

**PENGARUH SET KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP  
MANAJEMEN LABA YANG DIMODERASI OLEH PEMEGANG  
SAHAM PENGENDALI  
(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI)**



**Thomas Rinto Mardadi  
I Putu Sugiarta Sanjaya**

**AKUNTANSI  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ATMA JAYA YOGYAKARTA  
JALAN BABARSARI 43-44, YOGYAKARTA**













ekspropriasi inilah yang menjadi masalah pokok pada perusahaan publik dengan kepemilikan terkonsentrasi.

Berdasarkan argumen *negative entrenchment effect*, pemegang saham pengendali dapat memoderasi pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba. Hal ini terjadi apabila pemegang saham pengendali memiliki dominasi hak kontrol melebihi hak aliran kas yang memunculkan risiko ekspropriasi (Siregar, 2006).

Pemegang saham pengendali yang memiliki konsentrasi hak kontrol yang dominan akan melakukan ekspropriasi dengan cara mempengaruhi kebijakan manajemen untuk mengalokasikan sumber daya melalui investasi dengan nilai bersih sekarang negatif (NPV *negative*) pada perusahaan yang juga dimiliki pemegang saham pengendali (Chen *et al.*, 2010). Tindakan ekspropriasi yang dilakukan pemegang saham pengendali akan berpengaruh negatif pada nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham (Siregar, 2008b). Agar pengaruh negatif ini dapat diminimalkan bahkan dihilangkan, maka pemegang saham pengendali mempengaruhi manajer untuk melakukan manajemen laba sebagai kamufase atas tindakan ekspropriasi yang dilakukan (Sanjaya, 2010).

Argumentasi tersebut menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali yang mempunyai hak kontrol melebihi hak aliran kas pada perusahaan bertumbuh cenderung terlibat dalam praktik manajemen laba (Chen *et al.*, 2010).

Berdasarkan uraian di atas dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

**ha: pemegang saham pengendali memoderasi pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba.**

### III. METODE PENELITIAN

#### 1. Sampel dan Data Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang ada di Indonesia. Sampel yang akan digunakan adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *purposive sampling method*. Adapun kriteria yang ditentukan dalam proses pengambilan sampel adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan masuk kategori industri manufaktur dan terdaftar di BEI sejak tahun 2001.
2. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan tahunan periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2007.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang meliputi laporan keuangan tahun 2001-2007 serta data dan informasi mengenai struktur kepemilikan perusahaan publik yang dianalisis melalui kepemilikan ultimat. Data tersebut diperoleh dari Pusat Data Bisnis Indonesia melalui penelitian Sanjaya (2010). Lalu diperlukan juga data pasar yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) periode 2001-2007.



## 2. Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

### 2.1 Variabel Independen

Variabel independen dalam hipotesis penelitian ini adalah set kesempatan investasi. Dalam penelitian ini digunakan proksi gabungan dari lima proksi tunggal sesuai penelitian Wardani dan Siregar (2009) yaitu:

**Tabel 3.1**  
**Variabel Proksi Set Kesempatan Investasi**

Variabel Proksi SKI	Rumusan Matematis
<i>Market to Book Value of Asset</i> (MBVA)	$[(\text{total aset} - \text{total ekuitas}) + (\text{jumlah lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})] / \text{total aset}$
<i>Market to Book Value of Equity</i> (MBVE)	$(\text{jumlah lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}) / \text{total ekuitas}$
<i>Price to Earning Ratio</i> (PER)	harga penutupan saham / laba per lembar saham
<i>Capital Expenditure to Book Value of Asset</i> (CEBVA)	$(\text{nilai buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1}) / \text{total aset}$
<i>Capital Expenditure to Market Value of Asset</i> (CEMVA)	$(\text{nilai buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1}) / [(\text{total aset} - \text{total ekuitas}) + (\text{jumlah lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})]$

Sumber : Wardani dan Siregar (2009)

Pendekatan yang digunakan untuk mengekstraksi lima proksi individual menjadi satu proksi gabungan set kesempatan investasi adalah analisis faktor. Apabila faktor yang terbentuk lebih dari satu maka nilai tersebut akan dijumlahkan menjadi satu indeks faktor saja / *fact\_sum* (Wardani dan Siregar, 2009). Selanjutnya nilai *fact\_sum* dikategorikan menggunakan variabel dummi di mana 50% nilai *fact\_sum* terendah dikategorikan menjadi perusahaan tidak bertumbuh dan memperoleh nilai 0 sedangkan 50% nilai *fact\_sum* tertinggi dikategorikan menjadi perusahaan bertumbuh dan memperoleh nilai 1 (Saputro dan Lilis, 2004). Hal ini dilakukan untuk menghindari efek negatif nilai IOS dengan variabel interaksi *cash flow right leverage* (Chen *et al.*, 2010).

### 2.2 Variabel Dependen

Variabel dependen penelitian ini adalah manajemen laba. Manajemen laba adalah pilihan manajer terhadap kebijakan akuntansi yang mempengaruhi laba untuk mencapai tujuan tertentu (Scott, 2003). Manajemen laba diproksikan dengan absolut akrual diskresioner. Hal ini dilakukan untuk mengakomodasi manajemen laba yang meningkatkan / menurunkan laba (Chen *et al.*, 2010). Model yang digunakan untuk mengestimasi akrual diskresioner adalah model Kang dan Sivaramakrishnan (1995). Model ini lebih baik dari model Jones (1991) yang diduga memiliki masalah simultanitas, kesalahan dalam variabel, dan variabel-variabel abaian (Sanjaya, 2010). Persamaan untuk mendapat nilai akrual diskresioner adalah sebagai berikut:

$$AD_{i,t} = TA_{i,t} / A_{i,t-1} - [\alpha_0 + \alpha_1(\beta_1 REV_{i,t} / A_{i,t-1} + \alpha_2(\beta_2 EXP_{i,t} / A_{i,t-1}) + \alpha_3(\beta_3 GPPE_{i,t} / A_{i,t-1})]$$

$$\beta_1 = AR_{i,t-1} / REV_{i,t-1}; \beta_2 = APB_{i,t-1} / EXP_{i,t-1}; \beta_3 = DEP_{i,t-1} / GPPE_{i,t-1}$$

### 2.3 Variabel Moderasi

Variabel moderasi penelitian ini adalah pemegang saham pengendali. Pemegang saham pengendali digunakan sebagai variabel moderasi karena memiliki interaksi positif terhadap pengaruh set kesempatan investasi pada manajemen laba. Interaksi positif terjadi jika pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba lebih positif untuk nilai pemegang saham pengendali yang lebih tinggi (Jogiyanto, 2010). Interaksi positif pemegang saham pengendali pada pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba dibangun berdasarkan efek *entrenchment*. Pengukuran efek *entrenchment* pemegang saham pengendali menggunakan *cash flow right leverage*. *Cash flow right leverage* adalah selisih antara hak kontrol dengan hak aliran kas (La Porta *et al.*, 1999). Variabel CFRL diukur sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{CFRL} &= \text{Hak Kontrol} - \text{Hak Aliran Kas} \\ &= (\text{HK Langsung} + \text{HK Tidak Langsung}) - (\text{HAK Langsung} + \text{HAK Tidak Langsung}) \end{aligned}$$

### 2.4 Variabel Kontrol

Variabel kontrol bukan variabel utama yang akan diteliti dan diuji tetapi variabel lain yang mempunyai efek pengaruh (Jogiyanto, 2010). Variabel kontrol dalam penelitian ini ada tiga, yaitu:

#### 2.4.1 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah nilai yang diperoleh dengan *natural logarithm* total aset pada akhir tahun. Proksi ukuran perusahaan merupakan proksi *the political cost hypothesis* (Scott, 2003).

#### 2.4.2 Leverage

*Leverage* adalah nilai yang diperoleh dari total utang dibagi dengan total aset. *Leverage* merupakan proksi *the debt covenant hypothesis* (Scott, 2003).

#### 2.4.3 Laba Nondiskresioner

Laba nondiskresioner adalah nilai yang diperoleh dari laba nondiskresioner dibagi dengan total aset  $t_{-1}$ . Laba nondiskresioner adalah laba bersih dikurangi dengan akrual diskresioner (Yang dan Krishnan, 2005). Laba nondiskresioner merupakan proksi *the bonus plan hypothesis* (Scott, 2003).

### 2.5 Model Empiris

Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan analisis regresi linier berganda pada program SPSS. Apabila nilai signifikansi lebih kecil dari nilai alpha 5% maka hipotesis alternatif diterima. Model empiris penelitian ini adalah sebagai berikut ini :

$$ABS\_DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IOS_{i,t} + \beta_2 \text{Cash Flow Right Leverage}_{i,t} + \beta_3 IOS_{i,t} \times \text{Cash Flow Right Leverage}_{i,t} + \beta_4 \text{Laba Nondiskresioner}_{i,t} + \beta_5 \text{Size}_{i,t} + \beta_6 \text{Lev}_{i,t} + \beta_7 \text{DI}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variabel yang diuji adalah  $\beta_3 IOS_{i,t} \times \text{Cash Flow Right Leverage}_{i,t}$  diharapkan koefisien variabel adalah signifikan positif (Chen *et al.*, 2010).

#### IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

##### 1. Deskripsi Umum Sampel

Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan, maka perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini seluruhnya berasal dari industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2001-2007. Rincian tahap pengambilan sampel tampak pada Tabel 4.1.

**Tabel 4.1**  
**Sampel Awal**

No	Perusahaan	Tahun Perusahaan	Persentase
1	Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2001-2007	826	100%
2	Data tidak lengkap	40	5%
3	Sampel	786	95%

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

Setelah mengeliminasi data perusahaan yang tidak lengkap diperoleh 786 sampel data perusahaan. Sampel data perusahaan mewakili 95% dari total data perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2001-2007.

##### 2. Statistik Deskriptif

Dalam penelitian ini, analisis faktor digunakan untuk membuat proksi gabungan dari beberapa proksi individual set kesempatan investasi yang akan diuji dan dikembangkan lebih lanjut. Hasil analisis faktor terhadap lima proksi set kesempatan investasi tampak pada Tabel 4.2.

**Tabel 4.2**  
**Hasil Analisis Faktor Set Kesempatan Investasi**

A.	Communalities	MBVA	MBVE	PER	CEBVA	CEMVA
		0,583	0,509	0,116	0,937	0,932
B.	Eigenvalues	1	2	3	4	5
		1,875	1,203	0,986	0,810	0,126
C.	Korelasi	MBVA	MBVE	PER	CEBVA	CEMVA
	Faktor 1	-0,01	0,002	-0,084	0,967	0,965
	Faktor 2	0,764	0,714	0,331	0,031	-0,002

Sumber : Hasil Output SPSS

Pada Tabel 4.2 terlihat nilai *communalities* setiap proksi individual set kesempatan investasi. Nilai tersebut digunakan untuk menentukan jumlah faktor representasi atas variabel-variabel asli. Jumlah nilai *communalities* proksi individual set kesempatan investasi adalah 3,077. Untuk mencapai jumlah nilai tersebut diperlukan dua komponen faktor yang memiliki *eigenvalues* lebih dari satu, yaitu faktor satu sebesar 1,875 dan faktor dua sebesar 1,203. Hal ini sesuai dengan *the rule of thumb* bahwa jumlah faktor yang dipakai sebagai representasi adalah sebanyak faktor yang mempunyai nilai *eigenvalues* sama dengan atau lebih dari satu (Hair, *et al.*, 1998 dalam Wardani dan Siregar, 2009).

Dalam penelitian ini terdapat dua faktor yang cukup menjelaskan hubungan timbal balik antara proksi set kesempatan investasi. Faktor satu adalah indeks

umum set kesempatan investasi berbasis harga, yaitu MBVA dan MBVE yang masing-masing memiliki skor faktor 0,764 dan 0,714. Sedangkan, faktor dua indeks umum set kesempatan investasi, yaitu CEBVA dan CEMVA yang memiliki skor faktor 0,967 dan 0,965. Berdasarkan penelitian Wardani dan Siregar (2009) yang menggunakan proksi gabungan, penentuan nilai proksi gabungan dari variabel set kesempatan investasi didasarkan pada penjumlahan kedua faktor, yaitu faktor 1 (*fact\_1*) dan faktor 2 (*fact\_2*) menjadi *fact\_sum*.

**Tabel 4.3**  
**Statistik Deskriptif Variabel-Variabel Model Penelitian**

	N	Minimum	Maximum	Mean		Std. Deviation
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic
ABS_DA	774	,00	,20	,0616	,0016	,04586
CFRL	774	,00	,43	,0380	,0028	,07911
LEV	774	,02	2,95	,5673	,0115	,32105
LND	774	-,35	,75	,0879	,0052	,14552
SZ	774	24,22	31,78	27,3057	,0536	1,49229
IOS	774	,00	1,00	,4935	,0180	,50028
IOSCFRL	774	,00	,41	,0182	,0021	,05710
D1	774	,00	1,00	,1292	,0121	,33564
Valid N (listwise)	774					

Sumber : Hasil Output SPSS

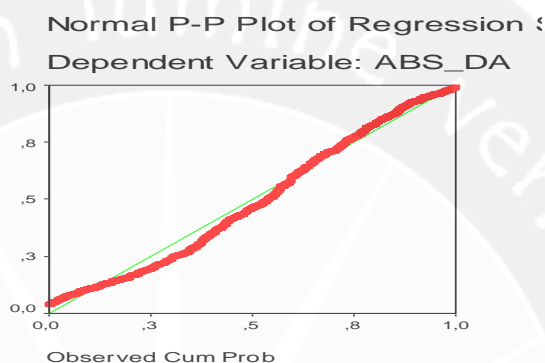
Jumlah sampel akhir setelah menyeleksi sampel-sampel *outlier* diperoleh sebanyak 774 sampel. IOS merupakan variabel dummi yang menunjukkan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Nilai minimum absolut akrual diskresioner adalah 0,00. Angka ini menunjukkan bahwa tidak semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia melakukan manajemen laba. Nilai rata-rata variabel *cash flow right leverage* adalah 3,8%. Angka ini menunjukkan bahwa terjadi peningkatan kontrol melebihi klaim keuangan pemegang saham pengendali. Nilai *cash flow right leverage* ini lebih kecil bila dibandingkan dengan penelitian Siregar (2006) sebesar 19,95%. Namun, relatif sama dengan penelitian Chen *et al.* (2010) sebesar 5%. Hal ini terjadi karena penelitian Siregar (2006) menggunakan semua perusahaan terdaftar tanpa mengkategorikan berdasarkan industri, sedangkan peneliti hanya menggunakan industri manufaktur saja.

Nilai rata-rata variabel interaksi *investment opportunity set* dan *cash flow right leverage* (IOSCFRL) yang akan digunakan untuk pengujian hipotesis adalah 0,0182. Hal ini konsisten dengan nilai *cash flow right leverage* yang relatif kecil. Variabel Lev, SZ, dan LND merupakan variabel kontrol yang mempunyai nilai rata-rata 0,5673; 27,3057; dan 0,0879. Nilai rata-rata Lev mengindikasikan perusahaan manufaktur menggunakan pendanaan berupa utang sebesar 57% dari total aset. Variabel D1 adalah variabel dummi yang berfungsi untuk mengendalikan masalah heteroskedastisitas untuk pengujian hipotesis (Sanjaya, 2010). Variabel dummi dihitung dengan mengkategorikan nilai residual model empiris yaitu nilai 1 untuk residual yang dianggap sebagai *outlier* dan nilai 0 untuk residual yang dianggap normal.

### 3. Uji Normalitas

Pengujian normalitas dilakukan dengan menggunakan pendekatan grafik berupa *normal probability plot*. Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data / titik pada sumbu diagonal pada grafik. Model regresi memenuhi asumsi normalitas apabila data / titik menyebar di sekitar garis diagonal. Hasil pengujian normalitas menunjukkan bahwa residual ( $e_i$ ) berdistribusi normal tampak pada Gambar 4.1.

**Gambar 4.1**  
**Hasil Pengujian Normalitas Model Penelitian**



Sumber : Hasil Output SPSS

### 4. Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan sebelum melakukan regresi model penelitian yang meliputi heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinearitas. Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan *White test*. Hasil pengujian *White test* menghasilkan nilai p dari *Obs\*R-squared* sebesar 0,050504 lebih besar dari alpha 5% maka tidak signifikan secara statistis. Hal ini membuktikan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas. Pengujian autokorelasi dilakukan dengan Uji Breusch-Godfrey. Hasil pengujian Uji Breusch-Godfrey menghasilkan nilai p dari *Obs\*R-squared* sebesar 0,461705 lebih besar dari alpha 5% maka tidak signifikan secara statistis. Hasil pengujian autokorelasi tersebut menunjukkan bahwa residual suatu observasi tidak saling berhubungan dengan residual observasi lainnya. Sehingga tidak terjadi autokorelasi. Pengujian multikolinearitas dilakukan untuk melihat korelasi antar variabel independen pada model regresi. Deteksi multikolinearitas dapat dilakukan dengan menggunakan ukuran *Variance Inflation Factor* (VIF). Hasil pengujian multikolinearitas terhadap model empiris mengindikasikan tidak terjadi masalah multikolinearitas. Hal ini terbukti dari nilai VIF untuk variabel CFRL, Lev, LND, SZ, IOS, IOSCFRL, dan D1 adalah masing-masing 1,884; 1,154; 1,161; 1,071; 1,285; 2,102; dan 1,020 di mana semua variabel mempunyai nilai VIF kurang dari 10.

### 5. Hasil Pengujian Hipotesis

#### **Pemegang Saham Pengendali Memoderasi Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap Manajemen Laba**

Tahap pertama pengujian hipotesis adalah mengabsolutkan nilai akrual diskresioner sebagai variabel dependen model regresi (ABS\_DA). Tahap kedua pengujian hipotesis adalah menginteraksikan variabel *investment opportunity set* dan *cash flow right leverage* dengan operasi perkalian. Hasil interaksi menghasilkan IOSCFRL sebagai variabel independen model regresi.

Hasil pengujian model regresi dengan analisis regresi linier berganda tentang moderasi pemegang saham pengendali terhadap pengaruh set kesempatan investasi pada manajemen laba tampak dalam Tabel 4.4.

**Tabel 4.4**  
**Hasil Regresi Model Penelitian**

Dependent Variable: ABS_DA				
Method: Least Squares				
Date: 11/15/13 Time: 07:39				
Sample: 1 774				
Included observations: 774				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.48846209	0.4276439	1.142217	0.0000
CFRL	0.5406435	0.1997624	2.706433	0.0070
LEV	-0.006011	0.003405	-1.765461	0.0779
LND	-0.008224	0.008590	-0.957386	0.3387
SZ	-0.001704	0.001405	-1.212947	0.2255
IOS	0.5283371	0.2502945	2.110862	0.0351
IOSCFRL	-4.008349	2.971076	-1.349124	0.1777
D1	1.07E+08	0.3370223	3.174272	0.0000
R-squared	0.570997	Mean dependent var	5.8550086	
Adjusted R-squared	0.567077	S.D. dependent var	4.7495038	
S.E. of regression	3.1250255	Akaike info criterion	3.736324	
Sum squared resid	7.48E+17	Schwarz criterion	3.741131	
Log likelihood	-14451.57	F-statistic	1.456481	
Durbin-Watson stat	1.992122	Prob(F-statistic)	0.000000	

Sumber : Hasil Output Eviews

## 6. Pembahasan

Hasil pengujian model regresi tersebut menunjukkan pengaruh interaksi *investment opportunity set* dan *cash flow right leverage* terhadap *absolut discretionary accrual* menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,1777 yang menunjukkan koefisien IOSCFRL tidak signifikan secara statistis. Hal ini membuktikan bahwa hipotesis penelitian tidak terdukung. Hasil ini sesuai dengan penelitian Chen *et al.* (2010).

Koefisien CFRL secara statistis signifikan pada alpha 1% yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0,0070. Hasil ini merupakan temuan yang menarik di mana CFRL berpengaruh positif signifikan terhadap ABSDA. Dugaan yang bisa diajukan atas hasil ini yaitu pemegang saham pengendali di perusahaan yang tidak bertumbuh melakukan tindakan ekspropriasi. Sehingga untuk mengkamufase tindakan tersebut pemegang saham pengendali mempengaruhi manajer untuk melakukan manajemen laba (Sanjaya, 2010).

Koefisien IOS secara statistis signifikan pada alpha 5% yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0,0351. Hasil ini sesuai dengan penelitian Chen *et al.* (2010) di mana IOS berpengaruh positif terhadap ABSDA. Chen *et al.* (2010) menyatakan bahwa perusahaan bertumbuh mempunyai proporsi nilai perusahaan

yang banyak diwakili oleh kesempatan investasi. Hal ini mengurangi pengawasan tindakan manajer karena kesempatan investasi sulit untuk diawasi oleh pihak-pihak di luar perusahaan (Fitrijanti dan Hartono, 2002). Sehingga menyebabkan manajer melakukan manajemen laba dengan motivasi tertentu (Scott, 2003). Misalnya *income smoothing* untuk mengkomunikasikan kekuatan perusahaan menghasilkan laba yang konsisten di masa mendatang.

Hasil pengujian model empiris juga menunjukkan pengaruh variabel kontrol SZ, LND, dan Lev. Koefisien variabel SZ tidak signifikan secara statistis yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0,2255. Hasil ini bertolak belakang dengan argumen *the political cost hypothesis*. Koefisien variabel LND tidak signifikan secara statistis yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0,3387. Hasil ini bertolak belakang dengan argumen *the bonus plan hypothesis*. Koefisien variabel Lev signifikan secara statistis pada alpha 10% yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0,0779 tetapi dengan arah negatif. Hasil ini bertolak belakang dengan argumen *the debt covenant hypothesis*. Hasil variabel Lev yang berpengaruh negatif terhadap manajemen laba mengindikasikan perusahaan dengan struktur permodalan kredit yang tinggi akan mendapatkan pengawasan lebih tinggi dari kreditur. Hal ini membuat fleksibilitas manajer berkurang yang mengakibatkan manajer tidak melakukan manajemen laba.

Hasil pengujian hipotesis penelitian ini tidak memberikan dukungan empiris terhadap dugaan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam mempengaruhi manajer untuk melakukan manajemen laba di perusahaan-perusahaan bertumbuh yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini ditunjukkan oleh koefisien interaksi *investment opportunity set* dan *cash flow right leverage* yang tidak signifikan secara statistis terhadap *absolut discretionary accrual*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Chen *et al.* (2010) yang menyatakan bahwa efek *entrenchment* pemegang saham pengendali tidak terjadi sampai pada tingkat deviasi hak aliran kas yang tinggi.

Deviasi hak aliran kas yang relatif kecil dalam penelitian ini diperoleh dari rata-rata *cash flow right leverage* yang hanya sebesar 3,8% tidak berbeda jauh dengan yang ditemukan oleh Chen *et al.* (2010) sebesar 5%. Sebagai perbandingan Siregar (2006) melakukan penelitian tentang determinan risiko ekspropriasi dan menemukan rata-rata *cash flow right leverage* sebesar 19,95%. Perbedaan utama penelitian ini dengan penelitian Siregar (2006) yang menghasilkan perbedaan *cash flow right leverage* yang tinggi adalah pemilihan sampel penelitian. Penelitian ini hanya menggunakan data kepemilikan ultimat perusahaan dari industri manufaktur di BEI dari tahun 2001-2007, sedangkan penelitian Siregar (2006) menggunakan semua perusahaan terdaftar di BEI tanpa klasifikasi industri tertentu dari tahun 2001-2003. Hal ini menunjukkan rangkaian kepemilikan perusahaan publik di BEI terjadi secara lintas industri.

Hasil pengujian hipotesis yang tidak terdukung secara empiris menggambarkan bahwa pada perusahaan bertumbuh tidak terjadi ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali. Artinya, pemegang saham pengendali mempengaruhi manajer untuk mengalokasikan sumber daya perusahaan pada proyek-proyek dengan nilai sekarang bersih positif (NPV *positive*) untuk memaksimalkan *return* investasi di masa mendatang. Hal ini merupakan keadaan yang *align* dengan kepentingan pemegang saham nonpengendali. Oleh karena tidak terjadi ekspropriasi maka tidak ada insentif pemegang saham pengendali mempengaruhi manajer untuk melakukan manajemen laba (Sanjaya, 2010).

## V. PENUTUP

### 1. Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan efek moderasi pemegang saham pengendali terhadap pengaruh set kesempatan investasi pada manajemen laba. Hal ini didasari argumen *negative entrenchment effect* yang menyatakan bahwa pemegang saham pengendali tertarik melakukan tindakan ekspropriasi untuk memperoleh manfaat privat pada perusahaan bertumbuh sehingga meningkatkan manajemen laba yang dilakukan oleh manajer sebagai kamufase tindakan ekspropriasi. Namun, hasil penelitian tidak memberikan dukungan empiris atas dugaan tindakan ekpropriasi yang dilakukan pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham nonpengendali. Alasan utama hipotesis penelitian tidak didukung secara empiris karena masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan nonpengendali yang rendah pada perusahaan bertumbuh, sehingga pemegang saham pengendali tidak tertarik melakukan tindakan ekspropriasi. Dugaan ini dibuktikan dengan nilai *cash flow right leverage* yang relatif kecil.

### 2. Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan penelitian ini terletak pada pengambilan sampel yang hanya mempertimbangkan industri manufaktur, sedangkan rantai kepemilikan terjadi lintas industri. Oleh karena itu *cash flow right leverage* mempunyai nilai yang relatif kecil. Hal ini menggambarkan penelitian ini tidak cukup kuat untuk membuktikan konflik keagenan pemegang saham pengendali dan nonpengendali.

### 3. Saran

Penelitian di pasar modal Indonesia yang secara khusus membahas mengenai konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dan nonpengendali masih relatif sedikit. Penelitian ini merupakan salah satu penelitian tentang konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dan nonpengendali yang diharapkan dapat memberikan ide untuk penelitian di masa yang akan datang. Berkaitan dengan hasil yang didokumentasikan dalam penelitian ini, terdapat beberapa peluang penelitian lanjutan, antara lain:

- a. Penelitian yang akan datang dapat memperluas sampel penelitian dengan menggunakan data dari perusahaan secara lintas industri untuk menangkap konflik keagenan yang tinggi antara pemegang saham pengendali dan nonpengendali dan menguji konsistensi hasil temuan dalam penelitian ini.
- b. Penelitian yang akan datang dapat menggunakan manfaat privat secara langsung berdasarkan aktivitas ekspropriasi yang terjadi apabila sudah ada dokumentasi tentang transaksi dan kejadian terkait dengan ekspropriasi. Hal ini dilakukan agar pengujian tentang fenomena konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dan nonpengendali diharapkan akan lebih kuat.



## DAFTAR PUSTAKA

- AlNajjar, Fouad; Riahi-Belkaoui, Ahmed. 2001. Growth Opportunities and Earnings Management. *Managerial Finance*. 27(12): 72.
- Chen, L dan X, Zhao. 2005. On the Relation Between the Market-to-Book Ratio, Growth Opportunity, and Leverage Ratio. *Department of Finance*. Michigan State University
- Chen Ken Y, Randal J. Elder, dan Shengming Hung. 2010. The Investment Opportunity Set and Earnings Management : Evidence from The Role of Controlling Shareholders. *Corporate Governance: An International Review*, 18(3): 193-211.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. *Journal of Finance*, 57: 2741–2771.
- Claessens, Stijin; Djankov, Simeon; Fan; Joseph; Lang, Larry. 2000a. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58: 81-112.
- Claessens, Stijin; Djankov, Simeon; Fan; Joseph; Lang, Larry. 2000b. Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. *Policy Research Working Paper 2088*, The World Bank.
- Faccio, Mara dan Lang, Larry H.P (2002). The Ultimate Ownership of Western European Corporations. “*Journal of Financial Economics*. Vol. 65: 365-395.
- Fanani, Zainal. 2006. Manajemen Laba : Bukti Dari Set Kesempatan Investasi, Utang, Kos Politis, dan Konsentrasi Pasar pada Pasar yang sedang Berkembang. Simposium Nasional Akuntansi 9. Padang.
- Fan, J. P. H. dan T.J. Wong. 2002. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33:133-152.
- Fitrijanti, Tettet dan Hartono, Jogiyanto M. (2002). Set Kesempatan Investasi: Konstruksi Proksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5, No 1: 35-63.

- Gilson, Ronald J. Dan Gordon, Jeffrey N. 2003. Controlling Controlling Shareholders. *Columbia Law School Working Paper*, No. 228.
- Gujarati, D. N. *Basic Econometrics*. Third Edition, Singapore: McGraw-Hill International Edition.
- Hartono, Jogiyanto (1999). An Agency Cost Explanation for Dividend Payments. *Working Paper*. Universitas Gadjah Mada.
- Hartono, Jogiyanto. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi edisi 9*. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Hartono, Jogiyanto. 2010. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Jensen, Michael C dan Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, No 4: 305-360.
- Kang, S. Dan K. Sivaramakrishnan. 1995. Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variabel Approach. *Journal of Accounting Research*, 33 (2): 353-367.
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes. Florencio; Shleifer, Andrei. 1999. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54(2): 471-517.
- Myers, S.C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5,2, pp. 147-175.
- Pagalung, Gagaring. 2003. Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS). *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 6, No. 3: 249-263.
- Purwanto, Didik. 2012. *Indonesia Diganjar Investment Grade dari R&I*. ( diakses dari <http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2012/10/19/08312362/Indonesia.Diganjar.Investment.Grade.dari.RI> pada tanggal 1 November 2012).
- R. Scott, William.2003. *Financial Accounting Theory Sixth Edition*. Toronto, Ontario: Pearson Canada Inc.
- Sanjaya. 2010. Entrenchment and Alignment Effect on Earnings Management. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 13(2): 247-264.

- Saputro Julianto Agung dan Lilis Setiawati. 2004. Kesempatan Bertumbuh dan Manajemen Laba: Uji Hipotesis *Political Cost*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. 7(2): 251-263.
- Siregar, Baldric. 2006. Determinan Risiko Ekspropriasi. *Jurnal Akuntansi Manajemen*, 18 (3): 269-282.
- Siregar, Baldric. 2008a. Pengaruh Pemisahan Hak Aliran Kas dan Hak Kontrol Terhadap Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 11(2): 158-185.
- Siregar, Baldric. 2008b. Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas dalam Struktur Kepemilikan Ultimat. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 11(3): 237-263.
- Sulistiawan Dedhy, Yeni Januarsi, dan Liza Alvia. 2011. *Creative Accounting*. Jakarta: Salemba Empat.
- Taufik. 2010. *Investor Asing Menyerbu Indonesia*. Majalah The Marketers edisi Desember 2010.
- Yang, J. S. Dan J. Krishnan. 2005. Audit Committees and Quarterly Earnings Management. *International Journal of Auditing*, (9): 201-209
- Wardani, Asih Kirana; Lilin Y, Anastasia; Gumilar, Teddy; dan Triatmodjo, Yuwono. 2012. *Bakrie, Samin Tan, dan Rothschild*. (diakses dari <http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2012/10/03/13523048/Bakrie.Samin.Tan.dan.Rothschild> pada tanggal 3 Maret 2013).
- Wardani, Rima Aguatania Kusuma dan Siregar, Baldric. 2009. Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen sebagai Variabel Moderator. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, 20(3): 157-174.
- Watts, Ross L. dan Jerold L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliefs, New Jersey: Prentice-Hall., Inc.
- Widarjono, Agus. 2010. *Analisis Statistika Multivariat Terapan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Wiwattanakantang, Yupana. 2000. The Equity Ownership Structure of Thai Firms. Working Papaer of Hitotsubashi University.