghitungan nilai perusahaan menggunakan rumus :

$$Q = \frac{MVE + D}{BVE + D}$$

Keterangan :

Q = nilai perusahaan

MVE = nilai pasar ekuitas (MVE = *closing price* x jumlah saham yang beredar) *closing price* (harga penutupan saham) adalah harga saham

yang diperoleh pada saat penutupan perdagangan pada akhir periode perdagangan di bursa saham.

D = nilai buku dari total hutang

BVE = nilai buku dari total aktiva

c. *Good Corporate Governance* sebagai variabel moderasi

1) Kualitas Auditor (KA)

Untuk mengukur kualitas audit menggunakan ukuran Kantor Akuntan Publik (KAP) menggunakan variabel *dummy* yaitu, menggunakan nilai 1 untuk perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 4 dan nilai 0 untuk yang diaudit Non Big 4. Berikut ini adalah nama-nama KAP yang termasuk dalam jajaran KAP Big 4 :

- a) Purwantono, Suherman dan Surja yang berafiliasi dengan *Ernst and Young International* (E dan Y)
- b) Tanudireja, Wibisana dan rekan berafiliasi dengan *Price Waterhouse Coopers* (PWC)
- c) Shidharta dan Widjaja berafiliasi dengan *Klynveld Peat Marwick Goeldener* (KPMG) International.
- d) Osman, Bing, Satrio, dan rekan berafiliasi dengan *Delloitte Touche and Tohmatsu*.

2) Komisaris Independen (KI)

Diukur dengan menggunakan skala rasio melalui presentase anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan dari seluruh ukuran anggota dewan komisaris perusahaan (Isnanta 2008).

$$KI = \frac{\text{Jumlah anggota dewan komisaris dari luar perusahaan}}{\text{Seluruh anggota dewan komisaris perusahaan}}$$

3) Kepemilikan manajemen (KM)

Merupakan saham yang dimiliki oleh manajemen secara pribadi maupun saham yang dimiliki oleh anak cabang perusahaan bersangkutan beserta afiliasinya

(Susiana dan Herawaty, 2007). Kepemilikan manajemen diukur menggunakan skala rasio melalui persentase jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar.

$$KM = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen}}{\text{Total modal saham perusahaan yang beredar}}$$

#### 4) Kepemilikan institusional (INST)

Merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh institusi keuangan seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan *investment banking* (Siregar dan Utama 2005). Kepemilikan institusional diukur dengan skala rasio melalui jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusional dibandingkan dengan total saham perusahaan.

$$INST = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki investor institusi}}{\text{Total modal saham perusahaan yang beredar}}$$

### 3.6 Metode Analisis Data

#### 3.6.1 Uji Asumsi Klasik

##### a. Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk melihat apakah data itu berdistribusi normal atau tidak. Normal atau tidaknya suatu data akan menentukan jenis pengujian hipotesis yang akan dilakukan. (Nirma Widiyana,2009) Uji normalitas untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan grafik normal *probability plot* (grafik plot). Normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik (Ghozali,2005:112). Dasar pengambilan keputusan adalah sebagai berikut:

- 1) Jika data menyebar disekitar diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka regresi memenuhi asumsi normalitas.
- 2) Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan / tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas,

Apabila pada uji normalitas didapatkan nilai residual atau variabel yang tidak normal, maka nilai prediksi yang diperoleh akan bias dan tidak konsisten (Suliyanto, 2011 : 78). Salah satu alternatif untuk mengatasi pelanggaran tersebut adalah dengan transformasi data menjadi bentuk logaritma natural atau log atau bentuk lainnya. Dengan melakukan transformasi data, maka selisih antara nilai terbesar dengan nilai terkecil akan semakin pendek dan nilai yang ekstrem akan semakin mendekati nilai rata-ratanya (Suliyanto, 2011 : 78).

## b. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinearitas adalah suatu keadaan dimana satu atau lebih variabel bebas terdapat korelasi dengan variabel bebas lainnya atau suatu variabel bebas merupakan fungsi linier dari variabel bebas lainnya. Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau independen (Ghozali, 2005). Ada beberapa teknik yang dapat digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas diantaranya menggunakan *Variance Inflation Factor* VIF. Apabila nilai VIF lebih besar dari 10, maka ada korelasi yang tinggi diantara variabel independen atau dapat dikatakan terjadi multikolinier sedangkan jika VIF kurang dari 10 maka dapat diartikan tidak terjadi multikolinier. Apabila terjadi multikolinieritas maka nilai parameter estimasi dari variabel bebas tersebut tidak dapat dipastikan atau bias karena mempunyai standar error yang tinggi.

Menurut Sunyoto (2013) ada beberapa cara mengatasi multikolinearitas yaitu:

1. Menghilangkan salah satu atau lebih variable bebas yang memiliki koefisien korelasi tinggi atau menyebabkan multikolinearitas
2. Mengurangi hubungan linier antarvariabel bebas dengan menggunakan logaritma natural (ln)
3. Menggunakan metode lain misalnya regresi Bayesian dan metode regresi Ridge

## c. Uji Heteroskedastisitas

Menurut Gujarati (1995:438) pengujian heteroskedastisitas adalah untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi kesalahan pengganggu yang

mempunyai varian yang sama atau tidak. Dampak yang akan terjadi apabila terdapat keadaan heterokedastisitas adalah sulit mengukur standart deviasi yang sebenarnya, dapat menghasilkan standart deviasi yang terlalu lebar maupun terlalu sempit. Jika tingkat *error* dari varians terus bertambah, maka tingkat kepercayaan akan semakin sempit. Pengujian heteroskedastisitas menggunakan uji Glejser. Dasar pengambilan keputusan ditunjukkan oleh koefisien regresi dari masing-masing variabel bebas terhadap nilai absolut residual  $|e_i|$ . Jika nilai probabilitas lebih besar dari nilai signifikansi yang telah ditetapkan (0.05) atau  $t_{hitung} < t_{tabel}$ , maka model tidak mengandung gejala heteroskedastisitas, sebaliknya Jika nilai probabilitas lebih kecil dari nilai signifikansi yang telah ditetapkan (0.05) atau  $t_{hitung} > t_{tabel}$  maka terjadi gejala heteroskedastisitas. Untuk mengatasi gejala heteroskedastisitas menggunakan metode metode kuadrat terkecil tertimbang (*generalized least squares*) apabila variansnya diketahui, melakukan transformasi dengan membagi model regresi asal dengan salah satu variabel bebas yang digunakan dan transformasi logaritma.

#### d. Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pengganggu pada periode  $t-1$  (Ghozali, 2005). Autokorelasi muncul karena observasi berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Gejala autokorelasi dapat berakibat hasil regresi tidak efisien karena *standart error of estimate* tidak minimum dan tes signifikansi tidak akurat (Ghozali, 2005 : 95). Uji Durbin watson digunakan dalam penelitian ini. Dasar pengambilan keputusan dapat dari nilai Durbin Watson (DW) yang dibandingkan dengan nilai Durbin Watson Tabel, yaitu Durbin Upper (DU) dan Durbin Lower (DL). Gejala tidak adanya autokorelasi jika nilai  $DW > DU$  dan  $(4-DW) > DU$  atau  $(4-DW) > DU < DW$

Apabila terjadi gejala autokorelasi dapat diatasi dengan mengevaluasi model apakah kemungkinan adanya model yang mengandung kuadratik atau memang murni gejala autokorelasi. Cara lain dengan dengan melakukan transformasi.



Transformasi ini dilakukan dengan mengurangi nilai variabel (bebas dan terikat) pada waktu ke-t, dengan waktu ke-(t-1).

### 3.6.2 Uji Hipotesis

Metode analisis hipotesis yang digunakan adalah metode regresi berganda. Dalam melakukan analisis regresi berganda, terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik (normalitas, heteroskedastisitas, otokorelasi dan multikolinearitas antar variabel independen) agar memenuhi sifat estimasi regresi bersifat BLUES (*Best Linear Unbiased Estimator*).

Berdasarkan pengembangan hipotesis maka dapat diterapkan model regresi sebagai berikut:

$$Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EM_{1it} + \alpha_2 EM_{2it} + \alpha_3 EM_{3it} + \alpha_4 KA_{it} + \alpha_5 KI_{it} + \alpha_6 INST_{it} + \alpha_7 KM_{it} + \alpha_8 EM_1 * KA_{it} + \alpha_9 EM_2 * KA_{it} + \alpha_{10} EM_{3it} * KA_{it} + \alpha_{11} EM * KI_{it} + \alpha_{12} EM_2 * KI_{it} + \alpha_{13} EM_{3it} * KI_{it} + \alpha_{14} EM_1 * INST_{it} + \alpha_{15} EM_2 * INST_{it} + \alpha_{16} EM_{3it} * INST_{it} + \alpha_{17} EM_1 * KM_{it} + \alpha_{18} EM_2 * KM_{it} + \alpha_{19} EM_{3it} * KM_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

EM1 = *Earnings Management* diproksi dengan *Abnormal Cash Flow Operation*

EM2 = *Earnings Management* diproksi dengan *Discretionary Expense*,

EM3 = *Earnings Management* diproksi dengan *Abnormal Production Costs*

KI = Komisaris Independen

KM = Kepemilikan Manajaerial

KA = Kualitas audit

INST = Kepemilikan institusional

Q = Proksi dari nilai perusahaan (Tobins Q)

Analisis terhadap hasil regresi dilakukan melalui langkah-langkah sebagai berikut:

#### a) Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) untuk menentukan kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara 0 (nol) dan 1 (satu). Nilai ( $R^2$ ) yang kecil berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Nilai yang

mendekati 1 (satu) berarti variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2005).

b) Uji Signifikan Parameter Individual ( Uji Statistik t)

Uji t untuk mengetahui apakah ada pengaruh yang nyata antara variabel independen yang terdapat dalam persamaan tersebut secara individu berpengaruh terhadap variabel dependennya. Pengujian ini dilakukan dengan taraf signifikan ( $\alpha$ ) 5%. Uji t dapat dilakukan dengan melihat nilai probabilitas signifikansi t masing-masing variabel yang terdapat pada output hasil regresi menggunakan SPSS. Jika nilai probabilitas signifikansi t lebih kecil dari 0,05 maka dapat dikatakan bahwa ada pengaruh antara variabel independen dengan variabel dependen.

## BAB 5. KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data menunjukkan kesimpulan sebagai berikut.

- a. Manajemen Laba Riil melalui Arus Kas Operasi, manajemen laba riil melalui biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal itu menunjukkan bahwa manajemen laba yang dilakukan perusahaan tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan.
- b. Kualitas Auditor berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Hal itu menunjukkan bahwa kualitas auditor dapat meningkatkan nilai perusahaan. Apabila kualitas auditor semakin baik maka nilai perusahaan akan semakin baik.
- c. Komisaris Independen berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Hal itu menunjukkan bahwa komisaris independen dapat meningkatkan nilai perusahaan
- d. Kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Hal itu menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dapat meningkatkan nilai perusahaan
- e. Kepemilikan Manajemen tidak berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Hal itu menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen tidak dapat meningkatkan Nilai Perusahaan
- f. Manajemen Laba Riil melalui Arus Kas Operasi, Manajemen Laba Riil melalui Biaya Produksi dan Manajemen Laba Riil melalui Biaya Diskresioner berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan Kualitas Audit sebagai moderasi.
- g. Hasil pengujian menunjukkan bahwa manajemen laba riil melalui arus kas operasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan komisaris independen sebagai moderasi sedangkan untuk manajemen laba riil melalui

biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner tidak berpengaruh

- h. Hasil pengujian menunjukkan bahwa manajemen laba riil melalui arus kas operasi, berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan institusional sebagai moderasi, sedangkan manajemen laba riil melalui biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner tidak signifikan.
- i. Hasil pengujian menunjukkan bahwa manajemen laba riil melalui arus kas operasi, manajemen laba riil melalui biaya produksi dan manajemen laba riil melalui biaya diskresioner tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial sebagai moderasi.

## 5.2 Saran

Saran yang dapat diajukan antara lain:

- a. Bagi kreditor, investor, analis keuangan dan auditor disarankan untuk berhati-hati dalam memahami laba yang dilaporkan oleh manajemen dalam laporan keuangan. Mengingat laba yang dilaporkan tersebut dapat diintervensi manajemen dengan memanfaatkan praktek-praktek manajemen laba riil yang seolah olah merupakan strategi perusahaan seperti pemberian persyaratan kredit yang lebih lunak, diskon besar besaran, maupun pengurangan efisiensi biaya.
- b. Penelitian selanjutnya menggunakan pendekatan lain yang lebih tepat dalam menghitung *discretionary accrual* yang sesuai dengan kondisi di Indonesia, misalnya pendekatan *Instrumental Variable* (IV) oleh Kang dan Sivaramakrishnan (1995) yang mengklaim bahwa model deteksi IV lebih baik dari beberapa model sebelumnya. Penelitian yang akan datang hendaknya menggunakan model pengukuran nilai perusahaan yang lain yang diharapkan dapat memberikan perbandingan yang lebih baik

**DAFTAR PUSTAKA**

- Alhadab, Mohammad Muflih Salem, 2012. Real and Accrual Earnings Management, Regulatory Environments, Audit Quality and IPO Failure Risk. *Thesis*. Leeds: The University of Leeds.
- Ali Irfan. 2002. Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi. *Lintasan Ekonomi* Vol XIX. No 2 Juli 2002.
- Amanti .2012 . Pengaruh *Good Corporate Governance* Terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan *Corporate Sosial Responsibility* sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Akuntansi Unesa* Vol I No 1.
- Barnhart, Scott dan Rosentein, Stuart. 1998. Board Composition, Managerial Ownership and Firm Performance : An Empirical Analysis. *The Financial Review* Vol 33, Issue 4.
- Bastian, Indra. 2006. *Akuntansi Sektor Publik*. Suatu Pengantar. Jakarta: Erlangga.
- Brigham dan Houston. 2010. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Buku 1. (Edisi 11). Jakarta : Salemba Empat.
- Brigham, E.F., dan Ehrhardt, M.C.,. 2005. *Financial Management*, 11th Edition. Singapore: Cengage Learning.
- Brigham, Eugene. F., and Houston, Joel, F., 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, alih bahasa Ali Akbar Yulianto, Buku I, Edisi Sepuluh. Jakarta : Salemba Empat.
- Chen, L., A. Kilgore, dan R. Radich. 2009. Audit Committees : Voluntary Formation by ASX Non-Top 500. *Managerial Auditing Journal*. Vol 24 (5).
- Cohen and Zarowin, 2008. Accrual-Based and Real Earnings Management Activities Around Seasoned Equity Offerings. *NYU Working Paper* No. 2451/27554.
- Darmawati, Deni dkk. 2004. *Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan*. *Simposium Nasional Akuntansi VII*, PDEB Universitas Indonesia Vol 7.
- Fitriyani, Prasetyo, Mirdah, Andi, dan Eka, Wirnie. 2014. Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Kinerja Perusahaan dengan Kualitas Audit sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Dinamika Akuntansi*. Vol 6 No 2.

- Ghozali, Imam. 2006. *Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gunny, A Katherine. 2009. The Relation Between Earnings management using real Activities Manipulation And Future Performance : evidence From Meeting earning Benchmarks. *Contemporary Accounting research* Vol 27 No 3.
- Heally, P.M and Wahlen, J.M. 1999. A Review of The Earnings Management Literature and its Implication for Standard Setting. *Accounting Horizon* Vol 13 Issue 4.
- Herawaty. 2008. Peran Praktek *Corporate Governance* Sebagai Moderating Variable dari Pengaruh *Earnings Management* Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol 10 No 2.
- Kamil, Hapsari 2014, Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Mekanisme *Corporate Governance* Sebagai Variabel Pemoderasi. *eProceedings of Management*. Vol 1 No 3.
- Klapper, Leora. F., dan I. Love. 2002. Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Market. *World Bank Working Paper* Vol 1.
- Nugroho. 2010. Pengaruh *Real Earning Management* Terhadap Arus Kas Operasi Perusahaan Dengan Kualitas Audit Sebagai Variabel Moderasi. *Modus*. Vol 27 (1).
- Palestin. 2010. Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Praktik Corporate Governance Dan Kompensasi Bonus Terhadap Manajemen Laba. *Thesis*. Semarang : Universitas Diponegoro
- Pamungkas. 2012. Pengaruh Earnings Management Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Corporate Governance Sebagai Variabel Pemoderasi. *Skripsi*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Pasaribu, Rowland. 2009. Pengaruh Variabel Fundamental Terhadap Harga Saham Perusahaan Go Public di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2003-2006. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol 2(2).
- Permanasari. 2010. Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusional, dan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan. *Tesis*. Semarang : Universitas Diponegoro

- Ratmono Dwi 2010. Manajemen Laba Riil Dan Berbasis Akruar: Dapatkah Auditor Yang Berkualitas Mendeteksinya?. *Simposium Nasional Akuntansi*. PDEB Universitas Indonesia. Vol 13
- Riduwan, Ahmad 2008, Etika Dan Perilaku Koruptif Dalam Praktik Manajemen Laba: Studi Hermeneutika Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*. Vol 14 No 2.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 42.
- Siallagan, Machfoedz, 2006, Mekanisme *Corporate Governance*, Kualitas Laba Dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi IX*
- Tangkilisan, Hessel, Nogi S. 2003. *Kebijakan Publik yang Membumi*. Yogyakarta : Lukman Offset.
- Vajrianti, Widanaputra, Putri 2014, Pengaruh Manajemen Laba Riil pada Nilai Perusahaan dengan *Good Corporate Governance* sebagai Variabel Pemoderasi, *Simposium Nasional Akuntansi 18*. Centro Multi Akuntansi

## DAFTAR LAMPIRAN

**Lampiran 1**  
Data Variabel Penelitian

No	Nama	Tahun	Q	KA	KI	INST	KM	EM1	EM2	EM3
1	ADES	2008	0,840	0	0,333	0,333	0,000	-0,421	-0,082	0,259
2	ADES	2009	1,690	0	0,333	0,333	0,000	-0,061	-0,174	0,077
3	ADES	2010	2,150	0	0,333	0,333	0,000	-0,321	-0,393	0,110
4	ADES	2011	1,550	0	0,333	0,333	0,000	0,074	-0,153	0,117
5	ADES	2012	2,310	0	0,333	0,333	0,000	0,169	-0,156	0,403
6	ADES	2013	2,200	0	0,333	0,333	0,000	0,010	-0,407	0,403
7	ADES	2014	1,430	0	0,333	0,333	0,000	0,143	-0,353	0,403
8	ADES	2015	0,940	0	0,333	0,333	0,000	-0,029	-0,332	0,403
9	ADES	2016	0,850	0	0,333	0,333	0,000	0,112	-0,285	0,403
10	ADMG	2008	0,470	1	0,400	0,400	0,000	0,029	0,224	-0,108
11	ADMG	2009	0,500	1	0,286	0,286	0,000	-0,012	0,014	-0,118
12	ADMG	2010	0,460	1	0,286	0,286	0,000	0,004	0,135	-0,114
13	ADMG	2011	0,620	1	0,400	0,400	0,000	0,030	0,018	-0,121
14	ADMG	2012	0,480	1	0,400	0,400	0,000	0,003	0,138	-0,119
15	ADMG	2013	0,390	1	0,400	0,400	0,000	0,040	0,354	-0,112
16	ADMG	2014	0,350	1	0,400	0,400	0,000	0,000	-0,164	-0,119
17	ADMG	2015	0,310	1	0,333	0,333	0,000	0,016	-0,008	-0,120
18	ADMG	2016	0,330	1	0,333	0,333	0,000	-0,007	0,065	-0,110
19	AISA	2008	0,810	0	0,333	0,333	0,000	-0,156	0,363	-0,071
20	AISA	2009	0,650	0	0,333	0,333	0,000	0,049	0,122	-0,058
21	AISA	2010	0,810	0	0,400	0,400	0,000	-0,066	0,071	-0,081
22	AISA	2011	0,600	0	0,400	0,400	0,000	-0,036	-0,247	-0,080
23	AISA	2012	0,880	0	0,400	0,400	0,000	-0,005	0,244	-0,020
24	AISA	2013	0,890	0	0,400	0,400	0,000	-0,023	0,280	-0,021
25	AISA	2014	0,940	0	0,200	0,214	0,000	0,030	0,167	-0,013
26	AISA	2015	0,640	0	0,200	0,214	0,000	0,017	0,101	-0,011
27	AISA	2016	0,790	0	0,200	0,214	0,000	0,017	0,043	-0,053
28	AKPI	2008	0,460	1	0,333	0,333	0,007	0,049	-0,042	-0,068
29	AKPI	2009	0,500	1	0,333	0,333	0,007	0,078	-0,077	-0,054
30	AKPI	2010	0,690	1	0,333	0,333	0,005	-0,047	0,050	-0,060
31	AKPI	2011	0,640	1	0,333	0,333	0,005	0,047	-0,105	-0,065
32	AKPI	2012	0,550	1	0,333	0,333	0,000	-0,043	0,117	-0,071
33	AKPI	2013	0,510	1	0,333	0,333	0,000	-0,063	0,091	-0,077
34	AKPI	2014	0,510	1	0,333	0,333	0,000	0,133	0,138	-0,079
35	AKPI	2015	0,510	1	0,333	0,333	0,000	-0,066	0,113	-0,087



36	AKPI	2016	0,510	1	0,333	0,333	0,000	0,093	0,020	-0,083
37	ALKA	2008	0,730	0	0,122	0,214	0,000	-0,303	0,962	-0,402
38	ALKA	2009	3,931	0	0,122	0,214	0,000	-0,006	1,003	-0,281
39	ALKA	2010	0,720	0	0,122	0,214	0,000	-0,235	0,014	-0,339
40	ALKA	2011	0,570	0	0,122	0,214	0,000	-0,032	0,639	-0,296
41	ALKA	2012	0,620	0	0,122	0,214	0,000	-0,149	0,298	-0,202
42	ALKA	2013	0,570	0	0,122	0,214	0,000	-0,229	1,003	-0,249
43	ALKA	2014	0,640	0	0,122	0,214	0,000	-0,227	1,003	-0,239
44	ALKA	2015	0,690	0	0,122	0,214	0,000	-0,144	-0,753	-0,247
45	ALKA	2016	1,030	0	0,122	0,214	0,000	-0,149	1,003	-0,221
46	ALMI	2008	0,590	0	0,200	0,214	0,016	0,108	0,240	-0,111
47	ALMI	2009	0,480	0	0,200	0,214	0,016	0,086	0,268	-0,106
48	ALMI	2010	0,500	0	0,200	0,214	0,000	-0,114	-0,174	-0,129
49	ALMI	2011	0,510	0	0,200	0,214	0,000	0,078	0,299	-0,143
50	ALMI	2012	0,470	0	0,200	0,214	0,016	-0,070	0,134	-0,136
51	ALMI	2013	0,470	0	0,200	0,214	0,016	-0,430	0,212	-0,128
52	ALMI	2014	0,470	0	0,200	0,214	0,016	-0,386	0,332	-0,110
53	ALMI	2015	0,460	0	0,200	0,214	0,016	0,501	-0,023	-0,114
54	ALMI	2016	0,480	0	0,200	0,214	0,016	-0,025	-0,047	-0,122
55	AMFG	2008	0,450	1	0,429	0,429	0,000	0,184	-0,105	0,041
56	AMFG	2009	0,520	1	0,429	0,429	0,000	0,142	-0,040	-0,023
57	AMFG	2010	1,050	1	0,333	0,333	0,000	0,193	-0,197	-0,037
58	AMFG	2011	1,040	1	0,333	0,333	0,000	0,095	-0,058	-0,040
59	AMFG	2012	1,130	1	0,333	0,333	0,000	0,107	-0,002	-0,035
60	AMFG	2013	0,880	1	0,333	0,333	0,000	0,134	0,019	-0,028
61	AMFG	2014	0,900	1	0,333	0,333	0,000	0,119	0,090	-0,030
62	AMFG	2015	0,720	1	0,333	0,333	0,000	0,051	0,113	-0,025
63	AMFG	2016	0,650	1	0,333	0,333	0,000	0,038	0,000	-0,039
64	APLI	2008	0,500	0	0,333	0,333	0,154	0,029	-0,100	-0,127
65	APLI	2009	0,510	0	0,333	0,333	0,154	0,008	0,038	-0,115
66	APLI	2010	0,550	0	0,333	0,333	0,000	-0,005	0,022	-0,100
67	APLI	2011	0,510	0	0,333	0,333	0,000	-0,096	0,003	-0,079
68	APLI	2012	0,540	0	0,333	0,333	0,000	-0,141	0,129	-0,067
69	APLI	2013	0,470	1	0,333	0,333	0,000	0,089	-0,137	-0,069
70	APLI	2014	0,530	1	0,333	0,333	0,000	-0,032	0,012	-0,074
71	APLI	2015	0,470	1	0,500	0,500	0,254	-0,025	-0,071	-0,044
72	APLI	2016	0,620	1	0,500	0,500	0,254	0,056	0,038	-0,065
73	ARGO	2008	0,490	0	0,500	0,500	0,101	-0,138	0,108	-0,086
74	ARGO	2009	0,640	0	0,500	0,500	0,101	0,201	0,102	-0,095
75	ARGO	2010	0,620	0	0,400	0,400	0,024	-0,097	0,079	-0,102
76	ARGO	2011	0,560	0	0,400	0,400	0,025	-0,360	0,164	-0,108
77	ARGO	2012	0,570	0	0,400	0,400	0,025	0,031	0,299	-0,098
78	ARGO	2013	0,550	0	0,400	0,400	0,023	-0,136	0,316	-0,097

79	ARGO	2014	0,630	0	0,400	0,400	0,023	-0,052	0,102	-0,084
80	ARGO	2015	0,610	1	0,400	0,400	0,024	-0,076	-0,120	-0,091
81	ARGO	2016	0,680	1	0,400	0,400	0,024	-0,162	0,057	-0,081
82	ARNA	2008	0,680	1	0,500	0,500	0,000	0,073	-0,153	-0,017
83	ARNA	2009	0,590	1	0,500	0,500	0,000	0,053	-0,137	-0,028
84	ARNA	2010	0,740	1	0,620	0,667	0,000	0,077	-0,166	-0,005
85	ARNA	2011	0,860	1	0,620	0,667	0,000	0,102	-0,196	0,008
86	ARNA	2012	2,630	1	0,620	0,667	0,000	0,221	-0,077	0,028
87	ARNA	2013	3,931	1	0,620	0,667	0,000	0,234	-0,081	0,014
88	ARNA	2014	3,931	1	0,620	0,667	0,000	0,152	-0,105	-0,002
89	ARNA	2015	2,140	1	0,333	0,333	0,000	0,035	-0,179	-0,014
90	ARNA	2016	2,060	1	0,333	0,333	0,254	0,015	0,060	-0,003
91	ASII	2008	0,690	1	0,400	0,400	0,000	0,113	-0,125	-0,006
92	ASII	2009	3,690	1	0,400	0,400	0,000	0,102	-0,067	-0,024
93	ASII	2010	1,650	1	0,455	0,455	0,000	0,163	-1,003	0,403
94	ASII	2011	1,630	1	0,455	0,455	0,000	0,041	-0,094	-0,031
95	ASII	2012	1,460	1	0,417	0,417	0,000	0,020	0,108	-0,035
96	ASII	2013	1,190	1	0,300	0,300	0,000	0,080	0,011	-0,049
97	ASII	2014	1,190	1	0,455	0,455	0,000	0,034	0,011	-0,048
98	ASII	2015	0,990	1	0,333	0,333	0,000	0,076	-0,057	-0,051
99	ASII	2016	1,130	1	0,333	0,333	0,000	0,045	-0,040	-0,052
100	AUTO	2008	0,750	1	0,333	0,333	0,001	0,101	-0,031	-0,030
101	AUTO	2009	0,930	1	0,333	0,333	0,000	0,106	-0,036	-0,021
102	AUTO	2010	1,730	1	0,300	0,300	0,001	0,041	-0,055	-0,030
103	AUTO	2011	1,670	1	0,400	0,400	0,001	0,003	0,241	-0,024
104	AUTO	2012	1,440	1	0,333	0,333	0,001	0,037	0,129	-0,015
105	AUTO	2013	1,320	1	0,364	0,364	0,001	0,022	0,228	-0,020
106	AUTO	2014	1,310	1	0,300	0,300	0,020	-0,017	0,089	-0,031
107	AUTO	2015	0,640	1	0,375	0,375	0,000	0,023	0,047	-0,040
108	AUTO	2016	0,750	1	0,333	0,333	0,000	0,036	0,065	-0,035
109	BIMA	2008	0,870	0	0,333	0,333	0,000	-0,287	0,150	-0,022
110	BIMA	2009	0,900	0	0,500	0,500	0,000	-0,162	0,141	-0,032
111	BIMA	2010	0,950	0	0,500	0,500	0,000	-0,239	-0,286	-0,004
112	BIMA	2011	0,940	0	0,500	0,500	0,000	-0,266	0,349	0,125
113	BIMA	2012	0,920	0	0,500	0,500	0,000	-0,124	0,014	0,159
114	BIMA	2013	0,820	0	0,500	0,500	0,000	-0,158	0,008	0,182
115	BIMA	2014	0,840	0	0,620	0,667	0,000	-0,143	-0,220	0,167
116	BIMA	2015	0,800	0	0,333	0,333	0,000	0,121	-0,965	0,183
117	BIMA	2016	1,100	0	0,333	0,333	0,000	-0,080	-0,830	0,264
118	BRAM	2008	0,600	1	0,286	0,286	0,254	0,059	0,136	-0,072
119	BRAM	2009	0,560	1	0,286	0,286	0,254	0,080	-0,091	-0,087
120	BRAM	2010	0,770	1	0,429	0,429	0,254	-0,014	0,182	-0,089
121	BRAM	2011	0,680	1	0,429	0,429	0,254	0,042	0,056	-0,092

122	BRAM	2012	0,690	1	0,429	0,429	0,254	0,119	0,016	-0,086
123	BRAM	2013	0,510	1	0,231	0,231	0,254	0,030	0,315	-0,071
124	BRAM	2014	0,710	1	0,231	0,231	0,254	0,083	0,113	-0,083
125	BRAM	2015	0,650	1	0,167	0,214	0,254	0,053	0,067	-0,085
126	BRAM	2016	0,820	1	0,167	0,214	0,254	0,122	0,021	-0,089
127	BRNA	2008	0,420	0	0,250	0,250	0,233	-0,055	-0,064	-0,004
128	BRNA	2009	0,480	0	0,250	0,250	0,233	-0,025	-0,037	-0,029
129	BRNA	2010	0,620	0	0,500	0,500	0,233	0,040	-0,055	-0,032
130	BRNA	2011	0,610	0	0,500	0,500	0,159	0,097	-0,022	-0,034
131	BRNA	2012	0,770	0	0,500	0,500	0,159	0,085	0,055	-0,041
132	BRNA	2013	0,580	0	0,333	0,333	0,117	0,069	0,139	-0,029
133	BRNA	2014	0,630	0	0,333	0,333	0,117	0,120	0,179	-0,044
134	BRNA	2015	0,550	0	0,333	0,333	0,075	0,156	0,037	-0,056
135	BRNA	2016	0,680	0	0,500	0,500	0,075	0,005	0,057	-0,067
136	BRPT	2008	0,470	1	0,600	0,600	0,000	-0,096	-0,061	-0,097
137	BRPT	2009	0,730	1	0,600	0,600	0,000	0,023	0,239	-0,103
138	BRPT	2010	0,640	1	0,400	0,400	0,000	0,011	0,084	-0,109
139	BRPT	2011	0,520	1	0,400	0,400	0,000	-0,053	0,218	-0,102
140	BRPT	2012	0,440	1	0,400	0,400	0,000	0,005	0,545	-0,080
141	BRPT	2013	0,420	1	0,333	0,333	0,015	0,017	0,556	-0,096
142	BRPT	2014	0,400	1	0,333	0,333	0,015	-0,012	0,139	-0,114
143	BRPT	2015	0,340	1	0,333	0,333	0,016	0,005	-0,195	-0,107
144	BRPT	2016	0,510	1	0,333	0,333	0,016	0,153	0,024	-0,090
145	BTON	2008	0,890	1	0,500	0,500	0,096	-0,062	-0,215	-0,262
146	BTON	2009	0,740	0	0,500	0,500	0,096	-0,193	0,065	-0,176
147	BTON	2010	0,740	0	0,500	0,500	0,096	-0,039	-0,040	-0,174
148	BTON	2011	0,600	0	0,500	0,500	0,115	0,093	-0,131	-0,173
149	BTON	2012	0,890	0	0,500	0,500	0,115	-0,004	-0,061	-0,159
150	BTON	2013	0,640	0	0,500	0,500	0,115	-0,102	-0,123	-0,142
151	BTON	2014	0,620	0	0,500	0,500	0,115	-0,112	-0,119	-0,119
152	BTON	2015	0,520	0	0,500	0,500	0,020	-0,159	-0,045	-0,114
153	BTON	2016	0,590	0	0,500	0,500	0,254	-0,151	-0,040	-0,063
154	BUDI	2008	0,560	0	0,333	0,333	0,010	0,002	0,061	-0,088
155	BUDI	2009	0,680	0	0,333	0,333	0,010	0,124	-0,051	-0,081
156	BUDI	2010	0,640	0	0,333	0,333	0,000	0,045	0,095	-0,089
157	BUDI	2011	0,650	0	0,333	0,333	0,000	-0,013	0,057	-0,084
158	BUDI	2012	0,510	0	0,333	0,333	0,000	-0,047	-0,048	-0,095
159	BUDI	2013	0,500	0	0,333	0,333	0,000	0,051	0,117	-0,076
160	BUDI	2014	0,500	0	0,333	0,333	0,000	-0,016	-0,002	-0,084
161	BUDI	2015	0,450	0	0,333	0,333	0,000	-0,006	0,115	-0,099
162	BUDI	2016	0,460	0	0,333	0,333	0,000	0,047	0,091	-0,096
163	CEKA	2008	0,590	1	0,333	0,333	0,000	-0,168	-0,590	-0,017
164	CEKA	2009	0,580	1	0,333	0,333	0,000	0,104	0,641	-0,115

165	CEKA	2010	0,620	1	0,333	0,333	0,000	-0,431	0,677	-0,096
166	CEKA	2011	0,560	1	0,333	0,333	0,000	0,079	-0,325	-0,104
167	CEKA	2012	0,600	1	0,333	0,333	0,000	0,152	-0,094	-0,083
168	CEKA	2013	0,550	1	0,620	0,667	0,008	-0,050	1,003	-0,071
169	CEKA	2014	0,590	1	0,620	0,667	0,008	-0,211	1,003	-0,101
170	CEKA	2015	0,540	1	0,500	0,500	0,008	0,065	0,135	-0,141
171	CEKA	2016	0,680	1	0,500	0,500	0,008	0,055	0,428	-0,063
172	CPIN	2008	0,580	1	0,333	0,333	0,000	-0,016	-0,666	-0,066
173	CPIN	2009	0,500	1	0,333	0,333	0,000	0,306	0,081	-0,056
174	CPIN	2010	3,770	1	0,400	0,400	0,000	0,395	-0,346	-0,029
175	CPIN	2011	3,300	1	0,400	0,400	0,000	0,109	-0,192	-0,068
176	CPIN	2012	3,880	1	0,400	0,400	0,000	0,142	0,231	-0,059
177	CPIN	2013	2,850	1	0,333	0,333	0,000	0,121	0,192	-0,069
178	CPIN	2014	2,340	1	0,333	0,333	0,000	-0,015	0,203	-0,070
179	CPIN	2015	1,490	1	0,333	0,333	0,000	0,042	0,080	-0,074
180	CPIN	2016	1,770	1	0,500	0,500	0,000	0,128	0,163	-0,065
181	CTBN	2008	1,420	1	0,333	0,333	0,000	-0,004	0,079	-0,081
182	CTBN	2009	0,440	1	0,250	0,250	0,000	0,073	0,009	-0,070
183	CTBN	2010	0,880	1	0,400	0,400	0,000	0,028	0,103	-0,040
184	CTBN	2011	1,370	1	0,400	0,400	0,000	0,080	-0,119	-0,045
185	CTBN	2012	1,240	1	0,400	0,400	0,000	-0,035	-0,011	0,028
186	CTBN	2013	1,050	1	0,500	0,500	0,000	0,202	0,100	0,035
187	CTBN	2014	1,130	1	0,500	0,500	0,000	0,070	-0,190	-0,034
188	CTBN	2015	1,310	1	0,333	0,333	0,000	0,042	-0,223	-0,046
189	CTBN	2016	1,740	1	0,333	0,333	0,000	-0,030	-0,292	-0,026
190	DLTA	2008	0,570	1	0,400	0,400	0,000	0,197	-0,323	0,156
191	DLTA	2009	1,250	1	0,400	0,400	0,000	0,175	0,175	0,105
192	DLTA	2010	2,470	1	0,400	0,400	0,000	-0,019	0,221	0,101
193	DLTA	2011	2,330	1	0,400	0,400	0,000	0,182	-0,714	0,121
194	DLTA	2012	3,931	1	0,400	0,400	0,000	0,292	-0,459	0,188
195	DLTA	2013	3,931	1	0,400	0,400	0,000	0,402	-0,328	0,222
196	DLTA	2014	3,931	1	0,200	0,214	0,000	0,129	-0,469	0,154
197	DLTA	2015	3,550	1	0,400	0,400	0,000	0,192	-0,468	0,100
198	DLTA	2016	3,030	1	0,400	0,400	0,000	0,194	-0,373	0,105
199	DPNS	2008	0,760	0	0,333	0,333	0,019	-0,309	0,036	0,039
200	DPNS	2009	1,060	0	0,333	0,333	0,065	-0,039	-0,119	-0,041
201	DPNS	2010	0,850	0	0,333	0,333	0,057	-0,075	-0,060	-0,042
202	DPNS	2011	1,300	0	0,333	0,333	0,057	-0,074	-0,117	-0,047
203	DPNS	2012	0,730	0	0,333	0,333	0,057	-0,121	0,046	-0,052
204	DPNS	2013	0,650	0	0,333	0,333	0,057	-0,143	-0,048	-0,033
205	DPNS	2014	0,500	0	0,333	0,333	0,057	-0,091	-0,052	-0,045
206	DPNS	2015	0,530	0	0,333	0,333	0,057	-0,091	-0,126	-0,044
207	DPNS	2016	0,500	0	0,333	0,333	0,057	-0,056	-0,030	-0,050

208	DVLA	2008	0,870	1	0,333	0,333	0,000	0,132	-0,581	0,329
209	DVLA	2009	0,650	1	0,333	0,333	0,000	-0,067	-0,648	0,403
210	DVLA	2010	1,430	1	0,333	0,333	0,000	0,091	-0,565	0,403
211	DVLA	2011	1,320	1	0,333	0,333	0,000	0,022	-0,532	0,403
212	DVLA	2012	1,630	1	0,333	0,333	0,000	0,044	-0,424	0,352
213	DVLA	2013	1,870	1	0,333	0,333	0,000	0,046	-0,361	0,333
214	DVLA	2014	1,440	1	0,333	0,333	0,000	0,035	-0,322	0,268
215	DVLA	2015	1,040	1	0,500	0,500	0,000	0,120	-0,305	0,313
216	DVLA	2016	1,220	1	0,500	0,500	0,000	0,085	-0,324	0,293
217	EKAD	2008	0,710	0	0,333	0,333	0,000	-0,493	0,299	0,039
218	EKAD	2009	0,550	0	0,333	0,333	0,000	-0,225	-0,334	-0,001
219	EKAD	2010	0,780	0	0,333	0,333	0,000	-0,090	-0,200	-0,004
220	EKAD	2011	0,870	0	0,333	0,333	0,000	-0,077	-0,152	0,002
221	EKAD	2012	0,920	0	0,500	0,500	0,000	-0,010	0,024	0,026
222	EKAD	2013	0,840	1	0,500	0,500	0,000	-0,033	-0,003	0,027
223	EKAD	2014	0,910	1	0,500	0,500	0,000	-0,089	0,189	0,035
224	EKAD	2015	0,780	0	0,500	0,500	0,000	0,155	-0,250	0,015
225	EKAD	2016	0,640	0	0,500	0,500	0,000	0,122	-0,211	0,028
226	ESTI	2008	0,470	1	0,250	0,250	0,000	0,004	0,102	-0,101
227	ESTI	2009	0,470	1	0,250	0,250	0,000	-0,015	0,133	-0,095
228	ESTI	2010	0,580	1	0,620	0,667	0,000	-0,075	0,174	-0,091
229	ESTI	2011	0,690	1	0,620	0,667	0,000	-0,049	0,142	-0,109
230	ESTI	2012	0,620	1	0,620	0,667	0,000	-0,052	0,094	-0,111
231	ESTI	2013	0,640	1	0,620	0,667	0,000	-0,028	0,147	-0,102
232	ESTI	2014	0,670	1	0,620	0,667	0,000	-0,074	0,147	-0,093
233	ESTI	2015	0,700	1	0,620	0,667	0,240	-0,044	0,069	-0,092
234	ESTI	2016	0,570	1	0,620	0,667	0,240	-0,085	0,059	-0,088
235	ETWA	2008	0,450	0	0,333	0,333	0,001	-0,046	0,063	-0,140
236	ETWA	2009	0,580	0	0,333	0,333	0,001	-0,096	0,209	-0,137
237	ETWA	2010	0,600	0	0,333	0,333	0,000	-0,360	0,132	-0,123
238	ETWA	2011	0,760	0	0,250	0,250	0,000	-0,217	0,023	-0,108
239	ETWA	2012	0,560	0	0,250	0,250	0,000	0,006	0,148	-0,086
240	ETWA	2013	0,560	0	0,250	0,250	0,000	-0,294	0,241	-0,077
241	ETWA	2014	0,540	0	0,250	0,250	0,000	0,085	-0,038	-0,066
242	ETWA	2015	0,510	0	0,200	0,214	0,077	-0,016	-0,191	-0,081
243	ETWA	2016	0,530	0	0,200	0,214	0,077	-0,014	-0,124	-0,093
244	FASW	2008	1,010	1	0,333	0,333	0,000	0,252	0,034	-0,101
245	FASW	2009	1,050	1	0,333	0,333	0,000	0,194	-0,011	-0,100
246	FASW	2010	1,370	1	0,333	0,333	0,000	0,274	-0,050	-0,101
247	FASW	2011	1,730	1	0,333	0,333	0,000	0,384	0,028	-0,097
248	FASW	2012	1,080	1	0,620	0,667	0,000	-0,014	0,036	-0,099
249	FASW	2013	0,930	1	0,400	0,400	0,000	-0,002	0,123	-0,088
250	FASW	2014	0,840	1	0,400	0,400	0,000	0,193	0,163	-0,092

251	FASW	2015	0,620	1	0,400	0,400	0,085	-0,027	0,049	-0,097
252	FASW	2016	1,110	1	0,400	0,400	0,085	0,278	0,023	-0,098
253	FPNI	2008	0,450	1	0,500	0,500	0,000	0,032	-0,112	-0,199
254	FPNI	2009	0,570	0	0,500	0,500	0,000	0,102	0,294	0,136
255	FPNI	2010	0,560	1	0,500	0,500	0,000	-0,043	0,269	-0,108
256	FPNI	2011	0,570	1	0,500	0,500	0,000	-0,062	0,140	-0,125
257	FPNI	2012	0,530	1	0,500	0,500	0,000	-0,039	0,499	-0,123
258	FPNI	2013	0,500	1	0,500	0,500	0,000	-0,013	0,719	-0,127
259	FPNI	2014	0,490	1	0,500	0,500	0,000	-0,051	0,472	-0,142
260	FPNI	2015	0,450	1	0,500	0,500	0,000	-0,050	0,160	-0,149
261	FPNI	2016	0,510	1	0,500	0,500	0,000	-0,046	0,047	-0,138
262	GDYR	2008	0,530	1	0,333	0,333	0,066	-0,159	0,145	-0,109
263	GDYR	2009	0,410	1	0,333	0,333	0,000	0,322	0,043	-0,092
264	GDYR	2010	0,660	1	0,333	0,333	0,000	0,094	0,008	-0,091
265	GDYR	2011	0,590	1	0,333	0,333	0,000	0,068	0,249	-0,089
266	GDYR	2012	0,630	1	0,333	0,333	0,000	0,056	0,056	-0,067
267	GDYR	2013	0,720	1	0,333	0,333	0,000	0,132	0,212	-0,033
268	GDYR	2014	0,620	1	0,333	0,333	0,000	0,088	0,016	-0,030
269	GDYR	2015	0,790	1	0,333	0,333	0,000	0,055	0,083	-0,037
270	GDYR	2016	0,680	1	0,333	0,333	0,000	0,000	-0,036	-0,046
271	GGRM	2008	0,320	1	0,600	0,600	0,008	0,055	-0,042	-0,067
272	GGRM	2009	0,770	1	0,620	0,800	0,008	0,039	0,034	-0,085
273	GGRM	2010	2,150	1	0,620	0,750	0,008	0,064	-0,022	-0,045
274	GGRM	2011	2,980	1	0,620	0,750	0,008	-0,044	0,121	-0,047
275	GGRM	2012	2,180	1	0,500	0,500	0,009	0,089	0,058	-0,042
276	GGRM	2013	1,420	1	0,333	0,333	0,009	0,021	0,148	-0,051
277	GGRM	2014	1,700	1	0,250	0,250	0,009	-0,006	0,159	0,004
278	GGRM	2015	1,480	1	0,500	0,500	0,007	0,017	0,043	0,009
279	GGRM	2016	1,690	1	0,500	0,500	0,007	0,071	0,000	0,024
280	GJTL	2008	0,490	1	0,429	0,429	0,008	0,028	0,054	-0,072
281	GJTL	2009	0,510	1	0,429	0,429	0,008	0,093	-0,087	-0,059
282	GJTL	2010	0,860	1	0,375	0,375	0,008	0,073	-0,073	-0,071
283	GJTL	2011	0,940	1	0,375	0,375	0,008	-0,012	0,050	-0,082
284	GJTL	2012	0,750	1	0,333	0,333	0,008	0,109	0,019	-0,085
285	GJTL	2013	0,620	1	0,286	0,286	0,009	0,063	0,004	-0,069
286	GJTL	2014	0,570	1	0,333	0,333	0,010	-0,027	0,034	-0,046
287	GJTL	2015	0,470	1	0,222	0,222	0,012	0,012	-0,033	-0,038
288	GJTL	2016	0,530	1	0,222	0,222	0,012	0,037	-0,018	-0,036
289	HDTX	2008	0,670	0	0,250	0,250	0,057	-0,013	0,097	-0,105
290	HDTX	2009	0,500	0	0,250	0,250	0,057	-0,034	0,142	-0,103
291	HDTX	2010	0,570	0	0,500	0,500	0,037	-0,023	0,109	-0,103
292	HDTX	2011	0,510	0	0,500	0,500	0,024	-0,052	-0,022	-0,117
293	HDTX	2012	1,040	0	0,500	0,500	0,024	-0,009	0,093	-0,114

294	HDTX	2013	0,570	0	0,333	0,333	0,024	0,239	0,228	-0,095
295	HDTX	2014	0,540	0	0,333	0,333	0,024	-0,089	0,155	-0,091
296	HDTX	2015	0,800	0	0,200	0,214	0,029	-0,020	0,153	-0,079
297	HDTX	2016	0,680	0	0,200	0,214	0,029	0,047	0,088	-0,061
298	HMSP	2008	1,800	1	0,400	0,400	0,000	0,254	-0,474	0,051
299	HMSP	2009	2,010	1	0,400	0,400	0,000	0,217	-0,258	0,047
300	HMSP	2010	3,931	0	0,333	0,333	0,000	-0,066	-0,377	0,024
301	HMSP	2011	3,931	1	0,400	0,400	0,000	0,488	-0,504	0,019
302	HMSP	2012	3,931	1	0,400	0,400	0,000	0,154	0,376	0,056
303	HMSP	2013	3,931	1	0,500	0,500	0,000	0,362	-0,028	0,006
304	HMSP	2014	3,931	1	0,200	0,214	0,000	0,355	-0,157	0,032
305	HMSP	2015	3,931	1	0,200	0,214	0,000	-0,023	-0,057	0,057
306	HMSP	2016	3,931	1	0,200	0,214	0,000	0,323	-0,123	0,012
307	IGAR	2008	0,350	0	0,333	0,333	0,000	0,022	0,073	-0,087
308	IGAR	2009	0,520	0	0,333	0,333	0,000	-0,015	-0,020	-0,097
309	IGAR	2010	0,680	0	0,333	0,333	0,000	0,157	-0,083	-0,079
310	IGAR	2011	1,340	0	0,333	0,333	0,000	-0,024	0,058	-0,101
311	IGAR	2012	1,210	0	0,333	0,333	0,000	-0,009	0,073	-0,059
312	IGAR	2013	0,930	0	0,333	0,333	0,000	-0,011	0,235	-0,062
313	IGAR	2014	0,900	0	0,333	0,333	0,000	-0,033	0,254	-0,064
314	IGAR	2015	0,640	0	0,333	0,333	0,000	0,125	-0,102	-0,059
315	IGAR	2016	1,130	0	0,333	0,333	0,000	0,066	0,084	-0,064
316	IKAI	2008	1,180	0	0,500	0,500	0,030	-0,056	-0,020	-0,079
317	IKAI	2009	0,960	0	0,500	0,500	0,037	-0,050	-0,030	-0,030
318	IKAI	2010	0,420	0	0,500	0,500	0,030	-0,058	-0,001	-0,041
319	IKAI	2011	0,540	0	0,500	0,500	0,030	-0,062	-0,039	-0,056
320	IKAI	2012	0,480	0	0,500	0,500	0,030	-0,062	0,006	-0,006
321	IKAI	2013	0,510	0	0,500	0,500	0,030	-0,095	0,059	-0,050
322	IKAI	2014	0,500	0	0,500	0,500	0,016	-0,108	0,161	-0,069
323	IKAI	2015	0,580	0	0,500	0,500	0,016	-0,101	-0,122	-0,075
324	IKAI	2016	0,650	0	0,500	0,500	0,016	-0,054	-0,213	0,248
325	IKBI	2008	0,500	1	0,200	0,214	0,001	0,030	-0,004	-0,146
326	IKBI	2009	0,920	1	0,200	0,214	0,001	0,114	0,340	-0,104
327	IKBI	2010	0,740	1	0,200	0,214	0,001	-0,151	-0,164	-0,118
328	IKBI	2011	0,680	1	0,200	0,214	0,001	-0,048	0,530	-0,115
329	IKBI	2012	0,820	1	0,200	0,214	0,001	0,056	1,003	-0,016
330	IKBI	2013	0,470	1	0,200	0,214	0,001	0,043	1,003	-0,059
331	IKBI	2014	0,520	1	0,200	0,214	0,001	-0,058	0,022	-0,123
332	IKBI	2015	0,460	1	0,333	0,333	0,001	0,062	0,365	-0,089
333	IKBI	2016	0,490	1	0,333	0,333	0,001	0,085	-0,353	-0,129
334	IMAS	2008	0,590	1	0,429	0,429	0,000	-0,093	-0,019	0,000
335	IMAS	2009	0,640	1	0,429	0,429	0,000	0,098	0,177	-0,011
336	IMAS	2010	1,000	1	0,429	0,429	0,000	-0,290	-0,048	0,024

337	IMAS	2011	1,310	1	0,429	0,429	0,000	-0,205	0,063	-0,006
338	IMAS	2012	0,900	1	0,429	0,429	0,000	-0,290	0,434	-0,001
339	IMAS	2013	0,770	1	0,429	0,429	0,000	-0,173	0,116	-0,024
340	IMAS	2014	0,690	1	0,500	0,500	0,000	-0,012	-0,036	-0,027
341	IMAS	2015	0,580	1	0,429	0,429	0,000	-0,001	-0,047	-0,020
342	IMAS	2016	0,510	1	0,429	0,429	0,000	-0,029	-0,116	-0,025
343	INAF	2008	0,500	0	0,122	0,214	0,000	-0,229	-0,122	0,187
344	INAF	2009	0,590	0	0,122	0,214	0,000	-0,015	-0,079	0,211
345	INAF	2010	0,580	0	0,122	0,214	0,000	-0,036	-0,236	0,300
346	INAF	2011	0,620	0	0,122	0,214	0,000	-0,031	-0,322	0,241
347	INAF	2012	0,850	0	0,122	0,214	0,000	-0,092	-0,202	0,102
348	INAF	2013	0,590	0	0,122	0,214	0,000	-0,162	0,040	0,132
349	INAF	2014	0,920	1	0,122	0,214	0,000	0,051	-0,049	0,063
350	INAF	2015	0,590	0	0,333	0,333	0,000	0,195	0,123	0,066
351	INAF	2016	3,931	0	0,333	0,333	0,000	0,155	-0,011	0,044
352	INAI	2008	0,480	0	0,200	0,214	0,000	-0,055	0,059	-0,068
353	INAI	2009	0,500	0	0,200	0,214	0,000	0,069	-0,034	-0,065
354	INAI	2010	0,520	0	0,200	0,214	0,000	-0,272	0,062	-0,054
355	INAI	2011	0,530	0	0,400	0,400	0,000	-0,046	0,001	-0,041
356	INAI	2012	0,510	0	0,400	0,400	0,000	-0,256	0,038	-0,052
357	INAI	2013	0,520	0	0,500	0,500	0,000	0,056	0,147	-0,049
358	INAI	2014	0,520	0	0,500	0,500	0,000	-0,010	0,351	-0,036
359	INAI	2015	0,500	0	0,500	0,500	0,000	-0,011	0,336	-0,041
360	INAI	2016	0,530	0	0,500	0,500	0,000	-0,165	0,021	-0,078
361	INCI	2008	0,160	0	0,333	0,333	0,254	-0,150	-0,072	-0,035
362	INCI	2009	0,260	0	0,333	0,333	0,254	-0,079	0,045	-0,080
363	INCI	2010	0,360	0	0,333	0,333	0,254	-0,125	-0,022	0,010
364	INCI	2011	0,460	0	0,333	0,333	0,254	-0,140	0,185	-0,033
365	INCI	2012	0,410	0	0,333	0,333	0,254	-0,214	0,199	-0,081
366	INCI	2013	0,370	0	0,333	0,333	0,254	-0,116	0,004	-0,073
367	INCI	2014	0,340	0	0,333	0,333	0,254	-0,138	0,202	-0,042
368	INCI	2015	0,380	0	0,333	0,333	0,254	-0,007	-0,013	-0,020
369	INCI	2016	0,280	0	0,333	0,333	0,254	-0,207	0,119	-0,001
370	INDF	2008	0,510	1	0,300	0,300	0,001	0,049	-0,090	0,005
371	INDF	2009	0,860	1	0,300	0,300	0,001	0,031	-0,091	-0,007
372	INDF	2010	0,930	1	0,333	0,333	0,001	0,137	-0,150	0,005
373	INDF	2011	0,830	1	0,333	0,333	0,001	0,067	-0,125	-0,014
374	INDF	2012	0,910	1	0,333	0,333	0,000	0,102	-0,005	-0,006
375	INDF	2013	0,830	1	0,375	0,375	0,000	0,081	-0,001	0,003
376	INDF	2014	0,800	1	0,333	0,333	0,000	0,084	-0,006	0,003
377	INDF	2015	0,670	1	0,375	0,375	0,000	0,015	-0,066	-0,008
378	INDF	2016	0,900	1	0,375	0,375	0,000	0,044	-0,058	-0,006
379	INDR	2008	0,410	1	0,400	0,400	0,000	0,069	0,044	-0,075



380	INDR	2009	0,390	1	0,400	0,400	0,000	0,086	0,135	-0,089
381	INDR	2010	0,480	1	0,500	0,500	0,000	0,065	-0,007	-0,081
382	INDR	2011	0,510	1	0,400	0,400	0,000	0,043	0,121	-0,095
383	INDR	2012	0,450	1	0,400	0,400	0,000	0,001	0,184	-0,087
384	INDR	2013	0,410	1	0,400	0,400	0,000	0,027	0,357	-0,069
385	INDR	2014	0,390	1	0,400	0,400	0,000	0,024	0,129	-0,073
386	INDR	2015	0,410	1	0,400	0,400	0,000	-0,081	0,085	-0,068
387	INDR	2016	0,420	1	0,400	0,400	0,000	0,048	0,040	-0,081
388	INDS	2008	0,490	0	0,333	0,333	0,000	-0,281	0,088	-0,049
389	INDS	2009	0,470	0	0,333	0,333	0,000	0,078	-0,088	-0,049
390	INDS	2010	0,710	0	0,333	0,333	0,000	-0,067	-0,168	-0,034
391	INDS	2011	0,790	0	0,333	0,333	0,004	-0,104	0,014	-0,054
392	INDS	2012	0,840	0	0,333	0,333	0,004	0,039	0,180	-0,065
393	INDS	2013	0,700	1	0,333	0,333	0,004	0,086	-0,017	-0,057
394	INDS	2014	0,550	1	0,333	0,333	0,004	-0,016	0,098	-0,062
395	INDS	2015	0,270	0	0,333	0,333	0,004	0,006	0,025	-0,070
396	INDS	2016	0,330	0	0,333	0,333	0,004	0,034	-0,047	-0,063
397	INKP	2008	0,430	0	0,444	0,444	0,000	0,056	-0,016	-0,074
398	INKP	2009	0,450	0	0,444	0,444	0,000	-0,015	0,068	-0,083
399	INKP	2010	0,520	0	0,444	0,444	0,000	-0,009	-0,015	-0,075
400	INKP	2011	0,470	0	0,444	0,444	0,000	-0,005	0,080	-0,074
401	INKP	2012	0,440	0	0,444	0,444	0,000	0,002	0,085	-0,072
402	INKP	2013	0,450	0	0,444	0,444	0,000	0,038	0,127	-0,062
403	INKP	2014	0,430	0	0,444	0,444	0,000	0,015	0,028	-0,075
404	INKP	2015	0,420	0	0,429	0,429	0,000	-0,005	0,052	-0,067
405	INKP	2016	0,410	0	0,429	0,429	0,000	-0,009	0,005	-0,074
406	INTP	2008	1,400	1	0,429	0,429	0,000	0,122	-0,414	0,017
407	INTP	2009	3,340	1	0,429	0,429	0,000	0,244	-0,341	-0,012
408	INTP	2010	3,470	1	0,429	0,429	0,000	0,217	-0,277	-0,019
409	INTP	2011	3,170	1	0,429	0,429	0,000	0,215	-0,308	-0,006
410	INTP	2012	3,300	1	0,429	0,429	0,000	0,275	-0,158	0,026
411	INTP	2013	2,560	1	0,429	0,429	0,000	0,203	-0,184	0,009
412	INTP	2014	2,910	1	0,620	0,750	0,000	0,166	-0,169	0,019
413	INTP	2015	2,740	1	0,620	0,750	0,000	0,141	-0,207	0,072
414	INTP	2016	1,780	1	0,429	0,429	0,000	0,095	-0,150	0,047
415	JECC	2008	0,500	0	0,620	0,667	0,000	0,122	0,031	-0,103
416	JECC	2009	0,520	0	0,620	0,667	0,000	-0,109	0,297	-0,087
417	JECC	2010	0,540	0	0,620	0,667	0,000	-0,038	0,051	-0,093
418	JECC	2011	0,520	0	0,620	0,667	0,000	-0,071	0,098	-0,100
419	JECC	2012	0,670	0	0,620	0,667	0,000	-0,077	0,238	-0,098
420	JECC	2013	0,650	0	0,620	0,667	0,000	-0,242	0,432	-0,085
421	JECC	2014	0,640	0	0,620	0,667	0,001	-0,021	0,008	-0,090
422	JECC	2015	0,510	0	0,620	0,667	0,000	-0,039	0,124	-0,094

423	JECC	2016	0,610	0	0,620	0,667	0,000	0,081	0,189	-0,071
424	JKSW	2008	0,720	0	0,500	0,500	0,013	-0,021	-0,040	-0,053
425	JKSW	2009	0,730	0	0,500	0,500	0,013	-0,117	0,107	-0,113
426	JKSW	2010	0,720	0	0,500	0,500	0,013	-0,170	-0,065	-0,107
427	JKSW	2011	0,710	0	0,500	0,500	0,013	-0,090	0,102	-0,107
428	JKSW	2012	0,720	0	0,500	0,500	0,013	-0,102	-0,064	-0,115
429	JKSW	2013	0,730	1	0,500	0,500	0,013	-0,106	0,061	-0,107
430	JKSW	2014	0,710	1	0,500	0,500	0,013	-0,076	0,168	-0,105
431	JKSW	2015	0,740	0	0,500	0,500	0,013	-0,075	0,132	-0,104
432	JKSW	2016	0,740	0	0,500	0,500	0,013	-0,130	0,408	-0,117
433	JPFA	2008	0,480	0	0,333	0,333	0,000	-0,066	-0,098	0,062
434	JPFA	2009	0,680	0	0,333	0,333	0,000	0,066	-0,048	0,024
435	JPFA	2010	0,960	0	0,250	0,250	0,000	0,132	-0,109	0,049
436	JPFA	2011	0,970	0	0,250	0,250	0,000	-0,061	-0,044	0,017
437	JPFA	2012	1,130	0	0,333	0,333	0,000	-0,011	0,239	0,007
438	JPFA	2013	0,920	0	0,333	0,333	0,000	-0,029	0,283	0,000
439	JPFA	2014	0,790	0	0,333	0,333	0,000	0,062	0,207	-0,014
440	JPFA	2015	0,630	0	0,400	0,400	0,000	0,050	0,074	-0,018
441	JPFA	2016	0,910	0	0,400	0,400	0,000	0,118	-0,025	-0,010
442	JPRS	2008	0,480	1	0,330	0,330	0,155	0,295	-0,289	-0,169
443	JPRS	2009	0,650	0	0,500	0,500	0,155	-0,101	0,317	-0,107
444	JPRS	2010	1,050	0	0,500	0,500	0,155	0,037	-0,126	-0,114
445	JPRS	2011	0,860	0	0,500	0,500	0,155	-0,183	-0,062	-0,133
446	JPRS	2012	0,660	0	0,500	0,500	0,155	-0,107	-0,138	-0,129
447	JPRS	2013	0,560	0	0,500	0,500	0,155	0,112	-0,459	-0,116
448	JPRS	2014	0,510	0	0,500	0,500	0,155	-0,293	0,230	-0,085
449	JPRS	2015	0,310	0	0,500	0,500	0,015	-0,099	-0,125	-0,095
450	JPRS	2016	0,370	0	0,500	0,500	0,254	-0,090	-0,009	-0,074
451	KAEF	2008	0,470	0	0,600	0,600	0,000	-0,076	-0,201	0,261
452	KAEF	2009	0,600	0	0,600	0,600	0,000	0,024	-0,237	0,284
453	KAEF	2010	0,710	0	0,600	0,600	0,000	0,030	-0,355	0,299
454	KAEF	2011	1,040	0	0,400	0,400	0,000	-0,009	-0,298	0,305
455	KAEF	2012	1,750	0	0,400	0,400	0,000	0,071	-0,202	0,357
456	KAEF	2013	1,230	0	0,400	0,400	0,000	0,067	-0,068	0,302
457	KAEF	2014	2,230	0	0,400	0,400	0,000	0,063	-0,191	0,254
458	KAEF	2015	1,350	0	0,200	0,214	0,000	0,011	-0,173	0,246
459	KAEF	2016	2,530	0	0,200	0,214	0,000	0,013	-0,047	0,295
460	KARW	2008	0,760	0	0,600	0,600	0,000	-0,236	-0,006	-0,090
461	KARW	2009	0,890	0	0,600	0,600	0,000	-0,212	0,298	-0,026
462	KARW	2010	1,090	0	0,333	0,333	0,000	-0,146	-0,164	-0,088
463	KARW	2011	1,790	1	0,333	0,333	0,000	-0,493	0,000	-0,111
464	KARW	2012	0,870	1	0,333	0,333	0,000	0,506	0,502	0,053
465	KARW	2013	0,610	1	0,333	0,333	0,000	-0,026	0,106	-0,010

466	KARW	2014	0,740	1	0,333	0,333	0,000	-0,073	0,044	-0,062
467	KARW	2015	0,780	1	0,333	0,333	0,000	-0,032	0,040	-0,083
468	KARW	2016	0,840	1	0,333	0,333	0,000	0,045	0,039	-0,072
469	KBLI	2008	0,600	1	0,400	0,400	0,000	-0,018	0,030	-0,109
470	KBLI	2009	0,710	1	0,400	0,400	0,000	0,014	0,451	-0,083
471	KBLI	2010	0,490	1	0,400	0,400	0,000	0,076	-0,407	-0,063
472	KBLI	2011	0,540	1	0,400	0,400	0,000	0,013	0,026	-0,109
473	KBLI	2012	0,720	1	0,400	0,400	0,000	-0,055	0,436	-0,090
474	KBLI	2013	0,570	1	0,333	0,333	0,000	-0,087	0,285	-0,097
475	KBLI	2014	0,550	1	0,200	0,214	0,001	0,071	0,026	-0,112
476	KBLI	2015	0,480	1	0,200	0,214	0,000	-0,024	0,206	-0,090
477	KBLI	2016	0,680	1	0,200	0,214	0,000	0,192	0,023	-0,083
478	KBLM	2008	0,530	0	0,500	0,500	0,089	-0,179	-0,035	-0,099
479	KBLM	2009	0,540	0	0,500	0,500	0,089	-0,058	0,240	-0,104
480	KBLM	2010	0,520	0	0,500	0,500	0,163	-0,090	-0,161	-0,124
481	KBLM	2011	0,510	0	0,250	0,250	0,163	0,014	0,201	-0,137
482	KBLM	2012	0,520	0	0,333	0,333	0,153	-0,199	0,387	-0,118
483	KBLM	2013	0,540	0	0,333	0,333	0,089	-0,215	0,026	-0,124
484	KBLM	2014	0,530	0	0,333	0,333	0,089	-0,061	0,126	-0,128
485	KBLM	2015	0,500	0	0,333	0,333	0,089	-0,026	0,165	-0,105
486	KBLM	2016	0,610	0	0,333	0,333	0,089	-0,021	0,119	-0,114
487	KDSI	2008	0,400	0	0,250	0,250	0,000	-0,117	0,017	-0,115
488	KDSI	2009	0,430	0	0,250	0,250	0,000	-0,070	0,164	-0,070
489	KDSI	2010	0,460	0	0,250	0,250	0,000	-0,124	-0,006	-0,064
490	KDSI	2011	0,460	0	0,250	0,250	0,059	-0,002	0,098	-0,002
491	KDSI	2012	0,550	0	0,250	0,250	0,059	0,005	0,119	0,002
492	KDSI	2013	0,470	0	0,250	0,250	0,059	0,065	0,161	0,020
493	KDSI	2014	0,420	0	0,333	0,333	0,059	-0,035	0,227	-0,003
494	KDSI	2015	0,500	0	0,200	0,214	0,059	-0,038	0,183	-0,015
495	KDSI	2016	0,460	0	0,200	0,214	0,059	0,023	0,213	0,000
496	KICI	2008	1,000	0	0,333	0,333	0,050	-0,311	-0,104	-0,096
497	KICI	2009	1,000	0	0,333	0,333	0,050	-0,173	-0,022	-0,080
498	KICI	2010	0,440	0	0,333	0,333	0,046	-0,260	0,078	-0,078
499	KICI	2011	0,440	0	0,333	0,333	0,046	-0,317	-0,002	-0,070
500	KICI	2012	0,540	0	0,333	0,333	0,002	-0,276	0,026	-0,082
501	KICI	2013	0,500	0	0,333	0,333	0,002	-0,236	0,010	-0,076
502	KICI	2014	0,470	0	0,333	0,333	0,002	-0,239	-0,072	-0,069
503	KICI	2015	0,430	0	0,333	0,333	0,002	-0,284	-0,032	-0,050
504	KICI	2016	0,440	0	0,333	0,333	0,002	-0,493	-0,026	-0,051
505	KLBF	2008	0,770	1	0,333	0,333	0,000	0,112	-0,493	0,342
506	KLBF	2009	2,080	1	0,333	0,333	0,000	0,193	-0,594	0,338
507	KLBF	2010	3,931	1	0,333	0,333	0,000	0,181	-0,692	0,403
508	KLBF	2011	3,620	1	0,333	0,333	0,000	0,165	-0,549	0,333

509	KLBF	2012	3,931	1	0,333	0,333	0,000	0,123	-0,286	0,357
510	KLBF	2013	3,931	1	0,333	0,333	0,000	0,055	-0,271	0,372
511	KLBF	2014	3,931	1	0,333	0,333	0,000	0,162	-0,411	0,335
512	KLBF	2015	3,930	1	0,429	0,429	0,000	0,156	-0,437	0,309
513	KLBF	2016	3,931	1	0,429	0,429	0,000	0,116	-0,380	0,303
514	LION	2008	0,780	0	0,333	0,333	0,002	-0,005	-0,238	0,048
515	LION	2009	0,500	0	0,333	0,333	0,002	0,099	-0,316	0,043
516	LION	2010	0,700	0	0,333	0,333	0,002	0,006	-0,204	0,018
517	LION	2011	0,790	0	0,333	0,333	0,002	0,026	-0,218	0,027
518	LION	2012	1,220	0	0,333	0,333	0,002	0,089	-0,105	0,036
519	LION	2013	1,210	0	0,333	0,333	0,002	0,038	-0,102	0,036
520	LION	2014	0,840	0	0,333	0,333	0,002	0,043	-0,074	0,167
521	LION	2015	0,920	0	0,333	0,333	0,002	0,012	-0,114	0,142
522	LION	2016	0,880	0	0,333	0,333	0,002	0,016	-0,133	0,133
523	LMPI	2008	0,330	0	0,500	0,500	0,000	-0,090	0,041	-0,056
524	LMPI	2009	0,530	0	0,500	0,500	0,000	-0,051	-0,066	-0,055
525	LMPI	2010	0,590	0	0,500	0,500	0,000	-0,038	-0,032	-0,033
526	LMPI	2011	0,500	0	0,500	0,500	0,000	-0,075	-0,062	-0,035
527	LMPI	2012	0,540	0	0,500	0,500	0,000	-0,087	0,228	-0,025
528	LMPI	2013	0,500	0	0,500	0,500	0,000	-0,094	-0,040	-0,022
529	LMPI	2014	0,480	0	0,500	0,500	0,000	-0,050	-0,064	-0,059
530	LMPI	2015	0,430	0	0,500	0,500	0,000	-0,038	-0,109	-0,055
531	LMPI	2016	0,440	0	0,500	0,500	0,000	0,016	-0,069	-0,041
532	LMSH	2008	0,690	0	0,333	0,333	0,254	-0,325	-0,152	-0,190
533	LMSH	2009	0,340	0	0,333	0,333	0,254	-0,315	0,305	-0,167
534	LMSH	2010	0,710	0	0,333	0,333	0,254	-0,213	-0,131	-0,176
535	LMSH	2011	0,640	0	0,333	0,333	0,254	-0,256	-0,016	-0,194
536	LMSH	2012	0,830	0	0,333	0,333	0,254	-0,156	0,269	-0,103
537	LMSH	2013	0,630	0	0,333	0,333	0,254	-0,104	0,226	-0,099
538	LMSH	2014	0,520	0	0,333	0,333	0,254	-0,126	0,067	-0,130
539	LMSH	2015	0,500	0	0,333	0,333	0,237	-0,115	-0,299	-0,135
540	LMSH	2016	0,490	0	0,333	0,333	0,237	-0,149	0,018	-0,099
541	LPIN	2008	0,590	0	0,333	0,333	0,000	-0,493	0,449	-0,073
542	LPIN	2009	0,650	0	0,333	0,333	0,000	-0,140	-0,320	-0,073
543	LPIN	2010	0,750	0	0,333	0,333	0,000	-0,177	-0,106	-0,051
544	LPIN	2011	0,750	0	0,333	0,333	0,000	-0,144	-0,146	-0,009
545	LPIN	2012	0,980	0	0,333	0,333	0,000	-0,134	-0,072	-0,019
546	LPIN	2013	0,880	0	0,333	0,333	0,000	-0,194	0,056	-0,027
547	LPIN	2014	0,940	0	0,333	0,333	0,000	-0,235	-0,025	-0,043
548	LPIN	2015	0,830	0	0,333	0,333	0,000	0,107	-0,117	0,185
549	LPIN	2016	0,740	0	0,333	0,333	0,000	-0,149	0,044	0,250
550	MAIN	2008	0,650	0	0,333	0,333	0,000	-0,066	0,046	-0,093
551	MAIN	2009	0,650	0	0,333	0,333	0,000	0,035	0,045	-0,078

552	MAIN	2010	1,070	0	0,333	0,333	0,000	0,096	-0,142	-0,054
553	MAIN	2011	1,150	0	0,333	0,333	0,000	-0,007	-0,101	-0,061
554	MAIN	2012	1,760	0	0,333	0,333	0,000	0,157	0,285	-0,046
555	MAIN	2013	1,890	0	0,333	0,333	0,000	0,002	0,347	-0,047
556	MAIN	2014	1,050	0	0,600	0,600	0,000	-0,190	0,387	-0,040
557	MAIN	2015	0,910	0	0,600	0,600	0,000	-0,053	0,097	-0,058
558	MAIN	2016	0,830	0	0,600	0,600	0,000	0,018	0,071	-0,040
559	MASA	2008	0,390	0	0,333	0,333	0,000	0,022	0,010	-0,059
560	MASA	2009	0,020	0	0,333	0,333	0,000	0,032	-0,016	-0,071
561	MASA	2010	0,670	0	0,333	0,333	0,019	0,077	-0,067	-0,063
562	MASA	2011	0,650	0	0,333	0,333	0,007	-0,013	0,048	-0,061
563	MASA	2012	0,690	0	0,333	0,333	0,067	0,067	0,102	-0,056
564	MASA	2013	0,470	0	0,333	0,333	0,067	-0,019	0,128	-0,045
565	MASA	2014	0,500	0	0,333	0,333	0,153	0,006	-0,026	-0,069
566	MASA	2015	0,410	0	0,333	0,333	0,153	0,053	0,014	-0,063
567	MASA	2016	0,340	0	0,333	0,333	0,153	0,011	0,004	-0,069
568	MERK	2008	2,000	1	0,333	0,333	0,000	0,203	-0,885	0,403
569	MERK	2009	3,920	1	0,333	0,333	0,000	0,114	-0,906	0,403
570	MERK	2010	3,931	1	0,333	0,333	0,000	0,276	-0,641	0,403
571	MERK	2011	3,931	1	0,333	0,333	0,000	0,265	-0,874	0,403
572	MERK	2012	3,931	1	0,333	0,333	0,000	0,075	-0,257	0,312
573	MERK	2013	3,931	1	0,333	0,333	0,000	0,152	-0,352	0,383
574	MERK	2014	3,931	1	0,333	0,333	0,000	0,348	-0,802	0,202
575	MERK	2015	3,931	1	0,333	0,333	0,000	0,217	-0,481	0,403
576	MERK	2016	3,931	1	0,333	0,333	0,000	0,190	-0,425	0,339
577	MLBI	2008	1,070	1	0,200	0,214	0,000	0,506	-0,787	0,373
578	MLBI	2009	0,490	1	0,200	0,214	0,000	0,493	-0,673	0,182
579	MLBI	2010	3,580	1	0,286	0,286	0,000	0,258	-0,787	0,237
580	MLBI	2011	3,931	1	0,286	0,286	0,000	0,506	-0,697	0,180
581	MLBI	2012	3,931	1	0,333	0,333	0,000	0,387	-0,713	0,127
582	MLBI	2013	3,931	1	0,333	0,333	0,000	0,506	-0,496	0,403
583	MLBI	2014	3,931	1	0,429	0,429	0,000	0,459	-0,771	0,184
584	MLBI	2015	3,931	1	0,375	0,375	0,000	0,366	-0,668	0,152
585	MLBI	2016	3,931	1	0,429	0,429	0,000	0,506	-0,641	0,215
586	MLIA	2008	0,720	1	0,333	0,333	0,000	0,028	0,037	-0,006
587	MLIA	2009	0,720	1	0,333	0,333	0,000	0,106	-0,022	-0,007
588	MLIA	2010	0,580	1	0,333	0,333	0,000	0,117	-0,060	0,023
589	MLIA	2011	0,510	1	0,333	0,333	0,001	-0,001	-0,044	-0,010
590	MLIA	2012	0,470	1	0,333	0,333	0,001	0,046	0,046	-0,022
591	MLIA	2013	0,500	1	0,400	0,400	0,001	0,058	0,027	-0,019
592	MLIA	2014	0,500	1	0,400	0,400	0,001	0,027	0,025	-0,020
593	MLIA	2015	0,510	1	0,400	0,400	0,060	0,014	0,030	-0,024
594	MLIA	2016	0,490	1	0,400	0,400	0,060	-0,004	0,007	-0,017

595	MRAT	2008	0,290	0	0,333	0,333	0,000	-0,008	-0,434	0,306
596	MRAT	2009	0,530	0	0,333	0,333	0,000	-0,090	-0,424	0,277
597	MRAT	2010	0,750	0	0,333	0,333	0,000	-0,083	-0,401	0,309
598	MRAT	2011	0,590	0	0,333	0,333	0,000	-0,090	-0,412	0,330
599	MRAT	2012	0,530	0	0,333	0,333	0,000	-0,058	-0,366	0,362
600	MRAT	2013	0,520	0	0,333	0,333	0,000	-0,063	-0,423	0,320
601	MRAT	2014	0,430	0	0,333	0,333	0,000	-0,134	-0,296	0,376
602	MRAT	2015	0,350	0	0,333	0,333	0,000	-0,093	-0,363	0,330
603	MRAT	2016	0,340	0	0,333	0,333	0,000	-0,044	-0,388	0,270
604	MYOR	2008	0,550	0	0,333	0,333	0,000	0,013	-0,042	0,030
605	MYOR	2009	1,040	0	0,333	0,333	0,000	0,102	-0,197	0,011
606	MYOR	2010	1,570	0	0,333	0,333	0,000	0,016	-0,350	0,096
607	MYOR	2011	1,400	0	0,400	0,400	0,000	-0,191	0,070	0,017
608	MYOR	2012	1,520	0	0,400	0,400	0,000	0,081	0,052	0,022
609	MYOR	2013	1,870	0	0,400	0,400	0,000	0,077	-0,008	0,044
610	MYOR	2014	1,510	0	0,400	0,400	0,000	-0,131	0,170	0,020
611	MYOR	2015	1,910	0	0,400	0,400	0,252	0,185	-0,141	0,072
612	MYOR	2016	0,320	0	0,400	0,400	0,252	0,015	0,040	0,076
613	MYTX	2008	0,500	0	0,400	0,400	0,000	-0,050	0,394	-0,033
614	MYTX	2009	0,510	0	0,400	0,400	0,000	-0,111	0,082	-0,070
615	MYTX	2010	0,500	0	0,500	0,500	0,000	-0,019	0,038	-0,059
616	MYTX	2011	0,590	0	0,500	0,500	0,000	-0,051	0,162	-0,080
617	MYTX	2012	0,650	0	0,500	0,500	0,000	-0,069	0,010	-0,092
618	MYTX	2013	0,620	0	0,500	0,500	0,000	-0,032	0,239	-0,070
619	MYTX	2014	0,570	0	0,500	0,500	0,000	-0,065	0,282	-0,080
620	MYTX	2015	0,700	0	0,250	0,250	0,000	-0,078	0,099	-0,079
621	MYTX	2016	0,630	0	0,250	0,250	0,000	-0,075	-0,126	-0,086
622	NIPS	2008	0,790	1	0,600	0,600	0,037	-0,074	0,042	-0,073
623	NIPS	2009	0,790	1	0,600	0,600	0,037	-0,092	0,284	-0,057
624	NIPS	2010	0,920	1	0,400	0,400	0,240	-0,028	-0,230	-0,049
625	NIPS	2011	0,890	1	0,400	0,400	0,245	-0,238	0,058	-0,044
626	NIPS	2012	0,850	1	0,400	0,400	0,245	-0,039	0,189	-0,021
627	NIPS	2013	0,860	1	0,400	0,400	0,041	-0,224	0,366	-0,035
628	NIPS	2014	0,890	1	0,400	0,400	0,041	-0,252	0,093	-0,061
629	NIPS	2015	0,820	1	0,400	0,400	0,084	0,139	-0,036	-0,082
630	NIPS	2016	0,780	1	0,400	0,400	0,084	-0,055	0,011	-0,080
631	PBRX	2008	0,500	0	0,122	0,214	0,000	-0,139	0,129	-0,029
632	PBRX	2009	0,500	0	0,122	0,214	0,000	0,075	0,085	-0,056
633	PBRX	2010	0,890	0	0,333	0,333	0,000	-0,063	0,183	-0,055
634	PBRX	2011	0,930	0	0,333	0,333	0,000	-0,031	-0,129	-0,097
635	PBRX	2012	0,820	0	0,333	0,333	0,000	-0,039	0,436	-0,048
636	PBRX	2013	0,650	0	0,333	0,333	0,000	0,078	0,573	-0,019
637	PBRX	2014	0,800	0	0,333	0,333	0,000	0,033	0,187	-0,046

638	PBRX	2015	0,730	0	0,333	0,333	0,053	-0,123	0,328	-0,027
639	PBRX	2016	0,630	0	0,333	0,333	0,053	-0,120	0,154	-0,043
640	PICO	2008	0,660	0	0,333	0,333	0,001	-0,184	0,104	-0,111
641	PICO	2009	0,550	0	0,333	0,333	0,001	-0,028	0,040	-0,095
642	PICO	2010	0,520	0	0,333	0,333	0,001	-0,123	0,111	-0,102
643	PICO	2011	0,520	0	0,333	0,333	0,001	-0,097	0,004	-0,106
644	PICO	2012	0,550	0	0,333	0,333	0,001	-0,119	-0,020	-0,103
645	PICO	2013	0,480	0	0,333	0,333	0,001	-0,081	0,284	-0,102
646	PICO	2014	0,480	0	0,333	0,333	0,001	-0,032	0,045	-0,110
647	PICO	2015	0,450	0	0,333	0,333	0,001	0,024	0,046	-0,109
648	PICO	2016	0,480	0	0,333	0,333	0,001	-0,048	-0,142	-0,126
649	POLY	2008	0,750	0	0,143	0,214	0,000	-0,044	0,163	-0,073
650	POLY	2009	0,750	0	0,333	0,333	0,000	0,330	0,159	-0,074
651	POLY	2010	0,780	0	0,333	0,333	0,000	0,506	0,026	-0,070
652	POLY	2011	0,800	0	0,333	0,333	0,000	0,152	0,220	-0,085
653	POLY	2012	0,780	0	0,333	0,333	0,000	0,145	0,275	-0,082
654	POLY	2013	0,780	0	0,333	0,333	0,000	-0,036	0,590	-0,063
655	POLY	2014	0,820	0	0,333	0,333	0,000	-0,021	0,174	-0,085
656	POLY	2015	0,840	0	0,333	0,333	0,000	-0,015	0,012	-0,072
657	POLY	2016	0,840	0	0,333	0,333	0,000	0,012	0,014	-0,070
658	PRAS	2008	0,510	0	0,333	0,333	0,063	-0,023	0,137	-0,094
659	PRAS	2009	0,540	0	0,333	0,333	0,063	-0,065	0,073	-0,080
660	PRAS	2010	0,480	0	0,333	0,333	0,023	0,136	-0,157	-0,091
661	PRAS	2011	0,420	0	0,620	0,667	0,023	-0,071	0,055	-0,093
662	PRAS	2012	0,500	0	0,620	0,667	0,023	0,020	0,017	-0,093
663	PRAS	2013	0,440	0	0,333	0,333	0,050	-0,051	0,057	-0,089
664	PRAS	2014	0,390	0	0,333	0,333	0,050	-0,046	0,168	-0,089
665	PRAS	2015	0,380	0	0,333	0,333	0,050	-0,044	0,098	-0,094
666	PRAS	2016	0,410	0	0,333	0,333	0,050	-0,043	-0,079	-0,094
667	PSDN	2008	0,680	1	0,333	0,333	0,003	0,160	-0,066	-0,072
668	PSDN	2009	0,740	1	0,333	0,333	0,003	-0,268	0,276	-0,047
669	PSDN	2010	0,530	1	0,333	0,333	0,204	-0,123	-0,089	-0,067
670	PSDN	2011	1,040	1	0,333	0,333	0,204	-0,059	0,232	-0,069
671	PSDN	2012	0,590	1	0,333	0,333	0,204	-0,078	0,388	-0,027
672	PSDN	2013	0,510	1	0,333	0,333	0,204	0,045	-0,009	-0,042
673	PSDN	2014	0,520	1	0,333	0,333	0,204	-0,040	-0,293	-0,032
674	PSDN	2015	0,510	1	0,333	0,333	0,200	-0,038	0,004	0,006
675	PSDN	2016	0,550	1	0,333	0,333	0,200	-0,035	-0,008	0,030
676	PYFA	2008	0,440	0	0,333	0,333	0,231	-0,253	-0,901	0,403
677	PYFA	2009	0,680	0	0,333	0,333	0,231	-0,201	-0,617	0,403
678	PYFA	2010	0,740	0	0,333	0,333	0,231	-0,159	-0,756	0,403
679	PYFA	2011	0,840	0	0,333	0,333	0,231	-0,239	-0,768	0,403
680	PYFA	2012	0,780	0	0,333	0,333	0,231	-0,220	-0,674	0,403

681	PYFA	2013	0,620	0	0,333	0,333	0,231	-0,156	-0,603	0,403
682	PYFA	2014	0,600	0	0,333	0,333	0,230	-0,151	-0,537	0,403
683	PYFA	2015	0,510	0	0,500	0,500	0,230	-0,072	-0,599	0,403
684	PYFA	2016	0,740	0	0,500	0,500	0,230	-0,118	-0,596	0,403
685	RICY	2008	0,500	0	0,333	0,333	0,000	-0,105	0,002	-0,043
686	RICY	2009	0,430	0	0,333	0,333	0,000	0,032	-0,050	-0,033
687	RICY	2010	0,440	0	0,333	0,333	0,000	-0,018	-0,020	-0,001
688	RICY	2011	0,440	0	0,333	0,333	0,000	-0,046	-0,027	0,045
689	RICY	2012	0,450	0	0,333	0,333	0,000	-0,072	-0,322	-0,107
690	RICY	2013	0,460	0	0,333	0,333	0,000	-0,239	-0,028	-0,073
691	RICY	2014	0,460	0	0,333	0,333	0,000	-0,010	0,798	0,088
692	RICY	2015	0,450	0	0,333	0,333	0,000	0,060	-0,024	0,014
693	RICY	2016	0,450	0	0,333	0,333	0,000	0,015	0,026	0,032
694	RMBA	2008	0,870	1	0,333	0,333	0,000	-0,063	-0,092	0,020
695	RMBA	2009	1,060	1	0,333	0,333	0,000	0,056	0,057	0,037
696	RMBA	2010	1,120	1	0,500	0,500	0,000	0,077	-0,296	0,157
697	RMBA	2011	0,940	1	0,500	0,500	0,000	-0,021	0,063	0,155
698	RMBA	2012	0,770	1	0,250	0,250	0,000	-0,099	-0,002	0,139
699	RMBA	2013	0,680	1	0,400	0,400	0,000	-0,200	0,421	0,243
700	RMBA	2014	0,690	1	0,400	0,400	0,000	-0,151	0,221	0,111
701	RMBA	2015	0,680	1	0,620	0,750	0,000	-0,303	0,312	0,083
702	RMBA	2016	1,240	1	0,620	0,750	0,000	0,160	0,254	0,075
703	SCCO	2008	0,560	0	0,500	0,500	0,000	-0,074	0,427	-0,101
704	SCCO	2009	0,550	0	0,500	0,500	0,000	0,110	0,191	-0,096
705	SCCO	2010	0,600	0	0,333	0,333	0,000	-0,042	0,046	-0,120
706	SCCO	2011	0,660	0	0,333	0,333	0,000	0,040	-0,065	-0,140
707	SCCO	2012	0,720	0	0,333	0,333	0,000	0,033	0,317	-0,122
708	SCCO	2013	0,700	0	0,333	0,333	0,000	-0,049	0,336	-0,124
709	SCCO	2014	0,660	1	0,333	0,333	0,000	-0,022	0,102	-0,129
710	SCCO	2015	0,620	0	0,620	0,667	0,000	0,062	0,050	-0,125
711	SCCO	2016	0,740	0	0,620	0,667	0,000	0,237	0,085	-0,098
712	SCPI	2008	0,590	1	0,333	0,333	0,000	-0,276	-0,193	0,352
713	SCPI	2009	0,830	1	0,333	0,333	0,000	-0,152	-0,395	0,205
714	SCPI	2010	0,790	1	0,333	0,333	0,000	-0,133	-0,157	0,258
715	SCPI	2011	0,630	1	0,333	0,333	0,000	-0,127	-0,139	0,231
716	SCPI	2012	0,620	1	0,333	0,333	0,000	-0,103	-0,232	0,244
717	SCPI	2013	0,570	1	0,333	0,333	0,000	-0,084	0,038	0,248
718	SCPI	2014	0,550	1	0,333	0,333	0,000	-0,066	0,615	0,083
719	SCPI	2015	0,530	1	0,333	0,333	0,000	-0,080	0,650	-0,006
720	SCPI	2016	0,450	1	0,333	0,333	0,000	0,073	0,139	-0,061
721	SIPD	2008	0,470	0	0,500	0,500	0,000	-0,101	-0,003	-0,139
722	SIPD	2009	0,440	0	0,500	0,500	0,000	-0,071	0,097	-0,084
723	SIPD	2010	0,520	0	0,333	0,333	0,000	-0,045	0,201	-0,064



724	SIPD	2011	0,470	0	0,333	0,333	0,000	-0,044	0,103	-0,039
725	SIPD	2012	0,470	0	0,620	0,667	0,000	-0,103	0,161	0,002
726	SIPD	2013	0,470	0	0,620	0,667	0,000	-0,017	-0,120	-0,019
727	SIPD	2014	0,470	0	0,620	0,667	0,000	-0,049	-0,251	-0,030
728	SIPD	2015	0,610	0	0,333	0,333	0,000	0,030	-0,153	0,032
729	SIPD	2016	0,590	0	0,333	0,333	0,000	-0,493	0,069	0,033
730	SKLT	2008	0,540	0	0,333	0,333	0,000	-0,093	-0,071	0,067
731	SKLT	2009	0,670	0	0,333	0,333	0,000	-0,087	0,037	0,069
732	SKLT	2010	0,630	0	0,333	0,333	0,001	-0,108	-0,150	0,091
733	SKLT	2011	0,620	0	0,333	0,333	0,001	-0,102	-0,151	0,122
734	SKLT	2012	0,660	0	0,333	0,333	0,001	-0,071	0,075	0,172
735	SKLT	2013	0,610	0	0,333	0,333	0,001	-0,025	0,289	0,229
736	SKLT	2014	0,750	0	0,333	0,333	0,001	-0,038	0,115	0,227
737	SKLT	2015	0,800	0	0,333	0,333	0,003	-0,021	-0,054	0,247
738	SKLT	2016	0,580	0	0,333	0,333	0,003	-0,099	-0,065	0,285
739	SMCB	2008	0,750	1	0,250	0,250	0,000	0,124	-0,163	0,002
740	SMCB	2009	1,410	1	0,250	0,250	0,000	0,151	-0,147	-0,025
741	SMCB	2010	1,480	1	0,250	0,250	0,000	0,108	-0,145	-0,007
742	SMCB	2011	1,400	1	0,250	0,250	0,000	0,162	-0,180	-0,018
743	SMCB	2012	1,630	1	0,250	0,250	0,000	0,117	-0,049	-0,068
744	SMCB	2013	1,120	1	0,333	0,333	0,000	0,149	-0,074	-0,075
745	SMCB	2014	0,980	1	0,333	0,333	0,000	0,079	-0,073	-0,072
746	SMCB	2015	0,630	1	0,429	0,429	0,000	-0,004	-0,038	-0,068
747	SMCB	2016	0,590	1	0,429	0,429	0,000	0,022	-0,004	-0,071
748	SMGR	2008	2,090	1	0,429	0,429	0,000	0,264	-0,406	0,073
749	SMGR	2009	3,040	1	0,429	0,429	0,000	0,358	-0,472	0,075
750	SMGR	2010	3,130	1	0,400	0,400	0,000	0,221	-0,300	0,035
751	SMGR	2011	2,950	1	0,333	0,333	0,000	0,245	-0,324	0,028
752	SMGR	2012	2,930	1	0,333	0,333	0,000	0,246	-0,183	0,029
753	SMGR	2013	2,340	1	0,167	0,214	0,000	0,192	-0,118	0,021
754	SMGR	2014	2,420	1	0,286	0,286	0,000	0,167	-0,219	0,019
755	SMGR	2015	1,600	1	0,286	0,286	0,000	0,178	-0,150	0,008
756	SMGR	2016	1,180	1	0,286	0,286	0,000	0,102	-0,144	0,001
757	SMSM	2008	1,010	0	0,333	0,333	0,080	0,106	1,003	0,017
758	SMSM	2009	1,100	0	0,330	0,330	0,000	0,218	-0,543	-0,029
759	SMSM	2010	1,300	0	0,333	0,333	0,057	0,096	0,004	-0,023
760	SMSM	2011	1,270	0	0,333	0,333	0,057	0,152	-0,105	-0,020
761	SMSM	2012	1,960	1	0,333	0,333	0,057	0,229	0,036	-0,008
762	SMSM	2013	2,350	1	0,333	0,333	0,057	0,236	-0,114	-0,023
763	SMSM	2014	3,150	1	0,333	0,333	0,084	0,209	-0,108	-0,021
764	SMSM	2015	2,540	1	0,333	0,333	0,080	0,252	-0,104	0,001
765	SMSM	2016	2,160	1	0,333	0,333	0,080	0,213	-0,192	-0,016
766	SOBI	2008	0,820	1	0,333	0,333	0,004	-0,021	-0,180	0,026

767	SOBI	2009	1,120	1	0,333	0,333	0,004	-0,410	-0,365	0,004
768	SOBI	2010	1,550	1	0,333	0,333	0,000	-0,232	0,057	-0,010
769	SOBI	2011	1,270	1	0,333	0,333	0,000	-0,168	0,208	-0,070
770	SOBI	2012	0,710	1	0,333	0,333	0,000	0,015	0,258	0,001
771	SOBI	2013	1,190	1	0,333	0,333	0,000	0,014	0,005	-0,036
772	SOBI	2014	1,380	1	0,333	0,333	0,000	0,113	0,039	-0,033
773	SOBI	2015	0,860	1	0,333	0,333	0,000	-0,127	0,403	0,016
774	SOBI	2016	0,740	1	0,500	0,500	0,000	-0,068	-0,085	-0,058
775	SPMA	2008	0,420	0	0,400	0,400	0,000	-0,034	-0,022	-0,097
776	SPMA	2009	0,480	0	0,400	0,400	0,000	0,004	0,027	-0,094
777	SPMA	2010	0,490	0	0,400	0,400	0,000	0,012	-0,023	-0,091
778	SPMA	2011	0,490	0	0,400	0,400	0,000	0,026	0,003	-0,077
779	SPMA	2012	0,520	0	0,400	0,400	0,000	-0,030	0,102	-0,082
780	SPMA	2013	0,480	0	0,400	0,400	0,000	-0,004	0,081	-0,074
781	SPMA	2014	0,470	0	0,400	0,400	0,000	-0,030	0,106	-0,067
782	SPMA	2015	0,430	0	0,600	0,600	0,000	-0,004	0,075	-0,067
783	SPMA	2016	0,450	0	0,600	0,600	0,000	0,076	0,069	-0,068
784	SRSN	2008	1,350	0	0,333	0,333	0,000	-0,027	-0,190	-0,020
785	SRSN	2009	0,980	0	0,333	0,333	0,000	-0,156	0,049	-0,033
786	SRSN	2010	0,990	0	0,333	0,333	0,000	-0,068	-0,006	-0,040
787	SRSN	2011	0,920	0	0,333	0,333	0,121	-0,092	-0,233	-0,027
788	SRSN	2012	0,810	0	0,333	0,333	0,123	-0,114	0,108	-0,018
789	SRSN	2013	0,770	0	0,333	0,333	0,123	0,004	-0,024	-0,028
790	SRSN	2014	0,730	0	0,375	0,375	0,116	-0,066	0,035	-0,011
791	SRSN	2015	0,660	0	0,375	0,375	0,216	-0,247	0,116	0,021
792	SRSN	2016	0,600	0	0,375	0,375	0,216	0,128	0,034	-0,030
793	STTP	2008	0,520	0	0,333	0,333	0,000	-0,096	0,132	-0,040
794	STTP	2009	0,680	0	0,333	0,333	0,070	0,088	-0,095	-0,048
795	STTP	2010	0,830	0	0,500	0,500	0,042	-0,055	-0,050	-0,018
796	STTP	2011	0,980	0	0,500	0,500	0,042	0,061	-0,096	-0,008
797	STTP	2012	1,070	0	0,500	0,500	0,042	-0,036	0,234	-0,019
798	STTP	2013	1,250	0	0,500	0,500	0,032	-0,009	0,220	-0,044
799	STTP	2014	1,800	0	0,500	0,500	0,032	0,080	0,196	-0,025
800	STTP	2015	1,720	0	0,500	0,500	0,032	0,062	0,078	-0,015
801	STTP	2016	1,530	0	0,500	0,500	0,032	0,037	-0,034	-0,017
802	SULI	2008	0,510	1	0,400	0,400	0,000	-0,045	0,088	-0,063
803	SULI	2009	0,550	1	0,400	0,400	0,070	-0,064	0,122	-0,073
804	SULI	2010	0,540	1	0,400	0,400	0,089	-0,083	0,061	-0,069
805	SULI	2011	0,590	1	0,400	0,400	0,149	-0,028	0,092	-0,083
806	SULI	2012	0,600	1	0,400	0,400	0,176	-0,055	-0,054	-0,079
807	SULI	2013	0,680	1	0,250	0,250	0,160	-0,173	-0,021	-0,075
808	SULI	2014	0,670	1	0,250	0,250	0,170	-0,020	0,309	-0,050
809	SULI	2015	0,760	1	0,500	0,500	0,254	0,004	0,423	-0,041

810	SULI	2016	0,740	1	0,500	0,500	0,254	-0,009	0,143	-0,004
811	TBMS	2008	0,520	1	0,400	0,400	0,000	-0,023	0,302	-0,221
812	TBMS	2009	0,500	1	0,400	0,400	0,000	0,070	0,731	-0,163
813	TBMS	2010	0,540	1	0,400	0,400	0,000	-0,251	-0,081	-0,231
814	TBMS	2011	0,510	1	0,400	0,400	0,001	-0,213	0,345	-0,254
815	TBMS	2012	0,510	1	0,400	0,400	0,001	-0,028	1,003	-0,222
816	TBMS	2013	0,510	1	0,400	0,400	0,001	-0,104	0,848	-0,193
817	TBMS	2014	0,510	1	0,400	0,400	0,001	-0,026	0,435	-0,214
818	TBMS	2015	0,490	1	0,400	0,400	0,001	0,354	0,200	-0,201
819	TBMS	2016	0,530	1	0,400	0,400	0,001	0,037	-0,007	-0,211
820	TCID	2008	1,200	1	0,400	0,400	0,002	0,067	-0,353	0,207
821	TCID	2009	1,570	1	0,400	0,400	0,002	0,142	-0,368	0,189
822	TCID	2010	1,350	1	0,400	0,400	0,001	0,097	-0,337	0,207
823	TCID	2011	1,340	1	0,400	0,400	0,001	0,008	-0,294	0,221
824	TCID	2012	1,670	1	0,400	0,400	0,001	0,161	-0,248	0,254
825	TCID	2013	1,530	1	0,400	0,400	0,001	0,143	-0,215	0,274
826	TCID	2014	1,690	1	0,333	0,333	0,001	0,029	-0,183	0,279
827	TCID	2015	1,500	1	0,500	0,500	0,002	0,016	-0,278	0,203
828	TCID	2016	1,130	1	0,400	0,400	0,002	0,079	-0,168	0,212
829	TIRT	2008	0,490	0	0,330	0,330	0,000	-0,003	0,111	-0,016
830	TIRT	2009	0,500	0	0,500	0,500	0,000	0,003	0,156	-0,011
831	TIRT	2010	0,510	0	0,500	0,500	0,000	-0,018	-0,084	-0,029
832	TIRT	2011	0,500	0	0,330	0,330	0,000	-0,171	0,256	-0,037
833	TIRT	2012	0,510	0	0,330	0,330	0,000	-0,048	0,134	-0,031
834	TIRT	2013	0,520	0	0,333	0,333	0,000	-0,098	0,136	-0,008
835	TIRT	2014	0,530	0	0,333	0,333	0,000	0,035	0,093	-0,026
836	TIRT	2015	0,500	0	0,500	0,500	0,000	-0,035	0,023	-0,015
837	TIRT	2016	0,540	0	0,500	0,500	0,000	-0,062	0,019	-0,016
838	TKIM	2008	0,440	0	0,429	0,429	0,000	-0,042	-0,035	-0,113
839	TKIM	2009	0,470	0	0,429	0,429	0,000	0,024	0,054	-0,093
840	TKIM	2010	0,530	0	0,429	0,429	0,000	0,023	-0,019	-0,063
841	TKIM	2011	0,490	0	0,429	0,429	0,000	0,018	0,021	-0,068
842	TKIM	2012	0,480	0	0,429	0,429	0,000	0,026	0,046	-0,066
843	TKIM	2013	0,450	0	0,429	0,429	0,000	-0,067	0,136	-0,063
844	TKIM	2014	0,440	0	0,429	0,429	0,000	0,039	0,024	-0,072
845	TKIM	2015	0,400	0	0,500	0,500	0,000	0,029	0,058	-0,076
846	TKIM	2016	0,400	0	0,500	0,500	0,000	0,089	0,005	-0,081
847	TOTO	2008	0,630	1	0,333	0,333	0,000	0,139	-0,175	-0,044
848	TOTO	2009	0,600	1	0,333	0,333	0,000	0,165	-0,118	-0,063
849	TOTO	2010	1,540	1	0,333	0,333	0,000	0,096	-0,186	-0,063
850	TOTO	2011	1,590	1	0,333	0,333	0,000	0,157	-0,159	-0,064
851	TOTO	2012	1,800	1	0,250	0,250	0,000	0,088	-0,008	-0,065
852	TOTO	2013	1,810	1	0,250	0,250	0,000	0,157	-0,050	-0,064

853	TOTO	2014	1,640	1	0,200	0,214	0,000	0,126	0,062	-0,075
854	TOTO	2015	2,400	1	0,400	0,400	0,000	0,071	0,060	-0,071
855	TOTO	2016	1,700	1	0,400	0,400	0,000	0,082	-0,063	-0,081
856	TRST	2008	0,480	1	0,333	0,333	0,000	0,014	-0,001	-0,078
857	TRST	2009	0,520	1	0,333	0,333	0,000	0,103	0,017	-0,083
858	TRST	2010	0,550	1	0,333	0,333	0,000	0,023	-0,037	-0,077
859	TRST	2011	0,640	1	0,333	0,333	0,000	0,060	0,044	-0,083
860	TRST	2012	0,600	1	0,333	0,333	0,019	-0,010	0,045	-0,087
861	TRST	2013	0,470	1	0,400	0,400	0,015	0,016	0,143	-0,084
862	TRST	2014	0,540	1	0,250	0,250	0,012	0,032	0,141	-0,083
863	TRST	2015	0,480	1	0,500	0,500	0,074	0,001	0,096	-0,088
864	TRST	2016	0,470	1	0,500	0,500	0,074	0,031	0,031	-0,088
865	TSPC	2008	0,680	0	0,620	0,667	0,000	0,083	-0,291	0,225
866	TSPC	2009	1,010	0	0,620	0,667	0,000	0,101	-0,378	0,252
867	TSPC	2010	1,910	0	0,620	0,667	0,001	0,132	-0,356	0,235
868	TSPC	2011	2,320	0	0,500	0,500	0,001	0,116	1,003	0,258
869	TSPC	2012	3,050	0	0,500	0,500	0,001	0,105	-0,199	0,265
870	TSPC	2013	2,330	0	0,500	0,500	0,001	0,053	-0,257	0,289
871	TSPC	2014	2,040	0	0,500	0,500	0,000	0,051	-0,241	0,275
872	TSPC	2015	1,190	0	0,500	0,500	0,000	0,095	-0,215	0,280
873	TSPC	2016	1,270	0	0,500	0,500	0,000	0,034	-0,205	0,299
874	ULTJ	2008	1,260	0	0,333	0,333	0,180	0,066	-0,054	0,097
875	ULTJ	2009	0,980	0	0,333	0,333	0,180	-0,018	-0,055	0,031
876	ULTJ	2010	1,550	0	0,333	0,333	0,180	0,101	-0,206	0,089
877	ULTJ	2011	1,310	0	0,333	0,333	0,180	0,113	-0,151	0,077
878	ULTJ	2012	1,450	0	0,333	0,333	0,180	0,181	-0,020	0,065
879	ULTJ	2013	3,820	0	0,600	0,600	0,180	0,033	0,084	0,079
880	ULTJ	2014	3,190	0	0,333	0,333	0,178	-0,002	0,073	0,066
881	ULTJ	2015	2,830	0	0,333	0,333	0,033	0,183	-0,117	0,095
882	ULTJ	2016	2,800	0	0,333	0,333	0,033	0,175	-0,183	0,067
883	UNIC	2008	0,580	1	0,333	0,333	0,000	0,212	0,066	-0,015
884	UNIC	2009	0,590	1	0,333	0,333	0,000	0,171	0,011	-0,075
885	UNIC	2010	0,520	1	0,333	0,333	0,000	-0,076	0,015	-0,068
886	UNIC	2011	0,530	1	0,333	0,333	0,000	-0,076	0,110	-0,073
887	UNIC	2012	0,530	1	0,333	0,333	0,000	0,028	0,220	-0,066
888	UNIC	2013	0,470	1	0,167	0,214	0,000	-0,044	0,554	-0,051
889	UNIC	2014	0,440	1	0,167	0,214	0,000	0,217	0,042	-0,083
890	UNIC	2015	0,400	1	0,167	0,214	0,000	0,141	-0,088	-0,080
891	UNIC	2016	0,460	1	0,167	0,214	0,000	0,009	-0,102	-0,064
892	UNVR	2008	3,931	1	0,122	0,214	0,000	0,464	-1,003	0,403
893	UNVR	2009	3,931	1	0,122	0,214	0,000	0,449	-1,031	0,403
894	UNVR	2010	3,931	1	0,122	0,214	0,000	0,298	-0,952	0,403
895	UNVR	2011	3,931	1	0,122	0,214	0,000	0,506	-1,003	0,403

896	UNVR	2012	3,931	1	0,122	0,214	0,000	0,445	-0,656	0,403
897	UNVR	2013	3,931	1	0,122	0,214	0,000	0,471	-0,727	0,403
898	UNVR	2014	3,931	1	0,122	0,214	0,000	0,433	-0,693	0,403
899	UNVR	2015	3,931	1	0,122	0,214	0,000	0,386	-0,820	0,403
900	UNVR	2016	3,931	1	0,122	0,214	0,000	0,375	-0,778	0,403
901	VOKS	2008	0,550	0	0,333	0,333	0,000	-0,103	-0,025	-0,079
902	VOKS	2009	0,570	0	0,250	0,250	0,000	-0,031	0,184	-0,066
903	VOKS	2010	0,600	0	0,200	0,214	0,000	0,041	0,072	-0,062
904	VOKS	2011	0,660	0	0,200	0,214	0,000	0,057	-0,161	-0,063
905	VOKS	2012	0,700	0	0,200	0,214	0,000	0,013	0,245	-0,056
906	VOKS	2013	0,600	0	0,200	0,214	0,000	0,129	0,144	-0,082
907	VOKS	2014	0,650	0	0,200	0,214	0,000	-0,084	-0,009	-0,087
908	VOKS	2015	0,720	0	0,200	0,214	0,000	-0,039	-0,199	-0,071
909	VOKS	2016	0,830	0	0,143	0,214	0,000	0,073	0,030	-0,027



Lampiran 2

STATISTIK DESKRIPTIF

Descriptives

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Nilai Perusahaan (Q)	909	.0174	3.9306	1.000525	.8755088
Kualitas Editor (KA)	909	.0000	1.0000	.463146	.4989145
Komisaris Independen (KI)	909	.1217	.6196	.371261	.1082397
Kepemilikan Instiusional (INST)	909	.2143	.8000	.378135	.1085334
Kepemilikan Manajemen (KM)	909	.0000	.2536	.029807	.0668500
RES CFO FIX (EM1)	909	-.4926	.5062	.006390	.1475328
RES PROD (EM2)	909	-1.0308	1.0031	-.011088	.2816190
RES DISEXP (EM3)	909	-.4020	.4027	-.005277	.1396541
Valid N (listwise)	909				

NPar Tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	Nilai Perusahaan (Q)	Kualitas Editor (KA)	Komisaris Independen (KI)	Kepemilikan Institusional (INST)	Kepemilikan Manajemen (KM)	RES CFO FIX (EM1)	RES PROD (EM2)	RES DISEXP (EM3)	
N	909	909	909	909	909	909	909	909	
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean Std. Deviation	.463146 .498914	.371261 .1082397	.378135 .1085334	.029807 .0668500	.006390 .1475328	-.011088 .2816190	-.005277 .1396541	
Most Extreme Differences	Absolute Positive Negative	.261 .261 -.214	.360 .360 -.322	.229 .229 -.208	.252 .252 -.185	.363 .363 -.328	.063 .062 -.063	.101 .092 -.101	.208 .208 -.137
Kolmogorov-Smirnov Z		7.883	10.861	6.900	7.597	10.936	1.888	3.039	6.262
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.002	.000	.000	

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Lampiran 3

**HASIL UJI REGRESI LINEAR BERGANDA**  
Regression

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
Nilai Perusahaan (Q)	1.000525	.8755088	909
Kualitas Editor (KA)	.463146	.4989145	909
Komisaris Independen (KI)	.371261	.1082397	909
Kepemilikan Institusional (INST)	.378135	.1085334	909
Kepemilikan Manajemen (KM)	.029807	.0668500	909
RES CFO FIX (EM1)	.006390	.1475328	909
RES PROD (EM2)	-.011088	.2816190	909
RES DISEXP (EM3)	-.005277	.1396541	909
KA*EM1	.029845	.1076864	909
KA*EM2	-.019273	.2174776	909
KA*EM3	.0023	.09880	909
Ki*EM1	.001068	.0520317	909
Ki*EM2	-.001901	.0996748	909
Ki*EM3	-.002996	.0502389	909
INST*EM1	.001348	.0534427	909
INST*EM2	-.001979	.1033199	909
INST*EM3	-.002882	.0514505	909
KM*EM1	-.001433	.0097422	909
KM*EM2	-.000503	.0192355	909
KM*EM3	-.000748	.0110108	909



**Variables Entered/Removed<sup>b</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	KM*EM3, INST*EM1, Kepemilikan Institusional (INST), Kepemilikan Manajemen (KM), KA*EMI3, Kualitas Editor (KA), KM*EM1, Ki*EM2, Ki*EM3, KM*EM2, KA*EMI1, KA*EMI2, RES PROD (EM2), RES CFO FIX (EM1), RES DISEXP (EM3), Komisaris Independen (KI), INST*EM2, Ki*EM1, INST*EM3 <sup>a</sup>		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Nilai Perusahaan (Q)

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	353.377	19	18.599	48.259	.000 <sup>a</sup>
	Residual	342.620	889	.385		
	Total	695.996	908			

a. Predictors: (Constant), KM\*EM3, INST\*EM1, Kepemilikan Institusional (INST), Kepemilikan Manajemen (KM), KA\*EMI3, Kualitas Editor (KA), KM\*EM1, Ki\*EM2, Ki\*EM3, KM\*EM2, KA\*EMI1, KA\*EMI2, RES PROD (EM2), RES CFO FIX (EM1), RES DISEXP (EM3), Komisaris Independen (KI), INST\*EM2, Ki\*EM1, INST\*EM3

b. Dependent Variable: Nilai Perusahaan (Q)

Lampiran 4

HASIL UJI AUTOKORELASI

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.713 <sup>a</sup>	.508	.497	.6208049	1.836

- a. Predictors: (Constant), KM\*EM3, INST\*EM1, Kepemilikan Institusional (INST), Kepemilikan Manajemen (KM), KA\*EMI3, Kualitas Editor (KA), KM\*EM1, Ki\*EM2, Ki\*EM3, KM\*EM2, KA\*EMI1, KA\*EMI2, RES PROD (EM2), RES CFO FIX (EM1), RES DISEXP (EM3), Komisaris Independen (KI), INST\*EM2, Ki\*EM1, INST\*EM3
- b. Dependent Variable: Nilai Perusahaan (Q)

Lampiran 5

HASIL UJI MULTIKOLINEARITAS

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.680	.083		8.237	.000		
Kualitas Editor (KA)	.274	.045	.156	6.045	.000	.833	1.201
Komisaris Independen (KI)	-2.103	1.000	-.260	-2.103	.036	.636	2.587
Kepemilikan Institusional (INST)	2.409	.993	.299	2.426	.015	.637	2.378
Kepemilikan Manajemen (KM)	-.221	.354	-.017	-.626	.532	.758	1.319
RES CFO FIX (EM1)	-.867	.615	-.146	-1.408	.159	.551	1.419
RES PROD (EM2)	-.293	.359	-.094	-.815	.415	.641	2.126
RES DISEXP (EM3)	.979	.785	.156	1.248	.212	.635	2.301
KA*EM1	1.970	.341	.242	5.778	.000	.315	3.177
KA*EM2	-.589	.205	-.146	-2.873	.004	.213	4.690
KA*EM3	1.538	.397	.174	3.874	.000	.276	3.624
KI*EM1	-	7.074	-.838	-1.992	.047	.613	3.175
KI*EM2	14.094	3.613	-.623	-1.514	.130	.523	3.471
KI*EM3	-5.469	8.048	.233	.505	.614	.543	3.125
INST*EM1	4.065	7.227	1.126	2.552	.011	.563	3.500
INST*EM2	18.447	3.854	.773	1.700	.089	.573	3.504
INST*EM3	6.553	8.522	-.190	-.380	.704	.542	4.953
KM*EM1	-3.241	2.619	-.001	-.029	.977	.652	1.533
KM*EM2	-.075	1.787	.036	.925	.355	.359	2.783
KM*EM3	1.653	3.109	.000	.006	.996	.362	2.760

a. Dependent Variable: Nilai Perusahaan (Q)

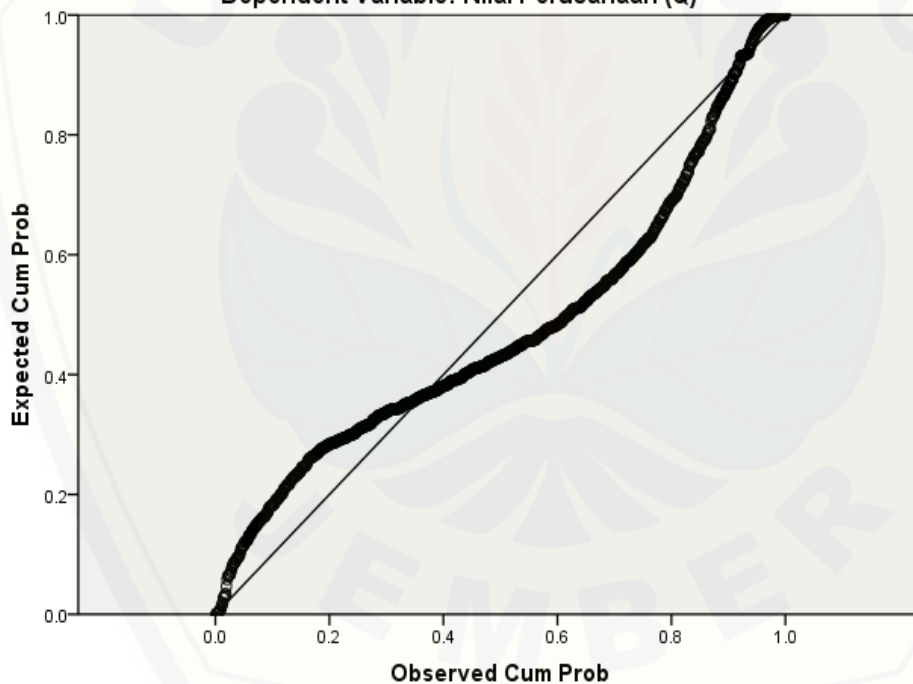
**Residuals Statistics<sup>a</sup>**

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.665454	3.983029	1.000525	.6238441	909
Std. Predicted Value	-2.671	4.781	.000	1.000	909
Standard Error of Predicted Value	.033	.413	.079	.048	909
Adjusted Predicted Value	-.721291	3.990111	.999344	.6288943	909
Residual	-2.5494487	3.1831911	.0000000	.6142754	909
Std. Residual	-4.107	5.128	.000	.989	909
Stud. Residual	-4.247	5.163	.001	1.006	909
Deleted Residual	-2.7263620	3.3621633	.0011806	.6353071	909
Stud. Deleted Residual	-4.288	5.239	.002	1.010	909
Mahal. Distance	1.586	400.727	18.979	31.982	909
Cook's Distance	.000	.258	.002	.011	909
Centered Leverage Value	.002	.441	.021	.035	909

a. Dependent Variable: Nilai Perusahaan (Q)

**Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual**

Dependent Variable: Nilai Perusahaan (Q)



Lampiran 6

**HASIL UJI HETEROSKEDASTISITAS**

**Regression**

**Descriptive Statistics**

	Mean	Std. Deviation	N
Res_ABS	1.0005	.87551	909
Kualitas Editor (KA)	.463146	.4989145	909
Komisaris Independen (KI)	.371261	.1082397	909
Kepemilikan Institusional (INST)	.378135	.1085334	909
Kepemilikan Manajemen (KM)	.029807	.0668500	909
RES CFO FIX (EM1)	.006390	.1475328	909
RES PROD (EM2)	-.011088	.2816190	909
RES DISEXP (EM3)	-.005277	.1396541	909
KA*EMI1	.029845	.1076864	909
KA*EMI2	-.019273	.2174776	909
KA*EMI3	.0023	.09880	909
Ki*EM1	.001068	.0520317	909
Ki*EM2	-.001901	.0996748	909
Ki*EM3	-.002996	.0502389	909
INST*EM1	.001348	.0534427	909
INST*EM2	-.001979	.1033199	909
INST*EM3	-.002882	.0514505	909
KM*EM1	-.001433	.0097422	909
KM*EM2	-.000503	.0192355	909
KM*EM3	-.000748	.0110108	909

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.680	.083		8.237	.000		
	Kualitas Editor (KA)	.274	.045	.156	.045	.110	.833	1.201
	Komisaris Independen (KI)	-2.103	1.000	-.260	.103	.136	.536	2.587
	Kepemilikan Institusional (INST)	2.409	.993	.299	.426	.115	.537	2.378
	Kepemilikan Manajemen (KM)	-.221	.354	-.017	-.626	.532	.758	1.319
	RES CFO FIX (EM1)	-.867	.615	-.146	-.408	.159	.351	1.419
	RES PROD (EM2)	-.293	.359	-.094	-.815	.415	.341	2.126
	RES DISEXP (EM3)	.979	.785	.156	.248	.212	.335	2.301
	KA*EMI1	1.970	.341	.242	.778	.070	.315	3.177
	KA*EMI2	-.589	.205	-.146	-.873	.064	.213	4.690
	KA*EMI3	1.538	.397	.174	.874	.057	.276	3.624
	Ki*EM1	-14.094	7.074	-.838	-1.092	.147	.313	3.175
	Ki*EM2	-5.469	3.613	-.623	-1.514	.130	.323	3.471
	Ki*EM3	4.065	8.048	.233	.505	.614	.333	3.125
	INST*EM1	18.447	7.227	1.126	2.552	.111	.313	3.500
	INST*EM2	6.553	3.854	.773	1.700	.089	.313	3.504
	INST*EM3	-3.241	8.522	-.190	-.380	.704	.312	4.953
	KM*EM1	-.075	2.619	-.001	-.029	.977	.652	1.533
	KM*EM2	1.653	1.787	.036	.925	.355	.359	2.783
	KM*EM3	.018	3.109	.000	.006	.996	.362	2.760

a. Dependent Variable: Res\_ABS

s









