

PERLINDUNGAN INVESTOR PASAR MODAL DALAM PERSPEKTIF LEGAL, *DISCLOSURE* DAN DIVIDEN DI BEBERAPA NEGARA

Wahyu Manuhara Putra
E-mail : wahyumanuhara@gmail.com
Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

ABSTRACT

Corporate governance gives certainty protection to shareholder and parties of creditor in investing at its company. Mechanism of corporate governance consisted of transparency, disclosure and fairness. Corporate governance is key determinant and develop of stock market, capital and ownership structure, dividend policy and control gain of privat. Purpose of this article is to explain protection of investor through mechanism disclosure, law and dividend in some countries. Result of some researches indicate that United States, English and Japan has high law level of protection for investor while Indonesia still weakening. The disclosure level broadness of financial information there is at United States, English and Japan. On The Contrary, Indonesia still less in disclosing its financial statements. The other result states that dividend payment policy indirectly relates to protection of investor, but influenced by law enforcement system and investment opportunities.

Keyword: *Corporate Governance, Protection of Investor, Disclosure, Law and Dividend*

PENDAHULUAN

Fenomena yang terjadi saat ini adalah semakin banyaknya perusahaan bergantung pada pendanaan dari pihak luar untuk pembiayaan kegiatan perusahaan, investasi dan menciptakan pertumbuhan. Hal ini menyebabkan perusahaan perlu memastikan kepada pihak eksternal atau investor bahwa dana tersebut digunakan secara tepat dan efisien serta manajemen bertindak yang terbaik untuk kepentingan perusahaan. Kepastian ini dapat diberikan melalui sistem tata kelola perusahaan (*corporate governance*) untuk memberikan perlindungan yang efektif kepada

pemegang saham dan pihak kreditur sehingga pihak-pihak ini akan memperoleh keyakinan akan kembalinya investasi dengan nilai wajar dan bernilai tinggi (*Forum for Corporate Governance in Indonesia, 2002*).

Corporate governance merupakan hal yang sangat diperlukan bagi perusahaan untuk memperoleh peningkatan modal. Sebaliknya perusahaan yang mengabaikan *corporate governance* akan mengalami kemunduran atau kesulitan kinerjanya. Ho dan Wong (2001) menyatakan bahwa krisis keuangan yang melanda kawasan Asia lebih disebabkan kegagalan efektivitas

corporate governance di banyak perusahaan dan pasar keuangan asia. La Porta et. al. (1999) membuktikan bahwa perlindungan kuat bagi investor akan meningkatkan hak properti investor, mengefektifkan mekanisme *corporate governance*.

Corporate governance utamanya terdiri dari komponen *transparency* dan *disclosure* serta *fairness*. Transparansi dan *disclosure* mengacu kepada transparansi keuangan dan *disclosure* informasi. Sedangkan *fairness* terkait adanya pelaksanaan keadilan melalui penegakan legal. Semakin besar transparansi dan *disclosure* suatu perusahaan, maka *stakeholder* akan mendapatkan lebih banyak informasi mengenai pengelolaan perusahaan. *Disclosure* yang lebih baik akan berdampak positif terhadap efisiensi pasar modal (Sandeep, Dallas, 2002). Pada bagian lain, kebijakan pembayaran dividen perusahaan berhubungan dengan perlindungan investor (La Porta et. al., 2000). Oleh sebab itu, perlindungan kepada investor pasar modal dapat diperoleh melalui perlindungan hukum investor, *disclosure* perusahaan dan dividen.

Penelitian *corporate governance* menyatakan bahwa perlindungan legal pada investor luar merupakan determinan kunci dan pengembangan pasar modal, capital dan struktur kepemilikan, kebijakan dividen dan keuntungan pengendalian privat di seluruh dunia (Shleifer dan Vishny, 1997 dan La Porta et al, 2000 dalam Leuz et al., 2001).

Perlindungan pihak-pihak internal dan eksternal perusahaan menjadi penting di berbagai negara, terutama setelah

terjadinya kasus Enron. Tanpa mengesampingkan keberadaan pihak internal dan eksternal lain di perusahaan, perhatian perusahaan ditujukan pada perlindungan investor sebagai penyangga dana perusahaan.

Ketika investor mendanai perusahaan, mereka memiliki hak atau kekuatan, kreditor memiliki hak *to respossess collateral* (jaminan) atau untuk reorganisasi perusahaan yang tidak melaksanakan kewajibannya atau pelanggaran perjanjian hutang. *Shareholders* memiliki hak untuk menyeleksi direktur atau menuntut direktur dan perusahsan serta berhak mendapatkan informasi mengenai perusahaan. Contohnya, tanpa data akuntansi, kreditor tidak mengetahui apakah perjanjian hutang telah dilanggar (La Porta, 1999).

Tujuan penulisan ini adalah untuk memaparkan *disclosure* dan hukum serta dividen dalam hubungannya dengan perlindungan investor. Secara khusus akan dipaparkan mengenai perbandingan perlindungan investor di negara Indonesia, Amerika, Inggris dan Jepang. Pembahasan akan diawali dengan menyajikan perlindungan sistem hukum bagi investor pemegang saham, selanjutnya akan dibahas mengenai *disclosure* laporan keuangan perusahaan. Pada bagian akhir akan dibahas mengenai kebijakan dividen di beberapa negara. Pembahasan dilakukan dengan telaah literature dan mereview berbagai penelitian yang terkait dengan topik yang dibahas. Investor yang dimaksud dalam paper ini adalah *outsider investor*, yaitu investor atau pemegang saham minoritas atau kreditor dari sebuah perusahaan

publik, berbeda dengan pihak lain yaitu manajemen perusahaan atau *insider investor* yang merupakan pemegang saham mayoritas yang akan mampu mengendalikan kebijakan perusahaan.

PERLINDUNGAN HUKUM INVESTOR

Perlindungan *outsider investor* merupakan hal yang krusial karena pada banyak negara ditemukan bukti adanya praktik penyalahgunaan atau *expropriation* atas sumber-sumber daya perusahaan yang berlangsung secara ekstensif (La Porta, 1999). Tindakan *expropriation* yang dilakukan oleh insider perusahaan berupa manipulasi laba, penjualan aset yang tidak fair, praktik *transfer pricing* tidak semestinya, penyertaan anggota keluarga tidak berkualitas dalam jajaran perusahaan, pembayaran gaji atau kompensasi yang berlebihan pada eksekutif serta pembangunan proyek atau gedung secara berlebihan.

Penelitian yang berfokus pada indikasi *expropriation* sudah dilakukan oleh Jensen & Meckling, 1976 (dalam Leuz et. al., 2001) yang menemukan tindakan manajemen perusahaan untuk melakukan *the consumption perquisites*. Tindakan *insider* perusahaan seperti itu jelas sangat bertentangan dengan kepentingan dari investor. Sehingga hal ini menimbulkan adanya indikasi *agency problem*, yaitu konflik antar kepentingan *insider* dan *outsider* (Shleifer & Vishny, 1997 dalam Leuz et. al., 2001)

Untuk mengatasi konflik kepentingan tersebut, perusahaan dituntut untuk

mengkomunikasikan sumber dayanya kepada investor *outsider*. Perusahaan dituntut harus menyediakan kualitas informasi keuangannya. Penyediaan informasi keuangan perusahaan akan dapat diperoleh jika adanya perlindungan legal yang kuat bagi investor untuk bisa melakukan tekanan kepada pihak *insider*.

Beberapa penelitian yang membahas *corporate governance* di beberapa negara secara regularitif berfokus perlindungan *outsider investor*. Legalitas perlindungan investor melalui *corporate governance* dianggap sebagai pusat pemahaman atas pola informasi keuangan perusahaan beberapa negara. La Porta et. al. (1999) menemukan bahwa dari berbagai studi empiris, terdapat perbedaan antar negara berkaitan dengan perlindungan hukum investor (*shareholder & creditor*) dari tindakan penyalahgunaan sumber perusahaan oleh pihak internal.

Jensen & Meckling, 1976 (dalam La Porta, 1999) menunjukkan bahwa *return cashflow* dari proyek investasi tidak dianggap sebagai *taken for granted* bagi *outsider investor*. Investor memerlukan *effort* yang mendukung transfer kesejahteraan melalui power yang kuat atau kepentingan investor sangat dilindungi secara legal untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan. Hasil penelitian Leuz et. al. (2001) menunjukkan bahwa semakin tinggi perlindungan hukum bagi investor akan semakin semakin kecil kemungkinan timbulnya praktik *earning management* yang dilakukan oleh pihak internal perusahaan.

Sistem hukum di negara-negara dunia ini pada umumnya terdiri dari 2

sistem hukum utama, yaitu sistem *common law* dan sistem *civil law* atau *code law*. Sistem *common law* memberikan aturan akuntansi untuk dikembangkan oleh badan penyusun standar sedangkan dalam sistem *code law* hukum menyediakan aturan akuntansi terperinci. Negara Jepang misalnya termasuk ke dalam kelompok negara yang memakai sistem *code law* (Leuz et. al., 2001). Sehingga dasar legal yang mendasari pembuatan regulatori akuntansi adalah *code law* (Walton, 1998). Sedangkan penyusun prinsip dan standar akuntansi ditentukan oleh 2 persyaratan hukum utama, (1) *The Japanese Commercial Code* mengarahkan prinsip akuntansi dasar yang harus diikuti oleh semua perusahaan saham gabungan (*Kabushi Kaishas*) dan (2) *Security Exchange Law* yang terkait pada perusahaan publik (Saudagaran & Solomon dalam Choi, 1991).

Negara Inggris termasuk ke dalam kelompok negara yang memakai sistem *common law* (Leuz et. al., 2001) dan dasar legal yang mendasari pembuatan regulatori akuntansi adalah *private sector standard* dan *statute law* (Walton, 1998). Badan yang berwenang untuk menetapkan standar akuntansi adalah *Accounting Standar Committee* (ASC) sebagai pertanggungjawaban untuk mengembangkan *Statement of Standard Accounting Principles* (SSAPs). Semua perusahaan harus mengikuti *Companies Act* 1985 dan 1989. Sistem keuangan Inggris adalah *Financial Reporting Council*, *Accounting Standard Board*, dan *Review Panel* (Saudagaran & Solomon dalam Choi, 1991).

Negara Amerika Serikat termasuk

ke dalam kelompok negara yang memakai sistem *common law* (Leuz et. al., 2001) dan dasar legal yang mendasari pembuatan regulatori akuntansi adalah *private sector standard* (Walton, 1998). Badan untuk menetapkan standar laporan keuangan adalah FASB. FASB telah mengadopsi pendekatan *inclusive* untuk rancangan standar (Saudagaran & Solomon dalam Choi, 1991).

Indonesia termasuk ke dalam kelompok negara yang memakai sistem *civil law* (Leuz et. al., 2001). Badan pembuat standar akuntansi adalah IAI. IAI bekerjasama dengan badan akuntansi luar negeri untuk mengikuti perkembangan internasional, seperti *ASEAN Federation of Accountants*, *Confederation of Asian-Pacific Accountants*, dan *the International Federation of Accountants*. IAI juga anggota *the International Accounting Standards Committee*. IAI mendorong penggunaan *International Accounting Standard* (IAS) sebagai basis untuk akuntansi keuangan standar domestik. IAI secara rinci mengadopsi 21 IAS untuk perusahaan *publicly-listed* (Hadori Yunus and Joselito Diga, dalam Nabil et. al.1997).

Perbandingan dari beberapa negara dalam hal perlindungan legal investor pasar modal ada pada grafik 1 yang menggambarkan luasnya penyajian untuk struktur kepemilikan serta hak investor bagi perusahaan. Grafik tersebut menunjukkan bahwa ranking terbesar Jepang, yaitu memiliki skor 70, disusul Inggris skor 54, kemudian Amerika Serikat 52. Posisi ranking bawah adalah negara-negara Amerika Latin dengan skor 28 dan negara-negara *Emerging Asia*

39. Skor yang semakin tinggi menunjukkan besarnya transparansi perusahaan untuk mengungkapkan informasi struktur kepemilikan dan hak investor. Ini membuktikan bahwa negara Jepang memiliki tingkat *fairness* dari struktur kepemilikan dan hak investor yang lebih baik dibanding dengan yang lainnya. Sedangkan negara berkembang Asia termasuk Indonesia dengan negara Amerika latin memiliki struktur kepemilikan dan hak investor yang paling kecil.

Hasil tersebut diperkuat dengan penelitian La Porta et. al. (2000) yang disajikan pada tabel 1 dan tabel 2 bahwa negara Amerika Serikat, Inggris serta Jepang berada pada kelompok yang memiliki perlindungan hukum bagi investor yang tinggi sedangkan Indonesia dikategorikan sebagai kelompok negara yang memiliki tingkat perlindungan investor yang rendah. Hasil tersebut konsisten dengan penelitian Leuz et. al. tahun 2001 pada tabel 3 yang menunjukkan bahwa negara Amerika Serikat, Inggris serta Jepang memiliki nilai atau rangking yang tinggi untuk hak investor yaitu 5 untuk Amerika Serikat dan Inggris serta 4 untuk Jepang. Ini termasuk juga rangking untuk penegakan hukum memiliki rangking 9,54 untuk Amerika Serikat; 9,22 untuk Inggris dan Jepang dengan nilai 9,17. Sedangkan Indonesia dikategorikan sebagai negara yang lemah hak investornya dengan skor 2 serta lemah dalam penegakan hukum dengan memiliki skor 2,88.

Hasil penelitian La Porta et. al. (2000) membuktikan bahwa perlindungan terhadap investor akan lebih kuat pada negara yang menerapkan sistem hukum

common law dibandingkan dengan *civil law*. Sedangkan pada ukuran perlindungan pada kreditor juga menunjukkan *common law* lebih besar dibandingkan *civil law*.

DISCLOSURE

Perlindungan investor dapat dilakukan melalui mekanisme *corporate governance* sebagaimana penjelasan sebelumnya. Menurut OECD (Leuz, 2001) kunci melaksanakan *corporate governance* dalam memonitor kewajiban dan menegakkan hak pemegang saham adalah dengan *disclosure* laporan keuangan yang “*true and fair*”. *Disclosure* ini juga digunakan untuk melindungi investor dari informasi asimetri (Saudagaran & Solomon dalam Choi).

Mekanisme *disclosure* juga dibutuhkan karena adanya kepentingan yang berbeda dari pihak manajemen dan pihak eksternal. Oleh karena itu dibutuhkan suatu media komunikasi bagi kedua pihak. Media yang aktif digunakan dan dianggap paling baik adalah laporan keuangan. Laporan keuangan merupakan mekanisme yang paling penting bagi manajer untuk berkomunikasi dengan investor luar (Healy dan Palepu, 1993 dalam Meylia, 2002).

Namun demikian, pihak eksternal membutuhkan informasi yang berbeda sesuai dengan kebutuhannya. Ini menyebabkan variasi luas pelaporan keuangan untuk menyediakan informasi akuntansi yang relevan dengan pengambilan keputusan oleh pihak eksternal (Meylia, 2002). Demikian pula

suatu negara akan memiliki tingkat perluasan *disclosure* laporan keuangan yang berbeda-beda pula.

Beberapa penelitian mengungkapkan bahwa *disclosure* juga digunakan oleh investor dalam menilai *performance* perusahaan.. Leuz et. al. (2001) mengatakan bahwa laba akuntansi yang dilaporkan akan digunakan oleh *outsider* dalam pengambilan keputusan untuk mendapatkan dividen atau untuk mengganti manager perusahaan. Alford et. al. (1994) membandingkan kandungan informasi dan ketepatan waktu pengungkapan laba akuntansi di beberapa negara. Dengan Amerika Serikat sebagai *benchmark* penelitian membuktikan bahwa 17 negara secara signifikan berbeda dalam ketepatan waktu serta kandungan informasi dalam mengungkapkan laba akuntansi di berbagai negara.

Pope & Walker (1999) membandingkan laba yang dilaporkan Amerika Serikat dan Inggris menunjukkan bahwa tingkat konservatisme laba sebelum *extraordinary* Amerika Serikat lebih tinggi Inggris, sedangkan laba setelah *extraordinary* lebih tinggi Inggris dibandingkan Amerika Serikat. Sedangkan Ball, Kothari, Robim (2000) berpendapat bahwa dorongan pengakuan tepat waktu dari *bad news* lebih lemah pada Inggris dibandingkan dengan Amerika Serikat.

Perbandingan masing-masing *disclosure* laporan keuangan beberapa negara akan disajikan berikut ini. *Financial Statement* dari Jepang berupa neraca, laporan laba/rugi, laporan bisnis, *proposal for appropriation of R/E* dan *supporting schedule*. Mereka

menggabungkan laporan keuangan akuntansi dan laporan pajak. *Commercial Code* atau *Security Exchange Law* tidak memerlukan laporan arus kas. Perusahaan dibawah SEL diharuskan menyediakan laporan konsolidasian yang meliputi neraca, laporan L/R, dan *statement of surplus*. Laporan laba konsolidasian boleh dihilangkan jika perusahaan membuat laporan kombinasi *income* dan *surplus*. Pada *foreign currency translation*, pendapatan berjalan dan pembayaran ditranslasi dengan *current rate* saat pertukaran sedangkan investasi, pendapatan dan pembayaran jangka panjang, *convertible bond* tahun berjalan ditranslasi dengan nilai tukar historis. Laporan cabang dan luar negeri, *current monetary item* ditranslasi dengan *current rate* sedangkan *noncurrent monetary item*, *securities* dan *nonmonetary item* ditranslasikan pada *historical rates*. Perusahaan menyediakan pengungkapan keuangan atas berbagai aspek terhadap operasi mereka selain jalur bisnis dan segmen geografi (Saudagaran & Solomon dalam Choi, 1991).

Disclosure di Inggris berupa dasar laporan keuangan dengan menggunakan *historical cost*, walaupun asset dan waktu tertentu direvaluasi. Laporan terdiri dari: neraca, *profit and loss account*, laporan sumber-sumber dan aplikasi dana dan catatan akun. *Asset* dan *liabilities* disajikan berdasar likuiditas dalam neraca, serta deskripsi hanya untuk tahun sekarang dan sebelumnya. Anak perusahaan harus melaporkan semua aktivitasnya, dan laporan keuangan yang terpisah dari anak perusahaan harus dikonsolidasikan. Penyesuaian translasi akun anak perusahaan tidak harus

mengungkapkan translasi penyesuaian kumulatif sebagai komponen yang berlawanan. Faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam segmen geografis meliputi iklim ekonomi, rezim politik, peraturan pertukaran dan fluktuasi tarif pertukaran. Laporan keuangan untuk segmen industri dan geografis terdiri dari penjualan, penjualan dan transfer antar segmen, profit dan asset yang digunakan (Saudagaran & Solomon dalam Choi, 1991).

Disclosure di Amerika Serikat berupa dasar penyusunan laporan keuangan menggunakan *historical cost*. Laporan keuangannya adalah: neraca, laporan laba rugi, laporan laba ditahan dan laporan arus kas. Laporan keuangan konsolidasi dibuat jika induk perusahaan secara langsung atau tidak langsung mengontrol kepemilikan mayoritas (lebih 50%) anak perusahaan dengan standar akuntansi seragam. SFAS 52 mengidentifikasi kriteria untuk menentukan *functional currency* bagi entitas. Ada 6 faktor yang dipertimbangkan, yaitu: arus kas, harga penjualan, pasar penjualan, *expenses*, keuangan dan transaksi antar perusahaan. Ketika *local currency* entitas luar negeri menjadi *functional currency* dan dicatat dengan nilai tersebut, maka (1) semua *foreign currency* aktiva dan hutang diubah ke dalam \$US dengan *current rate* dan *capital accounts* menggunakan *historical rate*. (2) pendapatan dan pengeluaran diubah dengan *historical rate*. (3) pengubahan *gains* dan *losses* dengan komponen terpisah dalam *consolidated stockholders equity*. SFAS 14 menyatakan perusahaan harus mengungkapkan pendapatan, laba atau rugi operasi, dan

aktiva yang terpisah antara domestik dan luar negeri jika (1) operasi di luar negeri menghasilkan pendapatan penjualan non afiliasi 10% atau lebih dari pendapatan konsolidasi atau (2) aktiva yang teridentifikasi dari luar negeri adalah 10% atau lebih dari total aktiva konsolidasi (Saudagaran & Solomon dalam Choi, 1991).

Disclosure Indonesia mengadaptasi dari IAS. Laporan keuangannya terdiri dari: neraca, laba/rugi, perubahan modal, serta laporan arus kas. Arus kas diklasifikasikan kedalam aktivitas operasi, investasi dan pendanaan. Arus kas aktivitas operasi dilaporkan menggunakan metode langsung atau metoda yang tidak langsung. Laporan konsolidasi dibuat jika induk perusahaan memiliki langsung atau tidak langsung melalui anak perusahaan lebih 50%, atau kurang jika (1) suara lebih 50% berdasar perjanjian, (2) memiliki pengaruh kebijakan finansial dan operasional, dan (3) mampu mempengaruhi mayoritas manajemen. (SAK, 2002)

Perbandingan dari beberapa negara dalam hal *disclosure* ada pada grafik 2 yang menggambarkan besarnya transparansi keuangan. grafik tersebut menunjukkan bahwa rangking terbesar ada pada Inggris, yaitu memiliki skor 81, disusul dengan negara Amerika Serikat dengan skor 77, kemudian Jepang dengan nilai 76. Posisi yang berada pada rangking bawah adalah negara-negara Amerika Latin dengan 58 dan negara-negara *Emerging Asia* 54. Ini membuktikan bahwa negara Inggris adalah negara yang memiliki tingkat transparansi tertinggi dibandingkan negara lainnya. Sedangkan negara-negara

berkembang di kawasan asia termasuk Indonesia bersama dengan negara-negara Amerika latin memiliki tingkat transparansi keuangan yang paling kecil.

Sedangkan untuk membuktikan tingkat *disclosure* dari masing-masing negara telah dilakukan penelitian oleh Leuz et. al., 2001 yang ada pada tabel 4 yang menunjukkan bahwa negara Amerika Serikat memiliki *disclosure* indek 71, Inggris *disclosure* indek-nya 78 dan Jepang 65 sedangkan Indonesia tidak ada datanya. Penelitian Saudagaran & Biddle, 1991 (dalam Alford et. al. 1994) menemukan bukti bahwa semakin tinggi rangking *disclosure* mencerminkan semakin besar tingkat *disclosure* publik.

DIVIDEN

La Porta et. al. (2000) membuktikan ada hubungan antara perlindungan investor dengan tingkat dividen dari perusahaan kepada pemegang saham. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa semakin besar tingkat pembayaran dividen maka akan semakin kuat tingkat perlindungan bagi pemegang saham minoritas perusahaan. *Insider* investor akan bersedia membayar dividen masa depan untuk mendapatkan reputasi dalam menurunkan ancaman pihak pemegang saham minoritas. La Porta, 1997 & 1998 (dalam Leuz, 2001) membuktikan adanya perbedaan dalam *agency problem* terkait dengan kebijakan dividen antar negara karena adanya perbedaan dalam *legal protection* dari pemegang saham.

Negara Amerika Serikat, Inggris, Canada, Australia dengan kepemilikan yang menyebar, hampir sebagian besar

perusahaan besar pengelolaannya akan dikendalikan manajemen. Sedangkan negara lain sebagian besar kepemilikannya dikendalikan oleh pemegang saham mayoritas seperti keluarga pemilik perusahaan. Apabila kebijakan perusahaan dikontrol oleh pemegang saham mayoritas akan berakibat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas. Untuk mengatasi *agency problem* tersebut diperlukan penegakan sistem *law*. Sistem hukum akan memberikan *outsider investor* kekuatan untuk melindungi kepentingan investasinya terhadap tindakan *expropriation* dari *insider investor*.

Pada penjelasan sebelumnya bahwa negara-negara yang menerapkan hukum *common law* kelihatan mempunyai tingkat perlindungan hukum yang lebih baik untuk melindungi kepentingan pemegang saham minoritas, sebaliknya negara-negara yang memiliki sistem hukum *civil law* akan mempunyai tingkat perlindungan hukum yang lebih lemah bagi kepentingan perlindungan pemegang saham minoritas. Sehingga negara yang menggunakan sistem *common law* akan lebih baik dalam melindungi investor minoritas, dan akan lebih tinggi dalam pembayaran dividen daripada negara yang menerapkan *civil law*.

Walaupun demikian pada investasi yang konstan, kebijakan pembayaran dividen tidak berimplikasi pada *shareholder wealth* (Modigliani, Miller, 1958 dan 1961 dalam La porta et. al., 2000). Semakin besar jumlah dividen yang dibayarkan dividen, maka semakin kecil laba ditahan dan *capital gain* sehingga *wealth* dari pemegang saham tidak akan berubah. Meskipun demikian

prediksi ini berlawanan dari penelitian Lintner, 1958 (dalam La Porta et. al., 2000) yang menyebutkan bahwa kebijakan dividen merupakan hal yang membingungkan bagaimana pilihan strategi perusahaan untuk memilih dividen.

Banyak penelitian-penelitian yang mengarah kepada dividen. Seperti Bhattacharya (1979); John & William (1985); Miller & Rock (1985) dalam La Porta et. al., 2000 yang mengarahkan kepada bukti bahwa pembayaran dividen adalah berpengaruh secara signifikan untuk prediksi laba masa depan. Penelitian yang dilakukan oleh Easton (1984); Jensen (1986); Fluck (1998, 1999); Hart & Moore (1974) Myer (1998) dan Gomez (2000) dalam La Porta et. al., 2000 menemukan bahwa kebijakan dividen suatu perusahaan akan mengarahkan kepada terjadinya *agency problem* antara *insider corporate* dengan *outsider*.

La Porta et. al. (2000) juga menyatakan bahwa *agency problem* terhadap pemegang saham minoritas akan berbeda tingkatan pada berbagai negara dikarenakan faktor perlindungan investor legal yang berbeda pula. Dividen adalah *outcome* dari suatu efektivitas sistem perlindungan investor. Dalam sistem yang efektif, pemegang saham minoritas menggunakan kekuatan legal untuk menekan perusahaan agar memberikan pembayaran kas, untuk menghindari insider menggunakan kontrolnya sesuai dengan keuntungan mereka.

Dividen menunjukkan perbedaan kualitas perlindungan investor antar negara yang berimplikasi bahwa perlindungan baik berhubungan dengan

pembayaran dividen yang tinggi, jika peluang investasi baik maka pemegang saham bersedia menerima dividen relatif lebih sedikit agar perusahaan dapat melakukan investasinya. Akibatnya pada negara yang perlindungan kuat, kebutuhan reputasi akan lemah. Sebaliknya, perusahaan memerlukan reputasi baik untuk mendapatkan dana dari investor yang diperoleh melalui pembayaran dividen (bagi negara yang lemah dalam perlindungan hukum investor).

Berdasarkan tabel 1, Indonesia memiliki *law protection* dengan div/cf 8,72 dan $div/earn$ 25,11; Jepang memiliki *high protection* dengan div/cf 13,03 dan $div/earn$ 52,88; Sedangkan Inggris *high protection* dengan div/cf 16,67 dan $div/earn$ 36,91; Amerika Serikat *high protection* dengan div/cf 11,38 dan $div/earn$ 22,11. Rata-rata negara *high protection* div/cf 16,16 $div/earn$ 35,62; *law protection* div/cf 9,74 $div/earn$ 25,30. Negara yang baik dalam perlindungan investor akan memberikan dividen lebih besar. Dividen sebagai *outcome* perlindungan hukum investor memungkinkan pihak minoritas memaksa pembayaran dividen. Dividen sebagai substitusi perlindungan hukum investor memungkinkan perusahaan dalam lingkungan legal yang tidak baik menetapkan reputasi baik bagi investor dengan memberikan dividen.

KESIMPULAN

Perusahaan memerlukan dana eksternal dari investor. Investor bersedia menanamkan uangnya kepada perusahaan

jika perusahaan dapat melindungi kepentingan investor dengan melaksanakan *corporate governance* untuk memberikan perlindungan yang efektif kepada pemegang saham. Mekanisme *corporate governance* dapat diperoleh melalui *disclosure* informasi keuangan, perlindungan hukum yang kuat serta adanya kebijakan dividen.

Negara Amerika Serikat, Inggris serta Jepang memiliki tingkat perlindungan hukum yang tinggi bagi investor sedangkan negara Indonesia masih lemah. Perlindungan investor melalui *disclosure* informasi keuangan yang luas terdapat pada negara Amerika Serikat, Inggris serta Jepang. Sebaliknya Indonesia masih kurang dalam mengungkapkan *disclosure* laporan keuangannya. Namun kebijakan pembayaran dividen yang besar tidak langsung berhubungan dengan perlindungan investor, tetapi dipengaruhi juga oleh sistem penegakan hukum bagi investor serta adanya peluang investasi yang baik bagi perusahaan.

Berdasarkan hal diatas dapat disimpulkan bahwa untuk meningkatkan iklim investasi perusahaan suatu negara diperlukan kesiapan dalam instrumen perlindungan bagi investor itu berupa sistem perlindungan hukum yang kuat untuk investor, *disclosure* informasi keuangan yang luas serta padanya kebijakan pembayaran dividen yang meningkat.

DAFTAR PUSTAKA

Alford, A., J. Jones, R. Leftwich, dan M. Zmijewski, 1994, *The Relative*

Informativeness of Accounting Disclosure in Different Countries, *Journal of Accounting Research*, Vol 31, hal 188 - 213.

Ball, R., S.P. Kothari, dan A. Robin, 2000, *The Effect of International Factors on Properties of Accounting Earnings*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 29, hal 1-51.

Choi, Frederick D.S., 1991, *Handbook of International Accounting*, John Wiley & Sons, Inc.

Forum for Corporate Governance in Indonesia, 2002. www.fcgi.com.

Ho, Simon S.H., K.S. Wong, 2001, *A Study of The Relationship Between Corporate Governance Structures and The Extent of Voluntary Disclosure*, *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, Vol 10, hal 139 – 156.

La Porta, R., Florencio Lopez, A. Shleifer, dan R. Vishny, 1999, *Investor Protection: Origin, Consequences, Reform*, *National Bureau of Economic Research Working Paper Series No 7428*.

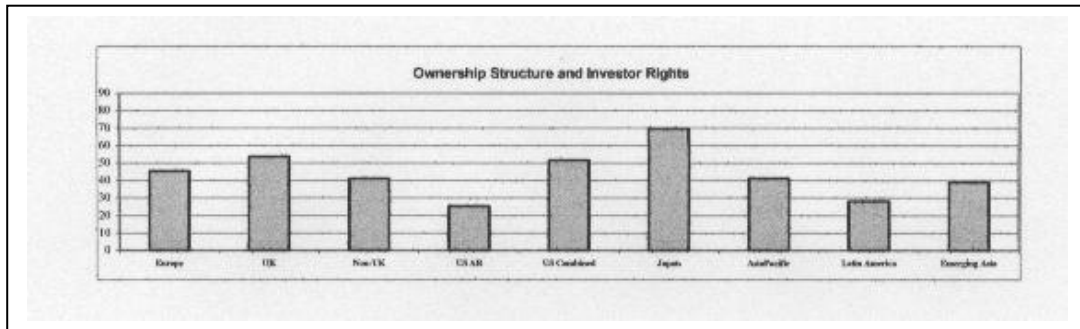
La Porta, R., Florencio Lopez, A. Shleifer, dan R. Vishny, 2000, *Agency Problems and Dividend Policies Around The World*, *The Journal of Finance*, Vol LV No 1, hal 1-33.

Leuz, C., Dhananjay N., dan Peter D.

- Wysocki, 2001, Investor Protection and Earnings Management: An International Comparison, *Working Paper*.
- Nabil Baydoun, A. Nishimura, dan R. Willet Yunus, 1997, Accounting in Indonesia, Accounting in the Asia – Pasific region, John wiley & sons (Asia) Pte. Ltd.
- Pope, Peter F., Martin Walker, 1999, International Differences in The Timeliness, Conservatism, and Classification of Earnings, *Journal of Accounting Research*, Vol 37, hal 53-86.
- Sandeep A. Patel, dan George Dallas, 2002, Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Result – United States, *Standard & Poor's Setting The Standard*.
- Sari, Maylia Pramono, 2002, Tuntutan Disclosure Sebagai Media Komunikasi Menghadapi Dunia Bisnis Modern, Paper Teori Akuntansi, *Unpublish*.
- Walton, P., Axel Haller, dan B. Raffournier, 1998, International Accounting, International, Thomson Business Press.
- Ikatan Akuntan Indonesia, 2002, *Standar Akuntansi Keuangan*, Salemba Empat.

LAMPIRAN

Grafik 1



Sumber: Sandeep A. Patel, dan George Dallas, 2002, *Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Result – United States, Standard & Poor’s Setting The Standard.*

Tabel 1

Table 6 (continued)
Panel B: Earnings Management and Institutional Clusters

Membership in a particular institutional cluster is based on a cluster analysis performed on the variables in panel A. The sample consists of 31 countries. The "Aggregate Earnings Smoothing Measure" is created by averaging the ranks of EM1 and EM2. The "Aggregate Earnings Discretion Measure" is created by averaging the ranks of EM3 and EM4. The "Aggregate Earnings Management Measure" is created by averaging the ranks of all four measures, EM1-4. The definitions of EM1-EM4 are provided in Table 2. The last three rows report one-sided p-values for differences in means between clusters using a t-test.

Cluster	Legal Tradition	Aggregate Earnings Smoothing Measure	Aggregate Earnings Discretion Measure	Aggregate Earnings Management Measure	
<i>Outsider Economy</i>					
AUSTRALIA	1	CM	6.0	3.5	4.8
CANADA	1	CM	3.5	7.0	5.3
HONG KONG	1	CM	20.0	19.0	19.5
MALAYSIA	1	CM	13.0	16.3	14.8
NORWAY	1	CD	2.0	9.5	5.8
SINGAPORE	1	CM	24.0	19.3	21.6
UK	1	CM	9.0	5.0	7.0
UNITED STATES	1	CM	1.5	2.5	2.0
Mean for Cluster 1			9.9	10.3	10.1
<i>Insider Economy and High Enforcement</i>					
AUSTRIA	2	CD	30.0	26.5	28.3
BELGIUM	2	CD	14.0	25.0	19.5
DENMARK	2	CD	18.0	14.0	16.0
FINLAND	2	CD	12.0	12.0	12.0
FRANCE	2	CD	12.5	14.5	13.5
GERMANY	2	CD	18.5	24.5	21.5
IRELAND	2	CM	6.5	3.8	5.1
JAPAN	2	CD	19.0	22.0	20.5
NETHERLANDS	2	CD	18.5	14.5	16.5
SOUTH AFRICA	2	CM	8.5	2.8	5.6
SWEDEN	2	CD	5.5	8.0	6.8
SWITZERLAND	2	CD	22.5	21.5	22.0
TAIWAN	2	CD	25.5	19.5	22.5
Mean for Cluster 2			16.2	16.0	16.1
<i>Insider Economy and Low Enforcement</i>					
GREECE	3	CD	29.5	27.0	28.3
INDIA	3	CM	18.5	19.8	19.1
INDONESIA	3	CD	16.5	20.0	18.3
ITALY	3	CD	24.5	25.0	24.8
KOREA (SOUTH)	3	CD	30.0	23.5	26.8
PAKISTAN	3	CM	24.0	11.5	17.8
PHILIPPINES	3	CD	4.5	13.0	8.8
PORTUGAL	3	CD	27.5	22.8	25.1
SPAIN	3	CD	16.5	20.8	18.6
THAILAND	3	CM	14.5	22.0	18.3
Mean for Cluster 3			20.6	20.5	20.6
Tests of differences between clusters (p-values)					
C1 vs. C2			0.051	0.050	0.044
C2 vs. C3			0.097	0.056	0.059
C1 vs. C3			0.008	0.002	0.003

Sumber : Leuz, C., Dhananjay N., dan Peter D. Wysocki, 2001, *Investor Protection and Earnings Management: An International Comparison, Working Paper.*

Tabel 2

The Data

Panel A classifies countries by legal origin and presents medians by country. Definitions for each of the variables can be found in Table II. Panel B reports tests of medians for civil versus common legal origin.

Country	N	Low Protection	Div/CF (%)	Div/Earn (%)	Div/Sales (%)	GS (Annual)	Div Tax Adv.	
Panel A: Medians								
Argentina	3	0	18.65	27.36	4.32	14.32	1.00	
Austria	9	1	6.85	24.83	0.77	13.31	0.78	
Belgium	33	1	11.77	39.38	1.09	3.78	0.74	
Denmark	75	1	6.55	17.27	0.71	4.32	0.67	
Finland	39	1	8.08	21.27	0.77	-2.14	1.07	
France	246	1	9.46	23.55	0.63	4.54	0.64	
Germany	146	1	12.70	42.86	0.83	5.88	0.86	
Indonesia	5	1	8.72	25.11	0.77	32.62	0.76	
Italy	68	1	9.74	21.83	0.92	-1.38	0.77	
Japan	149	0	13.03	52.88	0.72	6.19	0.70	
South Korea	2	1	7.33	18.49	0.66	5.29	0.79	
Mexico	2	1	19.47	46.44	3.59	8.02	1.00	
Netherlands	95	1	11.29	30.02	0.74	4.13	1.08	
Norway	50	0	10.74	23.91	0.99	4.43	1.05	
Philippines	4	1	6.32	18.47	2.45	-7.29	1.05	
Portugal	17	1	0.84	38.01	0.64	8.20	0.98	
Spain	33	0	15.77	30.45	1.04	1.22	0.72	
Sweden	81	1	5.69	18.33	0.78	-0.63	1.03	
Switzerland	70	1	10.38	25.30	0.96	3.73	0.56	
Taiwan	3	1	48.97	68.89	11.54	1.62	0.60	
Turkey	6	1	8.61	22.64	2.08	0.16	0.90	
Civil Law Median	33	1	9.74	25.11	0.83	4.32	0.78	
Australia	103	0	22.83	42.82	2.22	2.21	0.90	
Canada	236	0	8.00	18.78	0.78	-0.62	0.89	
Hong Kong	40	0	35.45	45.03	7.51	7.94	1.00	
India	1	0	26.69	49.34	1.65	-0.09	0.50	
Ireland	16	0	17.39	27.28	0.96	8.96	0.77	
Malaysia	41	0	15.29	37.93	3.12	16.31	0.68	
New Zealand	17	0	10.16	35.60	2.26	3.11	1.00	
Singapore	27	0	22.28	41.04	2.14	11.02	0.86	
South Africa	90	0	16.16	35.62	1.90	3.47	0.85	
Thailand	10	1	32.83	52.56	3.35	17.73	0.90	
United Kingdom	799	0	16.67	36.91	1.89	2.44	0.63	
United States	1,588	0	11.38	22.11	0.85	3.15	0.58	
Common Law Median	40	0	18.28	37.43	2.02	3.31	0.87	
Sample Median	39	1	11.77	30.62	0.96	4.13	0.53	
Panel B: Test of Medians (z-statistic)								
Civil vs Common Law			3.97*	-3.29*	-1.72***	-2.36**	-0.34	-0.00

*, **, and *** indicate significance at the 1, 5, and 10 percent levels, respectively.

Sumber: La Porta, R., Florencio Lopez, A. Shleifer, dan R. Vishny, 2000, Agency Problems and Dividend Policies Around The World, *The Journal of Finance*, Vol LV No 1, hal 1-33.

Tabel 3

Table 3
Panel A: Earnings Management and Outside Investor Rights

The table classifies countries into two groups based on the rights accorded to outside investors. We use the anti-director rights index in La Porta et al. (1998) as a proxy and assign countries to the high (low) outside investor rights group if the country's rights index is above (below) the median. The last row of the table reports two-sided p-values for differences in the mean of the median earnings management measures across the two groups using a t-test. The "Aggregate Earnings Shuffling Measure" is created by first computing CF/DS and EM2 (the country's median ratio of the firm-level standard deviation of operating income and cash flow to aggregate earnings) and EM3 (the country's median ratio of the change in earnings to the change in CF/DS). The "Aggregate Earnings Discretion Measure" is created by averaging the ratio of EM2 (the country's median ratio of the absolute value of earnings to the absolute value of CF/DS) and EM4 (the ratio of the change in earnings to the change in CF/DS) observations for each country. The "Aggregate Earnings Management Measure" is created by averaging the ratio of all four measures, EM1-4. The detailed definitions of EM1-4 are provided in Table 2.

Country	Outside Investor Rights	Aggregate Earnings Shuffling Measure	Aggregate Earnings Discretion Measure	Aggregate Earnings Management Measure
High Outside Investor Rights				
Australia	4	6.0	3.5	4.8
Canada	5	3.5	7.0	5.3
Hong Kong	5	29.0	19.0	19.5
India	5	18.5	19.1	19.1
Ireland	4	6.5	3.8	5.1
Japan	4	19.0	22.0	20.8
Malaysia	4	15.0	16.5	14.8
Norway	4	2.0	8.5	5.8
Pakistan	5	24.0	11.5	17.8
Singapore	4	19.0	19.2	21.6
South Africa	5	8.5	2.8	5.6
Spain	4	16.5	22.8	18.6
Switzerland	5	9.0	5.0	7.0
United Kingdom	5	1.5	2.5	2.0
United States	5	11.3	11.6	12.0
Average	4.6	12.3	11.6	12.0
Low Outside Investor Rights				
Austria	2	30.0	26.5	28.3
Belgium	0	14.0	23.0	19.5
Denmark	2	18.0	14.0	16.0
Finland	3	12.0	12.0	12.0
France	3	12.5	14.5	13.5
Germany	1	18.5	24.5	21.5
Greece	2	29.0	27.0	28.0
Indonesia	1	16.5	20.0	18.3
Italy	2	29.5	23.0	24.8
Korea (South)	1	18.5	23.5	26.8
Netherlands	2	18.5	14.5	16.5
Netherlands	2	4.5	13.0	8.8
Philippines	3	27.5	22.8	25.1
Portugal	3	5.5	8.0	6.8
Sweden	3	22.5	21.5	22.0
Switzerland	3	23.5	19.5	22.5
Taiwan	2	14.5	22.0	18.3
Thailand	2	18.1	19.6	18.3
Average	2.1	18.1	19.6	18.3
Test of Difference between High and Low Outside Rights (p-value)				
		0.027	0.004	0.007

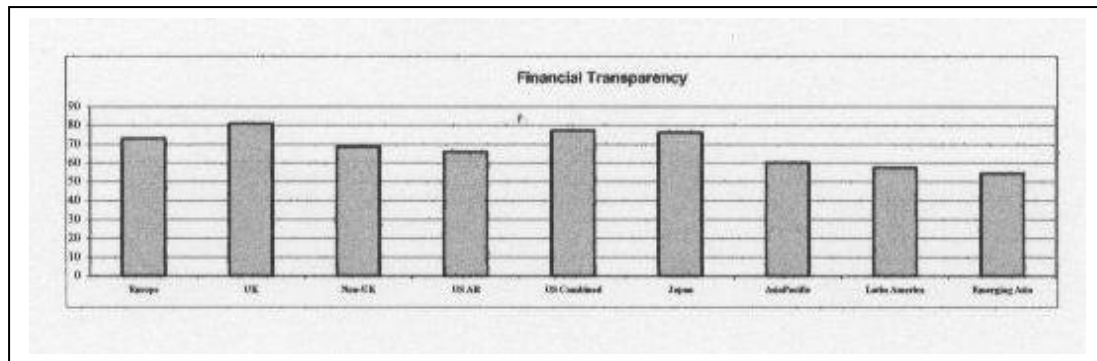
Table 3 (continued)
Panel B: Earnings Management and the Quality of Legal Enforcement

The table classifies countries into two groups based on the quality of legal enforcement. Enforcement is measured as the mean score across three legal variables used in La Porta et al. (1998): (1) judicial system efficiency, (2) an assessment of rule of law, and (3) a corruption index. All three variables range from zero to 10. We assign countries to the high (low) enforcement group if the country's enforcement index is above (below) the median. The last row of the table reports two-sided p-values for differences in the mean of the median earnings management measures across the two groups using a t-test. The "Aggregate Earnings Shuffling Measure" is created by first computing the ratio of EM1 (the country's median ratio of firm-level ROA to operating income) to EM2 (the number of firm-year "rest" profit observations divided by the number of "small firm" observations in each country) and EM3 (the number of firm-year "rest" profit observations divided by the number of "small firm" observations in each country). The "Aggregate Earnings Discretion Measure" is created by averaging the ratio of EM1-4 (control deflection in Table 2). The "Aggregate Earnings Management Measure" is created by averaging the ratio of EM1-4 (control deflection in Table 2).

Country	Legal Enforcement	Aggregate Earnings Shuffling Measure	Aggregate Earnings Discretion Measure	Aggregate Earnings Management Measure
High Legal Enforcement				
Australia	9.51	6.0	3.5	4.8
Austria	9.36	30.0	26.5	28.3
Belgium	9.44	14.0	23.0	19.5
Canada	9.75	3.5	7.0	5.3
Denmark	10.00	18.0	14.0	16.0
Finland	10.00	12.0	12.0	12.0
France	9.05	18.5	24.5	21.5
Germany	9.17	19.0	22.0	20.8
Japan	10.00	18.5	14.5	16.5
Netherlands	10.00	2.0	8.5	5.8
Norway	8.93	24.0	19.3	21.6
Singapore	10.00	19.0	19.2	21.6
South Africa	10.00	8.5	2.8	5.6
Switzerland	9.22	9.0	5.0	7.0
United Kingdom	9.84	1.5	2.5	2.0
United States	9.68	11.3	11.6	12.0
Average	9.68	13.6	14.3	14.0
Low Legal Enforcement				
Argentina	8.88	12.5	14.5	13.5
France	6.82	29.5	27.0	28.0
Hong Kong	8.91	20.0	19.0	19.5
India	5.56	18.5	19.8	19.1
Indonesia	2.88	16.5	20.0	18.3
Ireland	8.36	6.5	3.8	5.1
Italy	7.07	24.5	23.0	24.8
Korea (South)	5.55	30.0	23.5	26.8
Malaysia	7.72	11.0	16.5	14.8
Pakistan	3.67	29.0	11.5	17.8
Philippines	3.47	4.5	13.0	8.8
Portugal	7.19	27.5	22.8	25.1
South Africa	6.45	8.5	2.8	5.6
Spain	7.14	16.5	20.8	18.6
Taiwan	7.37	23.5	19.5	22.5
Thailand	4.89	14.5	22.0	18.3
Average	6.36	18.3	17.6	17.9
Test of Difference between High and Low Legal Enforcement (p-value)				
		0.187	0.248	0.162

Sumber: Leuz, C., Dhananjay N., dan Peter D. Wysocki, 2001, Investor Protection and Earnings Management: An International Comparison, *Working Paper*.

Grafik 2



Sumber: Sandeep A. Patel, dan George Dallas, 2002, *Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Result – United States, Standard & Poor’s Setting The Standard.*

Tabel 4

Table 1 (continued)

Panel B: Institutional Characteristics of the Sample Countries

The classification of the legal origin and the legal tradition are based on La Porta et al. (1998). CD (CM) indicates a code-law (common-law) country. The outside investor rights variable is the "anti-director rights" index created by La Porta et al. (1998). It is an aggregate measure of minority shareholder rights and ranges from zero to six. Enforcement is measured as the mean score across three legal variables used in La Porta et al. (1998): (1) the efficiency of the judicial system, (2) an assessment of rule of law, and (3) the corruption index. All three variables range from zero to 10. The "importance of the equity markets" is measured by the mean rank across three variables used in La Porta et al. (1997): (1) the ratio of the aggregate stock market capitalization held by minorities to gross national product, (2) the number of listed domestic firms relative to the population, and (3) the number of IPOs relative to the population. Each variable is ranked such that higher scores indicate a greater importance of the stock market. Ownership concentration is measured as the median percentage of common shares owned by the largest three shareholders in the 10 largest privately owned nonfinancial firms (La Porta et al., 1998). The disclosure index measures the inclusion of 90 items in the 1990 annual reports (La Porta et al. 1998). It is not available (NA) for three countries in our sample.

Country	Legal Origin	Legal Tradition	Outside Investor Rights	Legal Enforcement	Importance of Equity Market	Ownership Concentration	Disclosure Index
AUSTRALIA	English	CM	4	9.5	24.0	0.28	75
AUSTRIA	German	CD	2	9.4	7.0	0.51	54
BELGIUM	French	CD	0	9.4	11.3	0.62	61
CANADA	English	CM	5	9.8	23.3	0.24	74
DENMARK	Scandinavian	CD	2	10.0	20.0	0.40	62
FINLAND	Scandinavian	CD	3	10.0	13.7	0.34	62
FRANCE	French	CD	3	8.7	9.3	0.24	69
GERMANY	German	CD	1	9.1	5.0	0.50	62
GREECE	French	CD	2	6.8	11.5	0.68	35
HONG KONG	English	CM	5	8.9	28.8	0.54	69
INDIA	English	CM	5	5.6	14.0	0.43	57
INDONESIA	French	CD	2	2.9	4.7	0.62	NA
IRELAND	English	CM	4	8.4	17.3	0.36	NA
ITALY	French	CD	1	7.1	6.5	0.60	62
JAPAN	German	CD	4	9.2	16.8	0.13	65
KOREA (SOUTH)	German	CD	2	5.6	11.7	0.20	62
MALAYSIA	English	CM	4	7.7	25.3	0.52	76
NETHERLANDS	French	CD	2	10.0	19.3	0.31	64
NORWAY	Scandinavian	CD	4	10.0	20.3	0.31	74
PAKISTAN	English	CM	5	3.7	7.5	0.41	NA
PHILIPPINES	French	CD	3	3.5	3.7	0.51	65
PORTUGAL	French	CD	3	7.2	11.8	0.59	36
SINGAPORE	English	CM	4	8.9	28.8	0.53	78
SOUTH AFRICA	English	CM	5	6.4	16.3	0.52	70
SPAIN	French	CD	4	7.1	7.2	0.50	64
SWEDEN	Scandinavian	CD	3	10.0	16.7	0.28	83
SWITZERLAND	German	CD	2	10.0	24.8	0.48	68
TAIWAN	German	CD	3	7.4	13.5	0.14	65
THAILAND	English	CM	2	4.9	14.3	0.48	64
UK	English	CM	5	9.2	25.0	0.15	78
UNITED STATES	English	CM	5	9.5	23.3	0.32	71

Sumber: Leuz, C., Dhananjay N., dan Peter D. Wysocki, 2001, *Investor Protection and Earnings Management: An International Comparison, Working Paper.*