

**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**

**PENGARUH SET KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP  
MANAJEMEN LABA YANG DIMODERASI OLEH PEMEGANG  
SAHAM PENGENDALI**

**(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI)**

**Disusun oleh:**

**Thomas Rinto Mardadi**

**NPM: 09 04 17909**

**Pembimbing**

**Dr. I Putu Sugiarta Sanjaya, S.E., M.Si., Akt**

**Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji moderasi pemegang saham pengendali terhadap pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba. Pemegang saham pengendali diduga mempunyai efek moderasi karena struktur kepemilikan perusahaan publik di Indonesia adalah terkonsentrasi. Kepemilikan terkonsentrasi menjadi masalah utama karena terdapat risiko ekspropriasi yang dilakukan pemegang saham pengendali.

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2001-2007. Berdasarkan kriteria yang ditetapkan terdapat 786 pengamatan perusahaan-tahun yang digunakan dalam penelitian ini.

Hasil pengujian penelitian ini tidak memberikan dukungan empiris atas efek moderasi pemegang saham pengendali terhadap pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba. Hal ini terjadi karena penelitian ini belum cukup kuat membuktikan masalah keagenan tipe kedua antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali. Bukti masalah keagenan kedua yang belum kuat tercermin dari nilai *cash flow right leverage* relatif kecil.

**Kata Kunci** : *investment opportunity set, earnings management, agency problem type II, entrenchment, dan, cash flow right leverage*

## I. PENDAHULUAN

### 1. Latar Belakang Masalah

Pada tahun 2010 Japan Credit Rating Agency Ltd. merevisi naik peringkat kredit dan investasi Indonesia dari BB+ menjadi BBB-. Selanjutnya pada tahun 2011 Fitch Ratings juga merevisi naik peringkat kredit dan investasi Indonesia dari BB+ menjadi BBB-. Lalu pada tahun 2012 Moody's dan Rating and Investment Information Inc (R&I) merevisi naik peringkat kredit dan investasi Indonesia masing-masing dari Ba1 menjadi Baa3 dan BB+ menjadi BBB-.

Pemberian peringkat kredit dan investasi ini menjadikan Indonesia masuk ke tingkat perekonomian baru yang disebut *investment grade status* menurut laporan stabilitas keuangan global dari International Monetary Fund (IMF). Pemberian *investment grade status* tersebut berdasarkan *sovereign rating* (pemeringkatan kredit dan investasi) Indonesia selama 10 tahun terakhir mulai tahun 2000 mengalami *trend* yang membaik (Taufik, 2010). Indikator lain yang menguatkan masuknya Indonesia pada tingkat *investment grade status* adalah peningkatan pendapatan per kapita. Menurut data World Bank pendapatan per kapita Indonesia meningkat dari 789,81 USD pada tahun 2000 menjadi 3.556,79 USD pada tahun 2012. Peningkatan pendapatan per kapita ini menurut Japan Credit Rating Agency Ltd. mengindikasikan solidnya permintaan domestik terhadap barang-barang yang diproduksi perusahaan manufaktur di Indonesia.

Peringkat *investment grade status* juga merupakan sentimen yang positif bagi investor global untuk berinvestasi di Indonesia baik melalui aliran dana portofolio di bursa efek maupun *foreign direct investment* (pemberian pinjaman atau pembelian kepemilikan perusahaan). Keadaan tersebut membuat perusahaan manufaktur Indonesia mempunyai kesempatan berekspansi untuk memenuhi permintaan domestik dan memudahkan memperoleh akses pendanaan karena kepercayaan investor global. Menurut Watts dan Zimmerman (1986) dalam Scott (2003) kombinasi keadaan tersebut menentukan set kesempatan investasi perusahaan. Set kesempatan investasi perusahaan juga bisa digunakan untuk menilai apakah suatu perusahaan bertumbuh atau tidak (Saputro dan Lilis, 2004).

Menurut AlNajjar dan Belkaoui (2001) perusahaan bertumbuh mempunyai kecenderungan untuk melakukan manajemen laba. Perusahaan yang bertumbuh akan meningkatkan biaya politik perusahaan seperti regulasi oleh pemerintah. Maka, dalam rangka mengurangi biaya politik, manajer melakukan manajemen laba agar laba menjadi minimal. Hal ini sesuai dengan teori *the political cost hypothesis (size hypothesis)*.

Menurut Fanani (2006) perusahaan bertumbuh cenderung menggunakan pendanaan eksternal berupa utang karena ketidakcukupan pendanaan internal (laba ditahan) untuk berekspansi. Hal ini dibuktikan oleh penelitian Chen (2005) yang menemukan bahwa perusahaan dengan set kesempatan investasi tinggi mempunyai utang yang tinggi. Tingkat utang yang tinggi membuat manajer melakukan manajemen laba dengan memilih kebijakan akuntansi yang meningkatkan laba untuk mendapatkan kepercayaan kreditur. Hal ini sesuai dengan *the debt to equity hypothesis (debt covenant hypothesis)*.

Berdasarkan argumentasi di atas, manajer perusahaan bertumbuh dengan set kesempatan investasi tinggi cenderung terlibat dalam praktik manajemen laba. Sehingga dapat dikatakan bahwa set kesempatan investasi berpengaruh positif

terhadap manajemen laba atau semakin tinggi set kesempatan investasi maka manajemen laba juga semakin tinggi.

Namun, pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba dapat dimoderasi oleh adanya pemegang saham pengendali (Chen *et al.*, 2010). Pemegang saham pengendali adalah individu, keluarga, atau institusi yang memiliki kontrol terhadap sebuah perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung pada tingkat pisah batas hak kontrol tertentu (Claessens *et al.*, 2000b). Pemegang saham pengendali muncul karena adanya konsentrasi kepemilikan yang diidentifikasi menggunakan konsep kepemilikan ultimat (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000a; Faccio dan Lang, 2002). La Porta *et al.* (1999) merupakan peneliti pertama yang mengkaji struktur kepemilikan dengan konsep kepemilikan ultimat. Penelitian tersebut mengkaji struktur kepemilikan di 27 negara yang ekonominya pesat di benua Asia, Eropa, Amerika, dan Australia. Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa 76% perusahaan publik memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Lebih lanjut Claessens *et al.* (2000a) menelusuri kepemilikan perusahaan publik di 9 negara Asia, termasuk 178 perusahaan publik Indonesia. Mereka menunjukkan konsentrasi kepemilikan perusahaan publik Asia jauh lebih tinggi, yaitu 93%. Serta Faccio dan Lang (2002) mengkaji struktur kepemilikan 13 negara Eropa. Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa 63% perusahaan publik memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Ketiga penelitian tentang struktur kepemilikan tersebut berhasil membuktikan bahwa fenomena konsentrasi kepemilikan benar-benar terjadi di hampir seluruh dunia, kecuali Amerika Serikat, Inggris, Irlandia, dan Jepang (Siregar, 2006).

Konsentrasi kepemilikan dapat meningkatkan risiko ekspropriasi yaitu risiko terjadinya penggunaan dominasi kontrol oleh pemegang saham pengendali untuk memperoleh manfaat privat dalam rangka memaksimalkan kesejahteraan sendiri melalui distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000b). Determinan risiko ekspropriasi di Indonesia diteliti oleh Siregar (2006) yang menemukan bahwa struktur kepemilikan piramida, lapisan dan jalur kepemilikan, keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen, dan pemegang saham pengendali tunggal dapat meningkatkan risiko ekspropriasi.

Fenomena ekspropriasi telah terjadi di Indonesia yaitu kasus Bumi Resources Tbk. Aburizal Bakrie sebagai pemegang saham pengendali Bumi Resources Tbk menempatkan dana investasi pada Chateau, Recapital, dan Bukit Mutiara senilai USD 867 juta. Ketiga perusahaan tersebut juga dimiliki oleh Aburizal Bakrie. Keadaan ini memunculkan konflik antara Aburizal Bakrie dengan pemegang saham pengendali lain yaitu Rothschild. Konflik ini berakibat jatuhnya harga saham Bumi Resources Tbk di BEI. Hal ini mengakibatkan kerugian ditanggung oleh pemegang saham nonpengendali yang membeli saham di bursa dan tidak terlibat dalam manajemen perusahaan (Wardani *et al.*, 2012).

Penelitian mengenai risiko ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali selanjutnya dilakukan oleh Chen *et al.* (2010) yang meneliti perusahaan publik di Bursa Efek Taiwan. Penelitian tersebut menyatakan bahwa pemegang saham pengendali dapat memoderasi pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba karena efek *entrenchment*.

*Entrenchment* adalah tindakan pemegang saham pengendali yang dilindungi oleh hak kontrolnya untuk melakukan ekspropriasi (Fan dan Wong, 2002). Oleh karena itu, pemegang saham pengendali akan menginvestasikan sumber daya

perusahaan pada proyek–proyek dengan nilai bersih sekarang negatif (NPV *negative*) untuk meningkatkan manfaat privat yang diperoleh. Selanjutnya untuk menyembunyikan tindakan ekspropriasi ini pemegang saham pengendali akan mempengaruhi manajemen untuk mengatur angka laba sehingga meningkatkan praktik manajemen laba (Sanjaya, 2010).

Penelitian serupa yang menyelidiki pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba di Indonesia belum mempertimbangkan efek moderasi pemegang saham pengendali seperti penelitian Saputro dan Lilis (2003) dan Fanani (2006). Oleh karena itu tujuan penelitian ini adalah memperoleh bukti empiris bahwa pemegang saham pengendali memoderasi pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba di perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## 2. Rumusan Masalah

Permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut: apakah pemegang saham pengendali memoderasi pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba di perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

## II. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### 2.1 Teori Keagenan (Agency Theory) antara Pemegang Saham Pengendali dan Pemegang Saham Nonpengendali

Pada kepemilikan perusahaan yang tersebar terdapat konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajemen. Kepemilikan berada pada pemegang saham dan kontrol berada pada manajemen. Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi hal tersebut sebagai pemisahan kepemilikan (*ownership*) dan kontrol (*control*). Hal ini menimbulkan masalah keagenan antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Prinsipal adalah pihak yang mendelegasikan tanggung jawab kepada pihak lain (agen) untuk melakukan suatu pekerjaan jasa dan diberi wewenang untuk mengambil keputusan. Agen adalah pihak yang diberi tanggung jawab oleh pihak lain (prinsipal) untuk melakukan pekerjaan yang dapat meningkatkan kesejahteraan prinsipal. Di dalam model agensi, individu (pemegang saham dan manajemen) diasumsikan termotivasi dengan keinginannya sendiri.

Gilson dan Gordon (2003) mengidentifikasi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajemen sebagai konflik keagenan pertama. Konflik keagenan antara pemegang saham dan manajemen mengandung asumsi yang harus dipenuhi yaitu kepemilikan perusahaan publik yang tersebar. Sedangkan La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000a), serta Faccio dan Lang (2002) menemukan bahwa kepemilikan perusahaan publik di seluruh dunia adalah terkonsentrasi kecuali Amerika Serikat, Inggris, Irlandia dan Jepang (Siregar, 2006).

La Porta et al. (1999) merupakan peneliti pertama yang menginvestigasi struktur kepemilikan dengan konsep kepemilikan ultimat. Kepemilikan ultimat adalah kepemilikan langsung dan tidak langsung terhadap perusahaan publik. Berdasarkan konsep kepemilikan ini, rangkaian kepemilikan harus ditelusuri sampai dengan pemilik ultimat (pemegang saham pengendali) dapat diidentifikasi. La Porta et al. (1999) mengkaji struktur kepemilikan 691 perusahaan publik 27 negara dari benua Asia, Eropa, Amerika, dan Australia yang ekonominya dianggap pesat. Hal yang sama diikuti oleh Claessens et al. (2000a) yang mengkaji struktur kepemilikan 2.980 perusahaan publik 9 negara Asia, termasuk 178 perusahaan

publik Indonesia. Faccio dan Lang (2002) mengkaji struktur kepemilikan 5.232 perusahaan publik 13 negara Eropa.

La Porta *et al.* (1999) menemukan bahwa 76% perusahaan publik Asia, Eropa, Amerika, dan Australia dikendalikan oleh pemegang saham pengendali. Claessens *et al.* (2000a) menemukan bahwa 93% perusahaan publik 9 negara Asia, termasuk 178 perusahaan publik Indonesia dikendalikan oleh pemegang saham pengendali. Faccio dan Lang (2002) menemukan bahwa 63% perusahaan publik 13 negara Eropa dikendalikan pemegang saham pengendali.

Secara empiris terbukti bahwa kepemilikan perusahaan publik di berbagai belahan dunia adalah terkonsentrasi. Hal ini yang menjadi dasar Gilson dan Gordon (2003) untuk mengidentifikasi konflik keagenan pemegang saham pengendali dan pemegang saham nonpengendali sebagai konflik keagenan kedua. Konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham nonpengendali berupa risiko ekspropriasi. Risiko ekspropriasi adalah risiko terjadinya penggunaan dominasi kontrol oleh pemegang saham pengendali untuk memperoleh manfaat privat dalam rangka memaksimalkan kesejahteraan sendiri melalui distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000b). Manfaat privat merupakan manfaat yang diperoleh pemegang saham pengendali melalui dominasi kontrol untuk menentukan kebijakan perusahaan yang menguntungkan dirinya sendiri.

Gilson dan Gordon (2003) mengidentifikasi empat jenis manfaat privat atas kontrol melalui kebijakan perusahaan. Pertama, manfaat privat dari kebijakan operasi perusahaan seperti gaji dan tunjangan yang tinggi, bonus dan kompensasi yang besar, serta dana pensiun yang tinggi. Kedua, manfaat privat melalui kebijakan kontraktual (*tunneling*) seperti harga transfer dan penjualan aktiva lain yang lebih murah. Ketiga, manfaat privat melalui penjualan kontrol kepada pihak lain dengan harga premium. Keempat, manfaat privat melalui kebijakan *freezing out*, yaitu menjual saham perusahaan kepada pihak lain yang juga terkait dengan pemegang saham pengendali dengan harga yang lebih murah.

Siregar (2006) melakukan penelitian pada perusahaan publik di Indonesia mulai tahun 2001 sampai 2003 untuk menentukan determinan risiko ekspropriasi. Risiko ekspropriasi diukur dengan menggunakan *cash flow right leverage* atau deviasi hak aliran kas. *Cash flow right leverage* mengindikasikan peningkatan hak kontrol melebihi hak aliran kas. Hasil penelitian Siregar (2006) menemukan bahwa risiko ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham nonpengendali dipengaruhi oleh 5 (lima) faktor.

Pertama, struktur kepemilikan piramida yang digunakan pemegang saham pengendali untuk meningkatkan manfaat privat kontrol. Dengan kepemilikan piramida, seorang pemegang saham pengendali dapat mengendalikan perusahaan tanpa harus memiliki klaim keuangan yang signifikan dalam perusahaan tersebut. Dengan kepemilikan piramida, pemegang saham pengendali dapat membentuk persentase kepemilikan yang bukan dominan dalam klaim keuangan, melainkan dominan dalam hak kontrol. Kemampuan kontrol tersebut merupakan insentif untuk melakukan ekspropriasi. Tindakan ekspropriasi sepenuhnya memberikan manfaat bagi pemegang saham pengendali, namun dampak buruk ekspropriasi akan dirasakan oleh pemegang saham nonpengendali.

Kedua, banyaknya lapisan kepemilikan menyebabkan semakin tingginya risiko ekspropriasi. Semakin tinggi lapisan kepemilikan, semakin jauh dampak

ekspropriasi yang dirasakan oleh pemegang saham pengendali. Pada saat dampak negatif ekspropriasi tidak dirasakan, dominasi kontrol pemegang saham pengendali akan semakin menjadi insentif untuk melakukan ekspropriasi.

Ketiga, banyaknya jalur kepemilikan menyebabkan semakin tingginya risiko ekspropriasi. Banyaknya jalur kepemilikan menggambarkan banyaknya cara yang dilakukan pemegang saham pengendali untuk memperoleh dominasi hak kontrol pada perusahaan publik. Semakin banyak jalur kepemilikan, semakin kecil dampak ekspropriasi yang akan dirasakan oleh pemegang saham pengendali karena klaim keuangan di setiap jalur tersebut adalah kecil. Semakin kecil klaim keuangan yang dirasakan pemegang saham pengendali akan semakin menjadi insentif untuk melakukan ekspropriasi.

Keempat, keterlibatan pemegang saham pengendali pada direksi perusahaan meningkatkan risiko ekspropriasi. Namanya pemegang saham pengendali berarti sudah memiliki dominasi kontrol pada perusahaan. Dominasi kontrol tersebut masih ditingkatkan melalui keterlibatan dalam manajemen. Keterlibatan seperti ini menjadikan pemegang saham pengendali tidak hanya mampu mempengaruhi kebijakan perusahaan yang dibuat oleh manajemen, melainkan sudah menjadi bagian dari manajemen yang lebih leluasa membuat kebijakan yang menguntungkan dirinya sendiri. Sehingga, partisipasi pemegang saham pengendali dalam manajemen meningkatkan risiko ekspropriasi.

Kelima, ketiadaan pemegang saham pengendali lain dalam perusahaan meningkatkan risiko ekspropriasi. Apabila dalam perusahaan hanya ada satu pemegang saham pengendali saja, maka tidak ada pemegang saham lain yang mampu secara signifikan membatasi tindakan pemegang saham pengendali tersebut untuk tidak melakukan ekspropriasi. Karena tidak ada yang mampu mengawasi secara signifikan, maka pemegang saham pengendali semakin memiliki insentif untuk melakukan ekspropriasi.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka penelitian ini menggunakan teori keagenan kedua sebagai dasar utama dalam menjelaskan fenomena struktur kepemilikan terkonsentrasi di Indonesia.

## **2.2 Pengembangan Hipotesis**

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

Chen *et al.* (2010) menyatakan bahwa pemegang saham pengendali dapat memoderasi pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba. Hal ini dapat terjadi karena ada konsentrasi kepemilikan perusahaan di mana terdapat konsentrasi hak aliran kas dan hak kontrol pada pemegang saham pengendali (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000a; Faccio dan Lang, 2002). Pada saat konsentrasi hak kontrol terjadi, sementara hak aliran kas lebih rendah dari hak kontrol, maka risiko ekspropriasi muncul. Risiko ekspropriasi adalah risiko terjadinya penggunaan dominasi kontrol oleh pemegang saham pengendali untuk memperoleh manfaat privat dalam rangka memaksimalkan kesejahteraan sendiri melalui distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000b).

Determinan risiko ekspropriasi di Indonesia diteliti oleh Siregar (2006) yang menemukan bahwa struktur kepemilikan piramida, lapisan dan jalur kepemilikan, keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen, dan pemegang saham pengendali tunggal dapat meningkatkan risiko ekspropriasi. Risiko terjadinya

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

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 dummies 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 abai (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

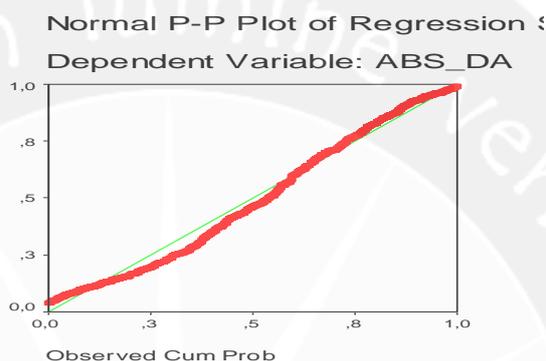
Jumlah sampel akhir setelah menyeleksi sampel-sampel *outlier* diperoleh sebanyak 774 sampel. IOS merupakan variabel dummi yang menunjukkan perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh. Nilai minimum absolut akrual diskresioner adalah 0,00. Angka ini menunjukkan bahwa tidak semua perusahaan manufaktur yang 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 multikolinieritas. 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 kreditor. 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.