

PERAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DALAM HUBUNGAN MANAJEMEN LABA DAN NILAI PERUSAHAAN

Agus Satrya Wibowo¹

¹Universitas Palangkaraya

Corresponding Author: satrya.upr@gmail.com

Abstract

This study aims to prove whether institutional ownership can reduce the impact of earnings management practices on firm value. Earnings management is proxied by accrual management, real activity manipulations based on abnormal production costs and abnormal discretionary expenses. Meanwhile, firm value is proxied by the metrics developed by Rhodes-Kropf et al (2005) which have the advantage of detecting misvaluation. The sample is manufacturing companies on the Indonesia Stock Exchange which have institutional ownership. The research period for 2010-2018 with panel data 410 samples observation. The findings show that institutional ownership can mitigate the effect of earnings management on firm value. Surprisingly, finding is that real activity manipulations based on abnormal discretionary expenses have the potential to destroy firm value. In other words, the market is penalizing the value of the company. These results contribute to the insight that the importance of the role of institutional ownership is to reduce information asymmetry in preventing the destruction of firm value. Furthermore, this finding is a supplement for investors, regulators and researchers in estimating the value relevance and improving the quality of accounting numbers in the context of firm value.

Keywords : *Information Asymmetry, Value Relevance, Accounting Numbers, Earnings Management, Firm Value*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menyajikan bukti apakah kepemilikan institusional mampu menurunkan dampak praktik manajemen laba terhadap nilai perusahaan. Manajemen laba diproksi dengan *accrual management, real activity manipulations* berbasis *abnormal production cost* dan *abnormal discretionary expenses*. Sementara itu, metrik yang dikembangkan Rhodes-Kropf et al (2005) sebagai proksi dari nilai perusahaan dan memiliki keunggulan mendeteksi terjadinya mis-valuasi. Sampel penelitian ini adalah perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia yang terdapat kepemilikan institusional. Periode pengamatan selama tahun 2010-2018 dengan data panel 410 observasi sampel. Temuan menunjukkan bahwa adanya kepemilikan institusional dapat memitigasi dampak manajemen laba pada nilai perusahaan. Namun temuan mengejutkan bahwa *real activity manipulations* berbasis *abnormal discretionary expenses* berpotensi untuk menghancurkan nilai perusahaan. Dengan kata lain, *market* menghukum nilai perusahaan. Hasil ini berkontribusi pada wawasan bahwa pentingnya peran

Article History

Received : 2020-05-22
Revised : 2020-05-29
Accepted : 2020-06-07



This is an open access article under the CC-BY-SA License

kepemilikan institusional untuk menurunkan asimetri informasi dalam mencegah hancurnya nilai perusahaan. Lebih lanjut, temuan ini sebagai salah satu suplemen bagi investor, regulator maupun peneliti dalam mengestimasi relevansi nilai suatu perusahaan dan meningkatkan kualitas angka akuntansi dalam konteks nilai perusahaan.

Kata kunci: *Asimetri Informasi, Relevansi Nilai, Angka Akuntansi, Manajemen Laba, Nilai Perusahaan*

1. Pendahuluan

Manajer, auditor, investor, sekuritas, auditor, bank, dan para analis berperan dalam memicu misinformasi yang mengakibatkan asimetri informasi (Jensen, 2005). Hal tersebut berimplikasi pada terciptanya ilusi *overvalue* pada nilai perusahaan (Wibowo & Fuad, 2017). Saat pasar telah mengetahui bahwa pertumbuhan perusahaan hanyalah ilusi, maka mendorong jatuhnya nilai perusahaan (*firm value*) karena hilangnya kepercayaan investor (Badertscher, 2011; Jensen, 2005; Marciukaityte & Varma, 2008). Perubahan FV diindikasikan dari nilai ekuitas yang *overvalue* yaitu kondisi saat harga saham melebihi *underlying value* (Badertscher, 2011; Jensen, 2005).

Studi sebelumnya membuktikan bahwa tingkat

kepemilikan institusional (*institutional ownership*) yang lebih tinggi berhubungan dengan rendahnya tingkat asimetri informasi (Boone & White, 2015). Dengan demikian, hadirnya *institutional ownership* (IO) mampu menekan asimetri informasi antara manajer dan shareholders sehingga *firm value* (FV) memiliki *value relevance* yang tinggi.

Fokus asimetri informasi di penelitian ini dalam konteks nilai perusahaan (FV). Asimetri informasi muncul ketika terdapat perbedaan memiliki informasi diantara para investor (Barakat, Chernobai, & Wahrenburg, 2014). Lebih lanjut, investor yang memiliki informasi adalah pemegang saham yang besar, analis keuangan, pemberi kredit, dan manajer (Glosten & Milgrom, 1985). Pemegang saham yang besar seperti

IO (Woidtke, 2002) memiliki informasi spesifik tentang nilai perusahaan (FV) dibandingkan investor jenis lainnya yang hanya memiliki informasi umum yang dirilis ke publik (Barakat et al., 2014). Berikutnya, IO berpartisipasi aktif dan terlibat dalam monitoring atas rencana dan kinerja perusahaan (Duggal & Millar, 1999). Jadi, dengan kepemilikan saham yang besar, informasi yang dimiliki IO yang lebih baik dibandingkan investor lainnya dan keterlibatan mengawasi proses bisnis suatu perusahaan.

Studi terdahulu menyajikan bukti empiris bahwa IO berhubungan dengan FV. Hadirnya investor saham yang besar berpengaruh terhadap FV ketika IO dominan mengawasi perusahaan (Ruiz-Mallorquí & Santana-Martín, 2011). Berikutnya, Elyasiani & Jia (2010) dan Lin & Fu (2017) menemukan hubungan positif antara IO dan FV yang ditandai dengan meningkatnya kinerja perusahaan. Bertentangan dengan temuan tersebut, bukti empiris dari

Pakistan menunjukkan bahwa IO tidak berhubungan dengan FV yang direfleksikan dengan *financial distress*. Jadi, hasil tersebut menandakan bahwa belum ada hasil yang seragam pada hubungan IO dan FV.

Pada sisi lain, IO memiliki kemampuan dalam menentukan FV. Hal ini terjadi karena IO mempunyai keunggulan informasi dan canggih daripada investor lainnya. Dengan demikian, kebebasan manajer dalam mendorong FV melalui manajemen laba menjadi terbatas (Roychowdhury, 2006; Wibowo & Fuad, 2017; Zang, 2012).

Lebih lanjut, perusahaan yang memiliki kualitas laba yang rendah merupakan refleksi dari tingginya manajemen laba (*earnings management*). Sedangkan faktor utama dalam menentukan FV adalah kualitas laba maupun pertumbuhan laba. *Earnings management* (EM) memiliki implikasi pada akrual yang mengakibatkan kualitas akrual rendah (Doyle, Ge, & Vay, 2007). Kondisi lemahnya kualitas akrual ini

merupakan indikasi dari buruknya kualitas laba namun tingkat laba semakin meningkat. Ketika EM mampu mendongkrak laba dan ekspektasi pertumbuhannya, maka FV semakin relatif tinggi (Dechow, Hutton, & Sloan, 2000). Bukti tersebut searah dengan temuan Chaney & Lewis (1995) yang menyatakan bahwa EM berperan dalam mendorong FV (diproksikan dengan *present value* dari *expected cash flow*) ketika terdapat asimetri informasi antara manajer dan investor.

Hasil selanjutnya ditunjukkan Gaio & Raposo (2011) yang menyajikan bukti empiris berdasarkan sampel 7.000 perusahaan dari 38 negara. Temuan mereka menunjukkan bahwa kualitas laba yang diproksikan dengan kualitas akrual memiliki hubungan positif pada FV yang diukur dengan *TobinsQ*. Sejalan dengan temuan tersebut, Barton & Waymire (2004) menemukan keterkaitan antara kualitas laba dan FV (diproksikan dengan *price to book ratio*). Terakhir, Wibowo & Fuad (2017) menyajikan

bukti empiris bahwa meningkatnya FV didorong peningkatan EM. FV pada penelitian tersebut menggunakan metrik Rhodes-Kropf, Robinson, & Viswanathan (2005). Sebagaimana dibuktikan bahwa metrik FV ini handal yaitu dapat menjelaskan 80% sampai dengan 94% variasi FV(Rhodes-Kropf et al., 2005).

Namun demikian, penelitian terdahulu belum mempertimbangkan peran IO di dalam hubungan EM dan FV. Penelitian sekarang ini bertujuan memperdalam temuan Wibowo & Fuad (2017) yang menyarankan pentingnya peran IO di dalam menentukan hubungan antara EM dan FV. Secara khusus, penelitian ini menguji hubungan *accrual management (AM)*, *real activity manipulations based on abnormal production costs (RMP)*, dan *real activity manipulations based on abnormal discretionary expenses (RMD)* sebagai proksi dari EM terhadap FV dalam konteks adanya IO di dalam kepemilikan perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa IO mampu memitigasi pengaruh AM dan RMP sehingga tidak mampu mendorong perubahan FV. Namun demikian, praktik RMD berakibat buruk pada menurunnya nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa *market* mengetahuinya dan menurunkan kepercayaan investor yang berakibat pada jatuhnya FV. Bukti tersebut sebagai isyarat bahwa adanya IO dapat mengurangi tingkat asimetri informasi di Bursa Efek Indonesia.

2. Tinjauan Pustaka

2.1 Asimetri Informasi

Pengambilan keputusan tentunya didasarkan atas informasi yang tersedia, baik untuk umum/publik maupun untuk tertentu saja. Sebagaimana Stiglitz (2002) menjelaskan bahwa ketika informasi yang diketahui berbeda maka berpotensi menimbulkan asimetri informasi. Penjelasan tersebut mengindikasikan bahwa informasi akan berbeda diantara pengambil

keputusan dan mengisyaratkan suatu kondisi asimetri informasi. Subjek yang memiliki informasi berpotensi menghasilkan keputusan yang lebih baik dibandingkan yang lainnya.

Stiglitz (2000) menunjukkan pentingnya konsep asimetri dengan menekankan pada dua jenis informasi. Pertama adalah informasi tentang kualitas dan informasi, bahwa informasi asimetri penting ketika salah satu pihak tidak sepenuhnya menyadari karakteristik pihak lain. Kedua, asimetri informasi penting ketika salah satu pihak mempertimbangkan perilaku atau niat perilaku dari pihak lain. Poin kedua ini mencerminkan bahwa asimetri informasi berkaitan dengan kepentingan pribadi dari perilaku oportunistik manajer.

Asimetri informasi didorong perilaku manajer dalam mencapai kepentingan pribadi yang berkaitan dengan *moral hazard* (Jensen & Meckling, 1976; Ross, 1973). Selanjutnya, Jensen (2005) menyatakan bahwa tindakan ini

dilakukan dengan penciptaan nilai melalui praktik EM. Praktik tersebut pada akhirnya berdampak pada menggelembungnya FV yang melebihi nilai fundamentalnya (*overvalue*). Hal ini sejalan dengan bukti empiris Chaney & Lewis (1995) yang menunjukkan bahwa EM mempengaruhi FV ketika manajer dan investor ingin memaksimalkan nilai ketika ada asimetri informasi.

Hadirnya IO sebagai investor di dalam kepemilikan suatu perusahaan diharapkan mampu menekan asimetri informasi. Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa IO berhubungan dengan lingkungan informasi sehingga meningkatkan kualitas informasi (Bushee & Noe, 2000). Temuan ini selaras dengan Boone & White (2015) yang menyatakan bahwa tingginya tingkat IO berhubungan dengan rendahnya tingkat asimetri informasi karena informasi dan produksi perusahaan yang semakin transparan. Dengan demikian, penelitian sekarang ini

dibangun berdasarkan kerangka konsep asimetri informasi.

2.2 Pengembangan Hipotesis

2.2.1 Peran *Institutional Ownership* pada Hubungan *Accrual Management* dan *Firm Value*

Manajer menyadari peluang untuk menjalankan EM dalam memenuhi proyeksi pasar dan penciptaan nilai bagi perusahaan (Badertscher, 2011). Selanjutnya Gunny (2005) menyatakan bahwa *Accrual Management* (AM) merupakan salah satu metode dari EM yang berkaitan dengan *accounting choice* dalam bingkai GAAP/SAK untuk menutupi atau menyembunyikan kinerja ekonomi yang sebenarnya. Kinerja ekonomi tersebut diciptakan dengan laba artifisial yang mengakibatkan menggelembungnya FV (*overvalue*) melalui praktik AM yang dijalankan manajer (Badertscher, 2011; Dechow, Richardson, & Tuna, 2000).

Bukti empiris terdahulu dengan kuat mengindikasikan bahwa AM memiliki hubungan dengan FV. Sebagaimana Hunt, Moyer, Shevlin (2000) menemukan bahwa perubahan AM memiliki hubungan yang kuat dengan *market value of equity*. Searah dengan itu, menggunakan sampel dari 38 negara, Gaio and Raposo (2010) membuktikan hubungan positif signifikan antara *accrual quality* dengan FV. Temuan terbaru menunjukkan hasil serupa, Nazir & Afza (2018) membuktikan bahwa FV dipengaruhi keputusan manajerial dengan melakukan AM.

Lebih lanjut, kehadiran IO dapat meningkatkan fungsi monitoring dan transparansi sehingga menekan potensi asimetri informasi (Boone & White, 2015). Namun demikian, IO memiliki keterbatasan untuk mengawasi AM karena tidak dapat mengantisipasi *future accrual* (Xie, 2001). Temuan ini konsisten dengan Zang (2012) yang menunjukkan bahwa IO lebih menekankan pada RM dibanding AM karena RM memiliki

konsekuensi jangka panjang pada FV. Dengan kata lain, adanya IO di dalam kepemilikan perusahaan tidak mampu berperan di dalam mengendalikan manajer menjalankan AM untuk meningkatkan FV. Manajer masih leluasa melakukan praktik AM dalam mendorong FV agar meningkat walaupun terdapat IO dalam kepemilikan perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa asimetri informasi masih tinggi walaupun terdapat kepemilikan IO. Berdasarkan temuan tersebut maka dalam penelitian ini dirumuskan hipotesis berikut:

H1: Peningkatan/penurunan AM mempengaruhi peningkatan/penurunan FV.

2.2.2 Peran *Institutional Ownership* pada Hubungan *Real Activity Management* dan *Firm Value*

RM memiliki konsekuensi pada *cash flow* perusahaan ketika manajer ingin mengendalikan output dengan cara mengubah struktur dan waktu operasional, investasi, dan transaksi keuangan (Gunny, 2010;

Roychowdhury, 2006). Graham, Harvey, & Rajgopal (2005) membuktikan bahwa 80% dari responden survei menjalankan *Real Activity Manipulation* (RM) dengan mengurangi belanja diskresioner seperti pada biaya penelitian & pengembangan, iklan, dan pemeliharaan dalam mencapai target laba yang telah ditetapkan. Selanjutnya, lebih dari setengahnya (55,3%) manajer melakukan penundaan pada proyek baru dengan tujuan mencapai target laba walaupun ada nilai jangka panjang yang harus dikorbankan. Lebih lanjut, RM seringkali dijalankan dibandingkan AM. Hal tersebut karena perhatian auditor lebih cenderung pada AM dibandingkan RM, misalnya yang berkaitan dengan harga produk, produksi, dan biaya R&D (Cohen & Zarowin, 2010).

Praktik RM dilakukan manajer yang oportunistik dengan tujuan untuk meningkatkan FV. Badertscher (2011) membuktikan bahwa manajer menjalankan RM dalam rangka mempertahankan FV agar terjaga

selalu tinggi (*overvalue*) dalam memenuhi kepentingan pribadinya (bonus). Temuan ini konsisten dengan Efendi, Srivastava, & Swanson, (2007) yang menunjukkan bahwa perusahaan cenderung memiliki FV yang tinggi ketika terlibat dalam RM. Bukti empiris tersebut diperkuat dengan temuan Abner & Ferrer (2017) yang menunjukkan bahwa RM mempengaruhi FV pada perusahaan publik di Filipina.

Namun demikian, tindakan RM dibatasi dengan adanya IO di dalam kepemilikan suatu perusahaan. Manajer merasa kesulitan menjalankan RM ketika operasional perusahaan dalam pengawasan IO (Zang, 2012). Hasil tersebut sejalan dengan temuan Bushee (1998) yang membuktikan bahwa perusahaan cenderung mengurangi pengeluaran R&D (RM) ketika tingkat IO tinggi.

Pada sisi lain, kehadiran IO di dalam kepemilikan perusahaan memiliki peran positif dalam meningkatkan FV (McConnell & Servaes, 1990; Schmidt & Fahlenbrach,

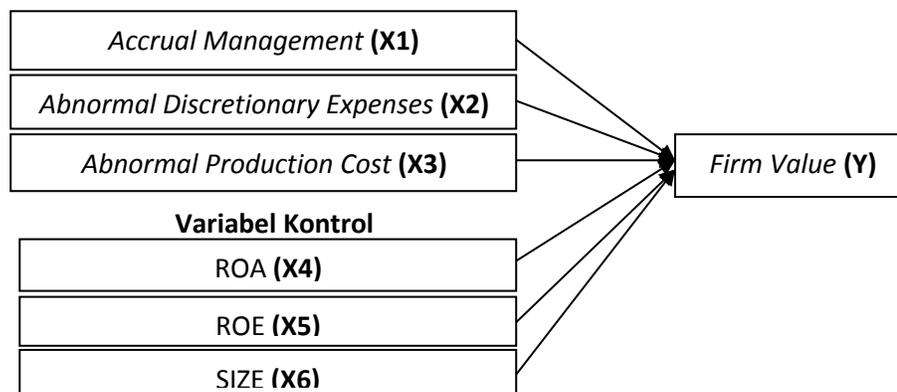
2017). Bukti yang sejalan ditunjukkan Lin & Fu(2017) menunjukkan bahwa hadirnya IO mampu mendorong peningkatan FV (diproksikan dengan Tobins Q dan ROA) pada perusahaan yang terdaftar di China.

Ulasan tersebut mengindikasikan bahwa upaya manajer di dalam melakukan RM untuk meningkatkan FV dibatasi oleh hadirnya IO. RM yang dilakukan tidak

dapat mendorong FV karena IO berperan positif dalam menekan asimetri informasi. Hal ini mengarahkan pada hipotesis null, yaitu sebagai berikut:

H2a: Peningkatan/penurunan RMP tidak mempengaruhi peningkatan/penurunan FV.

H2b: Peningkatan/penurunan RMD tidak mempengaruhi peningkatan/penurunan FV.



Gambar 1

Model Penelitian Empiris

3. Metode Penelitian

3.1 Populasi dan Sampel

Penelitian ini memiliki populasi seluruh emiten sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2010-2018. Kriteria sampel adalah

emiten yang mempunyai kepemilikan IO. Selain itu, emiten yang mempublikasikan laporan keuangan dengan data keuangan yang lengkap. Berdasarkan sampling data panel selama 9 tahun terdapat 855 sampel observasi secara keseluruhan (IO dan

tidak IO). Berikutnya, sampel dalam observasi yang terdapat kepemilikan penelitian ini adalah berdasarkan IO yaitu 410 sampel.

Tabel 1
Seleksi Sampel

Karakteristik Sampel	Jumlah Emiten
Emiten manufaktur yang konsisten mempublikasikan laporan keuangan pertahun (2010-2018)	141
Data keuangan tidak lengkap	(46)
Sampel yang layak pertahun	95
Sampel data panel 2010-2018 (9 tahun x 95)	855
Sampel data panel tidak terdapat kepemilikan IO	455
Sampel data panel terdapat kepemilikan IO	410

Sumber: Data IDX (2010-2018)

3.2 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

3.2.1 Firm Value (FV)

Pengukuran *firm value* (FV) mengikuti indikator Rhodes-Kropf et al (2005). Metrik ini mempunyai keunggulan yaitu estimasi yang kuat dan mampu memprediksi sampai

dengan 94% variasi FV. Penelitian sebelumnya membuktikan bahwa metrik ini dapat mendeteksi terjadinya *misvaluation* (Chi and Gupta, 2009; Efendi et al., 2007; Fu, Lin, and Officer, 2013; Lin, Chou, and Cheng, 2011; Siougle, 2007).

Mengikuti Rhodes-Kropf et al (2005), prosedur pengukuran FV adalah sebagai berikut:

- 1) Melakukan dekomposisi *market to book value* (M/B) menjadi dua komponen:

$$M/B = M/V \times V/B \quad (1)$$

dimana *M/V* adalah indikasi *misvaluation* dan *V/B* adalah refleksi *growth opportunistic*.

- 2) Proses dekomposisi persamaan (1) dalam bentuk logaritma, huruf kecil merupakan representasi dari *logarithm value*.

$$(m - b) = (m - v) + (v - b) \quad (2)$$

dimana m adalah *market value*, b adalah *book value*, dan v adalah *fundamental value*.

3) Menjalankan dekomposisi persamaan 2 menjadi tiga komponen untuk perusahaan i dan tahun t :

$$m_{it} - b_{it} = \underbrace{m_{it} - v(\theta_{it};\alpha_{jt})}_{\text{Firm-specific- error}} + \underbrace{v(\theta_{it};\alpha_{jt}) - v(\theta_{it};\alpha_j)}_{\text{Industry-level error}} + \underbrace{v(\theta_{it};\alpha_j) - b_{it}}_{\text{Long-run valuation}} \quad (3)$$

4) Persamaan 3 dapat dioperasionalkan dengan estimasi $v(\theta_{it};\alpha_{jt})$ dan $v(\theta_{it};\alpha_j)$ dan didekomposisi menjadi :

$$m_{it} = \alpha_{0jt} + \alpha_{1jt}b_{it} + \alpha_{2jt}ni_{it}^+ + \alpha_{3jt}I_{(<0)}ni_{it}^+ + \alpha_{4jt}LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

dimana m_{it} adalah *log value of market value*, b_{it} adalah *log value of book value*, ni_{it}^+ adalah *log value of net income*, $I_{(<0)}$ adalah bernilai 1 jika *net income* negatif dan 0 jika sebaliknya, dan LEV_{it} adalah *leverage ratio*.

Regresi *cross-section* dijalankan pada persamaan 4 untuk mengestimasi FV tiap perusahaan pertahun. Jika hasil $\ln(M/V)$ positif maka FV disimpulkan *overvalue* dan jika negatif maka FV diasumsikan *undervalue*.

3.2.2 Accrual Management (AM)

Perubahan periode berjalan yang terjadi dalam penjualan kredit adalah objek EM maka pengukuran pada penelitian ini mengadopsi indikator yang dikembangkan Dechow, Sloan, & Sweeney (1995) yaitu *Modified Jones Model*.

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta R_{t-1}) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (5)$$

dimana TA_{it} adalah *total accrual* perusahaan i dalam periode t , A_{t-1} adalah *total asset* pada periode t , ΔR_{t-1} perubahan penjualan bersih pada periode t , dan PPE_t adalah *property, plants, dan equipment*. Pada tahap selanjutnya, estimasi regresi secara *cross-sectional* dioperasionalkan pada persamaan 5. Ini bertujuan untuk mendapatkan besaran nilai AM setiap perusahaan pada setiap tahunnya. Nilai

residualnya untuk mengetahui besaran AM.

3.2.3 Real Activity Management (RM)

Variabel RM pada penelitian ini diukur dengan *abnormal production cost* (RMP) dan *abnormal discretionary expenses* (RMD) yang mengikuti metrik Roychowdhury (2006). Ukuran tersebut terbukti dapat memprediksi RM dengan tingkat akurasi yang relatif tinggi (Braam, Nandy, Weitzel, & Lodh, 2013; Zang, 2012).

Selanjutnya, *abnormal discretionary expenses* (RMD) diestimasi menggunakan regresi *cross-section* (Roychowdhury, 2006):

$$\frac{DISX_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{S_{t-1}}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (6)$$

dimana DISX_t adalah *discretionary expenses* (yaitu, jumlah pengeluaran R&D, *Advertising*, dan SG&A) pada tahun t. A_{t-1} adalah *asset total* pada tahun t-1. S_t adalah *net sales* pada tahun t-1. diukur dengan nilai residual merupakan besaran *abnormal discretionary expenses*. Tinggi

rendahnya nilai residual merupakan indikasi tinggi rendahnya tingkat *abnormal discretionary expenses*.

Sedangkan *abnormal production cost* (RMP) diukur menggunakan regresi *cross-section* (Roychowdhury, 2006):

$$\frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{S_t}{A_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{\Delta S_{t-1}}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (7)$$

dimana PROD_t adalah *cost of goods sales* (COGS) pada tahun t dan perubahan *inventory* dari t-1 sampai; A_{t-1} adalah *asset total* pada tahun t-1; S_t adalah *net sales* pada tahun t, dan ΔS_t adalah perubahan *net sales* dari tahun t-1 sampai t. Jika residual tinggi (rendah) maka menandakan tinggi (rendah) *abnormal production cost*. Dengan kata lain, tingginya residu menandakan tingginya tingkat kelebihan persediaan. Hal ini mengakibatkan peningkatan laba dengan cara menekan tingkat COGS.

3.2.4 Variabel Kontrol

Perbedaan karakteristik perusahaan model penelitian ini

dikendalikan dengan beberapa variabel kontrol (ROA, ROE, dan SIZE). SIZE memiliki hubungan positif dengan FV yang diproksikan dengan *q-ratio* (Ameer, 2012). Temuan selaras menemukan adanya hubungan positif antara SIZE dan FV yang di proksikan dengan *Tobin's-Q* (Davydov, Nikkinen, & Vähämaa, 2014). Temuan lainnya membuktikan bahwa ROA dan ROE memiliki hubungan positif dengan FV yang diproksikan dengan *price to earnings ratio* (Houmes, Foley, & Cebula, 2013).

3.3 Metode Analisa data

Berdasarkan pertimbangan bahwa penelitian ini memiliki sampel besar yaitu 410 observasi maka tidak dijalankan uji normalitas. Asumsi ini konsisten dengan Gujarati (2004) yang menyatakan bahwa asumsi normalitas berperan penting jika sampel kurang dari 100 observasi (ukuran sampel kecil). Sedangkan dalam kondisi ukuran sampel cukup besar maka asumsi normalitas dapat diabaikan. Pada sampel besar, secara *asymptotic* estimator OLS masih terdistribusi

normal (*unbiased*) dan uji t dan F masih berlaku walaupun residual tidak terdistribusi secara normal (Gujarati, 2004).

Sebagaimana Gujarati (2004) menjelaskan bahwa pada data *cross-section* dan *time-series* terdapat masalah khusus yaitu heteroskedastisitas. Dengan demikian, mengingat penelitian ini menggunakan data panel, maka uji heteroskedastisitas dapat diabaikan. Sedangkan autokorelasi di uji dengan *Durbin Watson (DW)* dan koefisien korelasi digunakan uji multikolinearitas.

Selanjutnya, persamaan *common OLS* yang diusulkan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$FV_{it} = \alpha + \beta_1 AM_{it} + \beta_2 RMP_{it} + \beta_3 RMD_{it} + \beta_4 ROA + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

dimana FV_{it} adalah *firm value* berdasarkan metrik *overvalue* Rhodes-Kropf et al(2005), RMP_{it} adalah *real activity manipulation* berbasis *abnormal production cost* (Roychowdhury, 2006), RMD_{it} adalah *real activity manipulation* berbasis

abnormal discretionary expenses (Roychowdhury, 2006), ROA_{it} adalah rasio *return on asset*, ROE_{it} adalah rasio *return on equity*, dan $SIZE_{it}$ adalah *natural log* dari *total asset*.

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

4.1 Deskriptif Statistik

Tabel 2 menunjukkan mean (median) FV memiliki nilai positif dan bermakna bahwa FV lebih tinggi daripada *fundamental value*. Nilai positif tersebut mengindikasikan bahwa FV dalam kondisi *overvalue*

(Rhodes-Kropf et al., 2005). Berikutnya, mean AM adalah -0.001 dan ini merupakan bukti bahwa ruang gerak manajer menjalankan AM sangat terbatas. IO telah menjalankan fungsi monitoring dengan baik. Hal ini tercermin dari nilai mean RMP dan RMD yang sangat kecil yaitu masing-masing -0.019 dan 0.036. Selanjutnya tampak bahwa tingkat adanya profitabilitas dan kinerja keuangan yang baik pada rata-rata sampel. Hal ini ditunjukkan dengan nilai positif pada mean dari ROA dan ROE.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	FV	AM	RMP	RMD	ROA	ROE	SIZE
Mean	0.899740	-0.001468	-0.019706	0.036024	0.017974	0.019872	6.118023
Median	0.895404	-0.000192	-0.063556	0.068042	0.026038	0.056790	6.124065
Maximum	1.068827	0.512720	7.938506	0.389776	0.579876	3.448316	7.839461
Minimum	0.808676	-1.230994	-2.438966	-0.376721	-0.670078	-9.670751	4.678373
Std. Dev.	0.038431	0.140004	0.577396	0.118249	0.111996	0.772746	0.602882
Skewness	0.816248	-2.410672	6.547169	-1.529653	-1.490318	-7.040277	0.217921
Kurtosis	4.558880	24.08095	92.66449	5.794685	13.43875	88.17135	3.294655
Jarque-Bera	87.04210	7989.050	140274.4	293.3144	2013.300	127312.2	4.728337
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.094027
Sum	368.8935	-0.601849	-8.079307	14.76964	7.369412	8.147712	2508.390
Sum Sq. Dev.	0.604068	8.016890	136.3550	5.718965	5.130095	244.2285	148.6578
Observations	410	410	410	410	410	410	410

Sumber: Output Eviews Versi 8

Sementara itu, tabel 3 menunjukkan korelasi antara AM dan ROA memiliki nilai tertinggi, yaitu

0.346 dengan signifikansi 0.00. Hal ini menandakan bahwa praktik AM berhubungan erat dengan ROA.

Tabel 3
Koefisien Korelasi

Correlation Probability	FV	AM	RMP	RMD	ROA	ROE	SIZE
FV	1.000000 ----						
AM	-0.006743 0.8917	1.000000 ----					
RMP	0.043804 0.3763	-0.102459 0.0381	1.000000 ----				
RMD	-0.176698 0.0003	-0.019655 0.6915	-0.187650 0.0001	1.000000 ----			
ROA	-0.046550 0.3471	0.346059 0.0000	-0.250506 0.0000	-0.118194 0.0167	1.000000 ----		
ROE	0.040445 0.4141	0.085174 0.0850	0.001340 0.9784	-0.033355 0.5006	0.188065 0.0001	1.000000 ----	
SIZE	0.161235 0.0011	-0.032773 0.5081	-0.071526 0.1483	0.025596 0.6053	0.063746 0.1977	0.009304 0.8510	1.000000 ----

Sumber: Output Eviews Versi 8

4.2 Pengujian Hipotesis

Berdasarkan tabel 3 menunjukkan bahwa tidak ada masalah multikolinearitas pada model yang dibuktikan dengan nilai korelasi < 0,8. Sedangkan pada tabel 4 nilai DW sedikit dibawah 2 (yaitu 1.221) dan model ini terkandung masalah autokorelasi. Lebih

lanjut, tabel 4 menunjukkan nilai adjusted Adj-R² 0.054. Hasil ini mengindikasikan bahwa variasi AM, RMP, RMD, dan variabel kontrol dapat menjelaskan variasi FV sebesar 5.4% dan selebihnya dijelaskan variabel lain diluar model ini. Sedangkan F-Statistic memiliki $\rho < 0.01$ yang berarti signifikan.

Tabel 4
Analisis Regresi OLS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AM	0.006823	0.014105	0.483714	0.6289
RMP	-0.000123	0.003403	-0.036148	0.9712
RMD	-0.062067	0.016166	-3.839394	0.0001
ROA	-0.033758	0.018670	-1.808151	0.0713
ROE	0.002430	0.002439	0.996178	0.3198
SIZE	0.011004	0.003083	3.568852	0.0004
C	0.835220	0.018927	44.12814	0.0000
R-squared	0.067884	Mean dependent var		0.899740
Adjusted R-squared	0.054007	S.D. dependent var		0.038431
S.E. of regression	0.037379	Akaike info criterion		-3.718500
Sum squared resid	0.563062	Schwarz criterion		-3.649931
Log likelihood	769.2925	Hannan-Quinn criter.		-3.691372
F-statistic	4.891630	Durbin-Watson stat		1.221381
Prob(F-statistic)	0.000077			

Sumber: Output Eviews Versi 8

Hasil merefleksikan bahwa dengan adanya IO maka upaya manajer melalui praktik AM tidak mampu mendorong FV. Bukti ini ditunjukkan pada tabel 4 dengan nilai koefisien AM sebesar 0.006 ($\rho > 0.10$) atau tidak signifikan. Temuan ini bertentangan dengan hipotesis yang diusulkan bahwa AM dapat mempengaruhi FV. Jadi, dapat disimpulkan bahwa H1 ditolak.

Selanjutnya, hipotesis H2a tidak dapat ditolak yang ditunjukkan dengan nilai koefisien RMP yang tidak signifikan (0.0001, $\rho > 0.10$). Hasil ini menunjukkan bahwa IO mampu menekan dampak RMP terhadap FV. Dengan demikian, peningkatan/

penurunan praktik RMP tidak dapat mempengaruhi peningkatan/penurunan FV.

Bukti empiris selanjutnya menunjukkan bahwa nilai koefisien RMD signifikan (-0.062, $\rho < 0.01$). Peningkatan/penurunan praktik RMD dapat mengakibatkan peningkatan/penurunan FV. Dengan demikian, hipotesis H2b yang diusulkan ditolak.

Sementara itu, ROA memiliki pengaruh yang signifikan dalam menentukan FV. Demikian pula dengan variabel kontrol SIZE. Namun demikian, ROE tidak signifikan mempengaruhi FV dalam sampel penelitian ini. Temuan ini merefleksikan bahwa rasio keuangan

(khususnya ROA dan SIZE) memiliki relevansi yang kuat dalam menentukan FV.

4.3 Pembahasan

Pengujian empiris membuktikan bahwa IO berperan dalam mempengaruhi hubungan antara AM dan FV. Temuan ini mengejutkan karena perubahan pada AM tidak dapat menentukan perubahan FV pada sampel IO ini. Sebagaimana diuraikan sebelumnya bahwa IO lebih menekankan pada RM dan tidak dapat mengantisipasi *future accrual* (Xie, 2001; Zang, 2012). Hal ini kemungkinan terjadi karena dalam sampel IO terdapat audit yang berkualitas. Manajer tidak dapat menciptakan nilai dalam mendongkrak FV melalui AM. Ini juga menandakan bahwa dengan adanya IO dalam kepemilikan perusahaan maka dapat menjamin adanya kualitas audit yang tinggi. Dengan kata lain, IO mampu memitigasi asimetri informasi atas praktik AM dan dampak buruknya pada FV. Informasi tersedia dengan baik dan

mis-informasi diantara pengambil keputusan dapat ditekan dengan baik.

Bukti empiris selanjutnya menyajikan bukti bahwa tindakan RMP tidak dapat mempengaruhi FV. Aktivitas produksi yang berlebihan (RMP) dapat diawasi IO dengan baik yang mengakibatkan manajer tidak leluasa menjalankannya dalam rangka meningkatkan FV. Lebih lanjut, temuan ini menandakan bahwa rendahnya tingkat asimetri informasi dalam sampel IO ini. IO memiliki keunggulan informasi yang spesifik dibandingkan investor lainnya serta keterlibatannya dalam monitoring yang berkaitan dengan kinerja perusahaan. Hal inilah yang menciptakan lingkungan informasi yang handal bagi pengambil keputusan atau investor. Kualitas informasi meningkat yang merupakan indikasi rendahnya tingkat asimetri informasi. Pada sisi lain, kualitas informasi yang baik dapat membatasi manajer menjalankan RMP (Roychowdhury, 2006; Wibowo & Fuad, 2017; Zang, 2012).

Hasil ini sejalan dengan Ruiz-Mallorquí & Santana-Martín (2011) yang menyatakan bahwa hadirnya IO dominan mengawasi perusahaan yang berpengaruh terhadap FV. Selain itu, temuan ini didukung Boone & White (2015) yang menyatakan bahwa tingkat asimetri informasi semakin rendah karena informasi dan produksi perusahaan yang semakin transparan ketika IO ada dalam kepemilikan perusahaan.

Temuan menarik ditunjukkan dengan peningkatan RMD yang justru membawa FV semakin menurun. Namun demikian, *market* merespon ini dengan negatif yang menandakan hilangnya kepercayaan investor melihat pertumbuhan perusahaan yang semu. Ilusi pertumbuhan perusahaan mendorong hancurnya nilai perusahaan (FV) yang merupakan konsekuensi dari jatuhnya kepercayaan investor (Badertscher, 2011; Jensen, 2005; Marciukaityte & Varma, 2008) Tingkat mis-informasi pada praktik RMD yang telah dijalankan dapat ditekan dengan baik. Dengan demikian, tingkat asimetri

informasi sangat rendah pada hubungan tersebut.

Bersamaan dengan adanya IO di dalam perusahaan mengakibatkan manipulasi laba (RMD) melalui diskresi pengurangan belanja *research and development* (R&D), *advertising*, maupun *selling, general, administrative* (SG&A) dapat dideteksi *market* dengan baik. Pada akhirnya, *market* menghukum ini dengan dampak negatif pada FV. Temuan ini memiliki makna bahwa IO mampu menekan asimetri informasi atas FV yang dicetuskan melalui RMD.

5. Simpulan, Implikasi, dan Keterbatasan Penelitian

5.1 Simpulan

Penelitian ini memperdalam temuan *sensitivity test* Wibowo & Fuad (2017) yang memberikan petunjuk bahwa IO mempengaruhi hubungan antara EM dan FV di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Namun demikian, penelitian ini melanjutkan temuan tersebut dalam kerangka asimetri informasi yang berfokus pada FV. Pengukuran FV mengadopsi

indikator Rhodes-Kropf et al (2005) dan kemampuan prediksi yang kuat dalam mengestimasi variasi FV. Sementara itu, EM diproksikan dengan AM dan diukur dengan *Modified Jones Model*. Selain itu, EM juga diproksikan dengan *abnormal production cost* (RMP) dan *abnormal discretionary expenses* (RMD) megadopsi model Roychowdhury (2006).

Secara umum, temuan menunjukkan bahwa IO berperan dalam memitigasi asimetri informasi atas FV. Lebih lanjut, temuan berkontribusi pada literatur kualitas *accounting numbers* yang membuktikan bahwa asimetri informasi atas FV dapat ditekan ketika IO ada dalam kepemilikan perusahaan. Hal ini tentunya akan berdampak pada meningkatnya *value relevance* atas informasi akuntansi (khususnya FV). Secara khusus, hasil membuktikan bahwa adanya IO mampu membatasi dampak praktik RMP dalam meningkatkan FV. Lebih lanjut, temuan yang sangat menarik menunjukkan bahwa praktik RMD mengakibatkan jatuhnya FV.

5.2 Implikasi

Bukti empiris yang menunjukkan keberhasilan peran IO dalam menekan asimetri informasi melalui tiga metode EM. Temuan ini berimplikasi pada peneliti, investor/manajer, dan regulator bahkan *market*. Bagi peneliti, temuan ini memberikan petunjuk bahwa adanya IO dapat menjadi sinyal tingkat asimetri informasi yang rendah. Bagi investor, pengawasan IO yang baik membawa sinyal *good news* untuk berinvestasi. Sedangkan bagi regulator, mengingat pentingnya peran IO maka sebaiknya membuka pintu yang luas dan kemudahan (khususnya insentif) kepada IO untuk berinvestasi di Bursa Efek Indonesia.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Pengujian pada H1 membuktikan AM tidak berpengaruh signifikan terhadap FV. Temuan ini menjadi petunjuk kemungkinan adanya kualitas audit yang baik pada sampel IO dalam penelitian ini. Oleh sebab itu, maka penting untuk melakukan *sensitivity test* pada sampel IO yang

menyertakan variabel kualitas audit pada penelitian mendatang.

Pada sisi lain, penelitian ini mengasumsikan bahwa karakteristik semua IO adalah sama. Agenda penelitian selanjutnya diharapkan dapat menguji model yang dapat menjelaskan IO secara lebih heterogen berdasarkan karakteristiknya agar hasil dapat menghasilkan wawasan yang lebih mendalam. Sebagai contoh, tipe IO yaitu *quasi-indexer*, *transient*, *dedicated*, *passive*, dan *active* (Boone & White, 2015; Bushee & Noe, 2000; Schmidt & Fahlenbrach, 2017).

DAFTAR PUSTAKA

- Amin, A. (2007). Pendeteksian Earnings Management, Underpricing dan Pengukuran Kinerja Perusahaan yang Melakukan Kebijakan Initial Public Offering (IPO) di Indonesia. In *Simposium Nasional Akuntansi X*.
- Baber, W. R., Fairfield, P. M., & Haggard, J. A. (1991). The Effect of Concern About Reported Income on Discretionary Spending Decisions: The Case of Research and Development. *The Accounting Review*, 66(4), 818–829.
- Badertscher, B. A. (2011). Overvaluation and the Choice of Alternative Earnings Management Mechanisms. *The Accounting Review*, 86(5), 1491–1518. doi:10.2308/accr-10092
- Barton, J., & Simko, P. J. (2002). The Balance Sheet as an Earnings. *The Accounting Review*, 77(Supplement), 1–27.
- Boone, A. L., & White, J. T. (2015). The Effect of Institutional Ownership on Firm Transparency and Information Production. *Journal of Financial Economics*.
- Braam, G., Nandy, M., Weitzel, U., & Lodh, S. (2013). Accrual-based and real earnings management and political connections. *International Journal of Accounting*, (2015).
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 99–126.
- Burnett, B. M., Cripe, B. M., Martin, G. W., & McAllister, B. P. (2012). Audit Quality and the Trade-off Between Accretive Stock Repurchases and Accrual-based Earnings Management. *Accounting Review*, 87(6), 1861–1884.
- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock

- Return Volatility. *Journal of Accounting Research*, 38, 171–202.
- Choy, H. L. (2012). Assessing Earnings Management Flexibility. *Review of Accounting and Finance*, 11(4), 340–376.
- Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2008). Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods. *The Accounting Review*, 83(3), 757–787.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and Real Earnings Management Activities Around Seasoned Equity Offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2–19.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/248303> \n<http://www.jstor.org/stable/pdfplus/248303.pdf?acceptTC=true>
- Defond, M. L., & Park, C. W. (1997). Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 23, 115–139.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3–73.
- Gunny, K. (2005). What Are the Consequences of Real Earnings Management? *University of California, Berkeley*.
- Gunny, K. (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855–888.
- Healy, P. M. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85–107.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.
- Jensen, M. C. (2005). Agency Cost of Overvalued Equity. *Financial Management*, 5–19.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of*

- Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kaszniak, R. (1999). On the Association Between Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 57–81. Retrieved from <http://ezproxy.library.capella.edu/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=2205751&site=ehost-live&scope=site>
- Kirschenheiter, M., & Melumad, N. . (2002). Can “Big Bath” and Earnings Smoothing Co-exist as Equilibrium Financial Reporting Strategies? *Journal of Accounting Research*, 40(3), 761–796. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=6682588&lang=pt-br&site=ehost-live>
- Lambright, K. T. (2009). Agency Theory and Beyond: Contracted Providers’ Motivations to Properly Use Service Monitoring Tools. *Journal of Public Administration Research and Theory*, 19(2), 207–227.
- Marciukaiyte, D., & Varma, R. (2008). Consequences of Overvalued Equity: Evidence from Earnings Manipulation. *Journal of Corporate Finance*, 14, 418–430.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice. *Accounting and Business Research*, 18(69), 47–56.
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., & Viswanathan, S. (2005). Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 77, 561–603.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management Through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370. doi:10.1016/j.jacceco.2006.01.002
- Schmidt, C., & Fahlenbrach, R. (2017). Do Exogenous Changes in Passive Institutional Ownership Affect Corporate Governance and Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 124(2), 285–306.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(October 1995), 63–99.
- Ujiyantho, M. A., & Pramuka, B. A. (2007). Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba, dan Kinerja Keuangan. In *Simposium Nasional Akuntansi X* (pp. 1–26).
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131–156.

- Wibowo, A. S., & Fuad, F. (2017). Bukti Ilusi Pertumbuhan di Bursa Efek Indonesia: Hubungan Earnings Management dan Firm Value. In *Simposium Nasional Akuntansi XX Jember-AKPM 060* (pp. 1–22).
- Woo, C. Y. (1983). Evaluation of the Strategies and Performance of Low ROI Market Share Leaders: Summary. *Strategic Management Journal*, 4, 123–135.
- Xie, H. (2001). The Mispricing of Accruals Abnormal. *The Accounting Review*, 76(3), 357–373.
- Xu, R. Z., Gary, K. T., & Dugan, M. T. (2007). Review of Real Earnings Management Literature. *Journal of Accounting Literature*, 26, 195–228.
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. *The Accounting Review*, 87(2), 675–703.