

**STRUKTUR KEPEMILIKAN PERUSAHAAN SEBAGAI MEKANISME
PEMBENTUKAN PRINSIP KONSERVATISME UNTUK MENCIPTAKAN RESPON
PASAR**

YULIANTHY HO¹
SUWANDI NG
PAULUS TANGKE
UNIVERSITAS ATMA JAYA, MAKASSAR

ABSTRACT

The aim of this research is to investigate whether institutional ownership and family ownership have an impact to conservatism, whether institutional ownership, family ownership and conservatism have an impact to ERC, and whether conservatism is able to mediate the impact of institutional ownership and family ownership to ERC. The population used in this research is all non-financial companies listed on the Indonesia Stock for the period 2014-2017. The number of samples used amounted 147 companies each year, selected using purposive sampling method. Path analysis is used to analyze the data in this research.

The first substructure equation of this research shows that institutional ownership and family ownership have a positive impact on conservatism. The second substructure equation shows that institutional ownership positively affects the ERC, while family ownership and conservatism negatively affect the ERC. The results of a sobel test indicate that conservatism fails to mediate the impact of institutional ownership and family ownership towards ERC.

The implications of this research is that investors can consider institutional ownership, family ownership, and the application of conservatism principles that can affect the response to the firms' earnings quality as measured by earnings response coefficient (ERC).

Keywords: *Earnings Response Coefficient (ERC), Conservatism, Institutional Ownership, Family Ownership*

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menyelidiki apakah kepemilikan institusional dan kepemilikan keluarga berdampak pada konservatisme, apakah kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, dan konservatisme berdampak pada ERC, dan apakah konservatisme mampu memediasi dampak kepemilikan institusional dan kepemilikan keluarga kepada ERC. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2014-2017. Jumlah sampel yang digunakan berjumlah 147 perusahaan setiap tahun, dipilih menggunakan metode purposive sampling. Analisis jalur digunakan untuk menganalisis data dalam penelitian ini.

Persamaan substruktur pertama dari penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan keluarga memiliki dampak positif pada konservatisme. Persamaan substruktur kedua menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap ERC, sementara kepemilikan keluarga dan konservatisme berpengaruh negatif terhadap ERC. Hasil uji sobel

menunjukkan bahwa konservatisme gagal memediasi dampak kepemilikan institusional dan kepemilikan keluarga terhadap ERC.

Implikasi dari penelitian ini adalah bahwa investor dapat mempertimbangkan kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, dan penerapan prinsip konservatisme yang dapat mempengaruhi respons terhadap kualitas pendapatan perusahaan yang diukur dengan koefisien respon pendapatan (ERC).

Kata kunci: Koefisien Respon Penghasilan (ERC), Konservatisme, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Keluarga.

yulianthyho@gmail.com

1. PENDAHULUAN

Latar Belakang

Indeks Harga Saham Gabungan atau IHSG menggambarkan suatu rangkaian informasi historis mengenai pergerakan saham gabungan sampai pada tanggal tertentu (Taufiq dan Kefi, 2015). Pergerakan IHSG terus mengalami pergerakan hingga penutupan akhir tahun 2017, yang ditutup menguat 36,88 poin atau 0,59 persen pada level 6.314,05. Indeks LQ45 juga menguat 0,69 persen ke posisi 1.070,35 (*sumber: kompas.com*). Kepala Divisi Komunikasi Perusahaan PT Bursa Efek Indonesia (BEI) Yulianto Aji Sadono mengatakan kenaikan IHSG juga diikuti dengan peningkatan kapitalisasi pasar BEI yang juga meraih level tertingginya di Rp 6.889,48 triliun. Jumlah tersebut mengalami penguatan 1,59 persen dari Rp 6.781,42 triliun pada akhir pekan (*sumber: inews.id*).

Informasi laporan keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan, dalam hal ini informasi tentang laba perusahaan, memengaruhi harga saham. Harga saham yang naik meningkatkan kapitalisasi. Pada saat kapitalisasi naik, berarti ada respons positif terhadap apa yang diinformasikan oleh perusahaan kepada pasar. Perusahaan dengan kinerja yang baik, dapat memberikan keyakinan bagi investor sehingga perusahaan akan direspons secara cepat yang terlihat dari naiknya harga saham. Respon baik muncul bila kualitas kandungan informasi laba perusahaan berkualitas. Respon atas kandungan informasi laba yang berkualitas ini berarti *Earnings Response Coefficient (ERC)* perusahaan.

Perkembangan harga saham gabungan yang terus meningkat, maka hal tersebut akan memengaruhi nilai *return* pasar yang diwakili dengan IHSG, di mana *return pasar* tersebut kemudian dapat digunakan untuk melihat nilai *abnormal return*. *Abnormal return* diprosikan dengan gabungan *return* saham atau *actual return* (diwakili dengan harga penutupan saham) dan *return pasar*. *Abnormal return* merupakan salah satu indikator yang dipakai guna melihat keadaan pasar yang sedang terjadi. *Abnormal return* kemudian digunakan dalam perhitungan ERC.

Jika ERC sebuah sekuritas rendah (yang dilihat dari harga penutupan saham yang menurun), maka menunjukkan bahwa kandungan informasi laba dari sekuritas tersebut kurang memberikan informasi yang cukup bagi investor untuk membuat keputusan ekonomi. Sebaliknya, kuatnya reaksi pasar terhadap informasi laba yang tercermin dari tingginya ERC, menunjukkan informasi laba

yang dilaporkan berkualitas. Tinggi rendahnya ERC antara sekuritas satu dengan yang lainnya berbeda-beda yang disebabkan karena pasar merespon secara berbeda terhadap informasi laba akuntansi.

Persentase kepemilikan saham investor institusi di BEI tercatat sebesar 73,14% pada akhir Maret 2015 (*sumber: cnnindonesia.com*). Claessens *et al.* (2000) menemukan bahwa berdasarkan data tahun 1996, sebesar 68.6% perusahaan publik di Indonesia dikendalikan oleh keluarga. Angka tersebut meningkat menjadi 79,20% pada tahun 2009 (Sugiharto, 2009). Survei yang dilakukan perusahaan audit asal Amerika Serikat, *Price Waterhouse Cooper (PwC)* mengenai bisnis keluarga di Indonesia menyatakan bahwa sebanyak 95% perusahaan Indonesia adalah bisnis keluarga (*sumber: cnnindonesia.com*).

Perusahaan dengan kepemilikan institusi dan keluarga mendominasi perdagangan saham di BEI sehingga berdampak cukup besar pada IHSG. Nilai IHSG yang naik ataupun turun memengaruhi *return* pasar yang kemudian dapat digunakan untuk melihat nilai *abnormal return*. Kepemilikan institusi dan keluarga berperan penting dalam mekanisme *corporate governance* perusahaan, di mana pemantauan dari kepemilikan ini dapat memengaruhi kualitas laba yang dilaporkan, sehingga berdampak juga terhadap respon pasar yang diukur dengan ERC.

Kepemilikan institusi merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain (Tarjo, 2008). Hirschman (1971) menyatakan ada tiga alternatif yang dilakukan oleh *shareholders* (dalam hal ini investor institusi) jika merasa tidak puas dengan kinerja manajer, sebagai: *voice*, *exit* dan *loyalty*. Investor institusi memiliki pengaruh pada perusahaan karena kepemilikan saham mereka yang besar, dan mereka dapat memantau manajer. Kehadiran mereka dapat mengubah perilaku perusahaan melalui kegiatan pemantauannya (Velury dan Jenkins, 2006). Pemantauan yang dilakukan oleh institusi ini dilatarbelakangi oleh alasan bahwa mereka telah menginvestasikan dana yang cukup besar pada perusahaan, sehingga menuntut manajer untuk melaporkan laba yang berkualitas. Wujud pemantauan yang dilakukan yaitu dengan menyuarakan ketidakpuasan atau pendapat mereka pada dewan komisaris, terkait dengan pengambilan keputusan yang penting bagi perusahaan atau penerapan kebijakan akuntansi yang lebih baik.

Investor institusi sebagai *controlling shareholders* yang melakukan pemantauan terhadap perusahaan, akan memotivasi manajer. Investor besar seperti investor institusi ini dapat dengan mudah menjual sejumlah besar saham mereka (*vote with their feet /exit*), dan jumlah saham mereka sangat tinggi sehingga tidak mungkin menjualnya tanpa memengaruhi harga saham. Oleh karena itu, manajer perusahaan akan lebih peduli dengan investor institusi yang menjual saham mereka (Bathala, *et al.*, 1994).

Kepemilikan institusi dan hubungannya terhadap ERC telah diteliti oleh Mehrani *et al.* (2017) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusi meningkatkan ERC karena investor institusi tersebut secara aktif mengelola portofolio investasi mereka dan, oleh karena itu, memotivasi manajer untuk melaporkan laba berkualitas tinggi. Velury dan Jenkins (2006) menunjukkan bahwa kepemilikan institusi berhubungan secara positif dengan *earnings response coefficient (ERC)*, ketepatan waktu (*timeliness*), dan nilai prediktif (*predictive value*). Jung dan Kown (2002) menyatakan bahwa peningkatan kehadiran investor institusi akan meningkatkan ERC. Hasil yang konsisten juga ditemukan dalam Fan

dan Wong (2002) yang menemukan hubungan positif antara kepemilikan institusi dan ERC.

Hsu dan Koh (2005) menemukan hasil yang tidak konsisten, yang menyebutkan bahwa investasi yang besar dalam perusahaan oleh investor institusi, memberikan kesempatan untuk mengakses informasi pribadi yang dapat dimanfaatkan untuk perilaku yang mementingkan diri sendiri dari pihak institusi yang dipandang berorientasi jangka pendek dan dapat mengurangi kualitas laba. Kualitas laba yang rendah, akan memberikan sinyal negatif kepada pasar sehingga ERC rendah.

Teori sinyal berhubungan dengan asimetri informasi antara manajer dengan pihak eksternal yang berkepentingan dengan informasi tersebut. Asimetri informasi ini dapat dikurangi dengan memberikan sinyal berupa informasi yang dapat dipercaya. Dalam hal ini, kepemilikan institusi yang memantau manajer akan memotivasi manajer untuk melaporkan laba yang berkualitas yang kemudian diterjemahkan sebagai sinyal oleh pasar. Sinyal yang baik akan direspons positif, sehingga adanya kepemilikan institusi ini dapat dikaitkan dengan meningkatnya ERC.

Perusahaan publik di Indonesia selain didominasi oleh perusahaan dengan kepemilikan institusi, juga didominasi oleh perusahaan dengan kepemilikan keluarga. Perusahaan keluarga dikelola dan dikendalikan oleh keluarga pendiri (Ali *et al.*, 2007). Hasil penelitian Fama dan Jensen (1983), Morck *et al.* (1988), Shleifer dan Vishny (1997) mendukung bahwa perusahaan keluarga kurang efisien dan cenderung melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas.

Hasil penelitian yang tidak konsisten ditemukan oleh Gomes (2000), Fan dan Wong (2002), Anderson dan Reeb (2003), Wang (2004), Ali *et al.* (2007) yang menunjukkan bahwa perusahaan keluarga memiliki laba yang berkualitas, lebih efisien, dan tidak melakukan ekspropriasi. Cascino *et al.* (2010) juga menunjukkan bahwa perusahaan keluarga secara umum melaporkan laba yang lebih berkualitas daripada perusahaan bukan keluarga. Selanjutnya, Wang (2004) dan Warfield (1995) menyatakan bahwa perusahaan keluarga tidak melakukan manajemen laba sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Laba yang dihasilkan oleh perusahaan keluarga yang terhindar dari manajemen laba, berarti laba tersebut berkualitas dan dapat menggambarkan kinerja keuangan perusahaan yang sesungguhnya. Laba yang berkualitas akan meningkatkan ERC perusahaan. Kepemilikan saham oleh keluarga akan meningkatkan ERC juga didukung dengan fakta bahwa perusahaan keluarga turut dikelola oleh manajer yang sebagian besar adalah anggota keluarga yang memiliki kepentingan yang sama untuk mensejahterakan perusahaan dan rasa memiliki yang besar terhadap perusahaan.

Proses penyusunan laporan keuangan perusahaan menuntut manajer perusahaan untuk memilih metode atau prinsip akuntansi yang digunakan. Kepemilikan saham yang besar dalam perusahaan (baik yang dimiliki oleh institusi maupun keluarga) cenderung akan memotivasi manajer dalam pemilihan prinsip akuntansi untuk menyajikan laporan laba yang berkualitas bagi pemilik (*owner*). Salah satu prinsip akuntansi adalah prinsip kehati-hatian atau disebut juga konservatisme akuntansi. Puspitarini (2016) dan Setyaningtyas (2009) menemukan bahwa konservatisme laba berpengaruh positif terhadap ERC. Sementara, Diantimala (2008) menemukan bahwa akuntansi konservatif berpengaruh negatif signifikan terhadap ERC.

Konservatisme memiliki pengaruh terhadap informasi laba yang dihasilkan. Konservatisme merupakan prinsip kehati-hatian, perusahaan memperlambat atau menunda pengakuan pendapatan yang mungkin terjadi, tetapi mempercepat pengakuan biaya yang mungkin terjadi. Dalam hal ini memverifikasi *gains* (keuntungan) harus lebih ketat dibanding memverifikasi hal-hal yang menyebabkan *losses* (kerugian). Perusahaan di dalam menjalankan aktivitas operasional, mempertahankan prinsip kehati-hatian, proses pelaporan keuangan dibuat sesuai dengan standar akuntansi dengan menerapkan prinsip kehati-hatian yang ada dalam akuntansi. Maka dari itu diharapkan laba yang dihasilkan bukan laba yang dibesar-besarkan, dan merupakan laba yang baik (Puspitarini, 2016). Oleh karena prinsip kehati-hatian menghasilkan laba yang tidak dibesar-besarkan, maka hal ini menjadi sinyal untuk menarik investor mau berinvestasi di perusahaan. Dengan demikian jumlah permintaan saham perusahaan akan meningkat, yang mana jika permintaan saham perusahaan meningkat akan memengaruhi harga saham perusahaan sehingga berdampak pada ERC suatu perusahaan.

Ramalingewoda dan Yu (2012) menemukan bahwa kepemilikan yang lebih tinggi oleh institusi yang cenderung memantau manager dikaitkan dengan pelaporan keuangan yang lebih konservatif. Ajinkya *et al.* (2005) menyatakan bahwa kepemilikan oleh institusi yang tinggi meningkatkan konservatisme. Sementara Widayati (2011) menemukan bahwa kepemilikan institusi tidak berpengaruh terhadap konservatisme akuntansi. Penelitian mengenai hubungan antara kepemilikan keluarga dengan konservatisme telah dilakukan oleh Chen *et al.* (2014) yang menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap konservatisme akuntansi.

Bagi para pengambil keputusan yang menggunakan laporan keuangan sebagai dasar pengambilan keputusan maka penilaian laba lebih saji dianggap lebih berbahaya dibandingkan dengan laba yang kurang saji. Hal ini disebabkan konsekuensi kebangkrutan lebih serius dibandingkan keuntungan serta untuk mengurangi risiko (risiko pajak, diawasi pemerintah dan resiko pembayaran dividen yang berlebih terhadap investor). Penerapan konservatisme akan membatasi perilaku oportunistik manajer (Savitri, 2016). Penerapan prinsip konservatisme akuntansi diharapkan dapat melindungi pemilik modal dan kreditor dari tindakan oportunistik manajemen serta menekan kemungkinan adanya *agency conflict* (Watts, 2003). Untuk mengurangi masalah keagenan, maka *shareholder* menuntut konservatisme akuntansi (Ball, 2001 dan Watts, 2003). Konservatisme merupakan bagian dari mekanisme kontrak yang efisien antara perusahaan dengan berbagai pihak (Watts, 2003).

Uraian diatas menunjukkan pentingnya prinsip konservatisme dalam pelaporan keuangan yang dapat menciptakan respon pasar. Perusahaan dengan kepemilikan institusi dan kepemilikan keluarga memiliki persentase saham yang besar atas perusahaan sehingga cenderung untuk lebih berhati-hati guna menjaga kelangsungan perusahaan jangka panjang. Mempertimbangkan hal tersebut, maka peneliti menambahkan konservatisme sebagai variabel *intervening* untuk menginvestigasi hubungan antara kepemilikan institusi dan keluarga terhadap ERC. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusi dan kepemilikan keluarga. Dua struktur kepemilikan ini dipilih sebab kedua kepemilikan ini mayoritas terdapat di perusahaan-perusahaan di Indonesia dan memiliki efek pemantauan yang besar terhadap perusahaan,

khususnya pada kandungan kualitas informasi laba dalam wujud respon pasar, yang diukur dengan ERC.

Hasil yang tidak konsisten masih ditemukan dalam penelitian yang berkaitan dengan hubungan masing-masing antara kepemilikan institusi terhadap ERC, kepemilikan keluarga terhadap ERC, dan konservatisme terhadap ERC. Penelitian mengenai peran kepemilikan institusi dan kepemilikan keluarga terhadap ERC dengan konservatisme akuntansi sebagai variabel *intervening*, hingga saat ini belum dilakukan oleh peneliti manapun secara menyeluruh. Oleh karena itu, peneliti melakukan penelitian ini untuk melihat pengaruh dari masing-masing variabel terhadap ERC secara menyeluruh. Peneliti mengambil sampel dari seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari periode 2014-2017.

2. LANDASAN TEORI

Teori sinyal

Teori sinyal mengasumsikan bahwa informasi yang diterima oleh masing-masing pihak tidak sama. Teori sinyal menunjukkan bahwa manajemen memiliki informasi yang lebih akurat tentang perusahaan dibandingkan pihak eksternal. Munculnya asimetri informasi menyebabkan pihak eksternal kesulitan menilai secara obyektif berkaitan dengan kualitas perusahaan. Salah satu cara untuk mengurangi asimetri informasi adalah dengan memberikan sinyal pada pihak eksternal berupa informasi keuangan yang dapat dipercaya dan akan mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan yang akan datang. Informasi keuangan pada laporan keuangan perusahaan yang dianggap dapat menjadi sinyal adalah informasi laba. Informasi laba yang diterima para pelaku pasar akan terlebih dahulu diterjemahkan sebagai sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*). Jika pengumuman laba tersebut sebagai sinyal baik (*good news*) bagi investor, yaitu kenaikan laba perusahaan, maka reaksi yang ditimbulkan terhadap harga saham adalah kenaikan harga saham, dan demikian pula sebaliknya.

Teori Agensi

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa pada hubungan keagenan terdapat suatu kontrak dimana satu orang atau lebih (*principal*) memerintah orang lain (*agent*) untuk melakukan suatu jasa atas nama *principal* dan memberi wewenang kepada *agent* untuk membuat keputusan terbaik bagi *principal*. Hubungan antara prinsipal dan agen dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi (*asymmetrical information*) karena agen berada pada posisi yang memiliki informasi lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan dengan prinsipal. Peran terpenting dari *shareholder* adalah untuk memonitor dan mengontrol pekerjaan dan pengambilan keputusan ekonomi yang dilakukan oleh manajer. Hal ini dilakukan untuk mengurangi risiko yang ditanggung oleh *shareholder* selaku pemilik perusahaan.

Earnings Response Coefficient (ERC)

Koefisien respon laba atau *earning response coefficient* adalah reaksi pasar terhadap informasi laba yang dipublikasikan oleh perusahaan yang dapat diamati dari pergerakan harga saham disekitar tanggal publikasi laporan keuangan (Diantimala, 2008). Koefisien respon laba merupakan pengaruh laba kejutan (*unexpected earnings*) terhadap CAR, yang ditunjukkan dengan *slope coefficient* dalam regresi *abnormal return* saham terhadap *unexpected earnings* (*UE*).

Koefisien respon laba digunakan untuk mengukur kualitas laba di mana laba yang berkualitas dapat ditunjukkan dari tingginya reaksi pasar ketika merespon informasi laba (Jang *et al.*, 2007).

Konservatisme Akuntansi

Watts (2003) mendefinisikan konservatisme sebagai prinsip kehati-hatian dalam pelaporan keuangan dimana perusahaan tidak terburu-buru dalam mengakui dan mengukur aktiva dan laba serta segera mengakui kerugian dan hutang yang mempunyai kemungkinan yang terjadi. Givoly dan Hayn (2000) mendefinisikan konservatisme sebagai pengakuan awal untuk biaya dan rugi serta menunda pengakuan untuk pendapatan dan keuntungan.

Kepemilikan Institusi

Kepemilikan institusi adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain (Tarjo, 2008). Tingkat kepemilikan institusi yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku opportunistik manajer.

Kepemilikan Keluarga

Perusahaan tergolong sebagai perusahaan keluarga apabila pemiliknya berpikir dan menginginkan perusahaannya sebagai perusahaan keluarga (Wahjono, 2009).

Menurut Poza (2007) definisi dari *family bussiness* bisa dilihat dari:

1. Kontrol *ownership* dari dua anggota atau lebih, dari keluarga atau *partnership* dari keluarga.
2. Strategi dalam manajemen perusahaan dipengarui oleh anggota keluarga baik itu sebagai *advisor* dalam anggota dewan, atau menjadi pemegang saham.
3. Lebih peduli pada hubungan keluarga.
4. Visi dari pemilik perusahaan keluarga berlanjut sampai ke beberapa generasi.

Penelitian ini dilakukan untuk menginvestigasi pengaruh kepemilikan institusi dan kepemilikan keluarga terhadap ERC dengan konservatisme akuntansi sebagai variabel *intervening*. Penelitian ini menggunakan dua teori, yaitu teori sinyal dan teori agensi. Teori sinyal digunakan untuk menjelaskan pengaruh kepemilikan institusi dan kepemilikan keluarga terhadap ERC, serta peran mediasi konservatisme akuntansi terhadap ERC. Teori agensi digunakan untuk menjelaskan pengaruh kepemilikan institusi dan kepemilikan keluarga terhadap konservatisme akuntansi.

Spence (1973) dalam teori sinyal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Kehadiran investor institusi dan keluarga sebagai *controlling shareholder* dalam perusahaan memiliki insentif yang kuat dalam memotivasi manajer untuk melaporkan laba yang berkualitas. Informasi laba yang berkualitas ini tercermin dari respon positif dari investor berupa kenaikan harga saham, yang dapat dilihat dari ERC perusahaan. Kehadiran investor institusi dapat meningkatkan ERC perusahaan (Mehrani *et al.*, 2017; Velury dan Jenkins, 2006; Jung dan Kown, 2002; Fan dan Wong, 2002). Selain kehadiran investor institusi,

perusahaan yang dimiliki oleh keluarga juga melaporkan laba yang lebih berkualitas daripada perusahaan bukan keluarga (Cascino *et al.*, 2010).

Teori agensi (Jensen dan Meckling, 1976) menyatakan bahwa hubungan antara prinsipal dan agen dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi (*asymmetrical information*) karena agen berada pada posisi yang memiliki informasi lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan dengan prinsipal. Adanya asimetri informasi ini menyebabkan kecenderungan munculnya konflik keagenan. Konflik keagenan yang terjadi membuat prinsipal berusaha untuk mencegah agar konflik itu tidak terjadi dengan melakukan pemantauan yang ketat terhadap agen.

Pemantauan terhadap agen dilakukan oleh *controlling shareholder* daripada *non controlling shareholder*, sebab efek pemantauan itu sendiri lebih dirasakan oleh *controlling shareholder* karena kepemilikan saham mereka yang besar. Sehingga dapat dikatakan bahwa investor institusi sebagai *controlling shareholder* memiliki insentif yang kuat untuk melakukan pemantauan terhadap agen. Pemantauan yang dilakukan oleh *shareholder* untuk mengawasi perilaku agen dalam mengelola perusahaan menyebabkan timbulnya *agency cost*. Adanya *agency cost* yang harus dikeluarkan oleh *shareholder*, maka investor institusi menuntut hasil yang setimpal dari manajer berupa informasi laba yang berkualitas, yang dapat tercermin dari ERC.

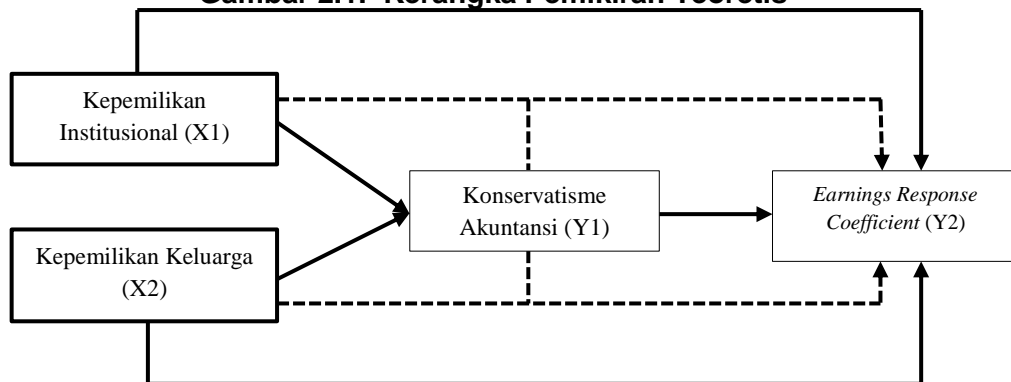
Perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga memiliki kecenderungan untuk memiliki manajemen yang merupakan anggota dari keluarga, sehingga hal ini akan mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajemen. Pola kepemilikan yang terkonsentrasi dan pemilik utama yang dominan adalah keluarga, masalah agensi yang mungkin timbul adalah konflik antara *controlling shareholders* dengan *non controlling shareholders*. Kepemilikan keluarga dapat menyelaraskan kepentingan antara keluarga dan pemegang saham lainnya dengan meningkatkan komunikasi melalui informasi laba yang berkualitas.

Untuk mengurangi masalah keagenan, maka *shareholder* menuntut konservatisme akuntansi (Ball, 2001 dan Watts, 2003). Konservatisme merupakan bagian dari mekanisme kontrak yang efisien antara perusahaan dengan berbagai pihak (Watts, 2003). Konservatisme merupakan prinsip kehati-hatian dimana perusahaan tidak terburu-buru mengakui laba namun segera mengakui kerugian yang mempunyai kemungkinan terjadi. Dengan mengakui kerugian ekonomi di periode kemungkinan terjadi yang tepat, sesuai dengan standar akuntansi, konservatisme dapat mengirimkan sinyal peringatan dini (*early warning signal*) kepada *shareholder* untuk menyelidiki kerugian ini.

Prinsip konservatisme memengaruhi informasi laba yang dipublikasikan. Prinsip konservatisme yang perusahaan terapkan memberikan sinyal bahwa perusahaan telah bekerja dengan baik dengan mengelola perusahaan dengan hati-hati. Kualitas kandungan informasi laba ini menjadi sinyal yang dapat menarik perhatian investor, sebagai bahan pertimbangan untuk pengambilan keputusan. Dalam hal ini, respon atas kandungan informasi laba yang berkualitas ini berarti *Earnings Response Coefficient (ERC)* perusahaan.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hubungan antar variabel dapat digambarkan melalui kerangka pemikiran teoretis sebagai berikut:

Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoretis



Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

- H1: Kepemilikan institusi berpengaruh terhadap konservatisme.
- H2: Kepemilikan keluarga berpengaruh terhadap konservatisme.
- H3: Konservatisme berpengaruh terhadap ERC.
- H4: Kepemilikan institusi berpengaruh terhadap ERC.
- H5: Kepemilikan keluarga berpengaruh terhadap ERC
- H6: Konservatisme memiliki pengaruh terhadap hubungan antara kepemilikan institusi terhadap ERC.
- H7: Konservatisme memiliki pengaruh terhadap hubungan antara kepemilikan keluarga terhadap ERC.

3. METODE PENELITIAN

Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *non*-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014-2017. Data yang diperlukan adalah laporan keuangan dan laporan tahunan (*annual report*) yang diterbitkan oleh perusahaan untuk tahun 2014-2017.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih dengan metode *purposive sampling*. Kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terus-menerus terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2014-2017 dan tidak mengalami *delisting*.
2. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan dan laporan tahunan secara lengkap selama periode 2014-2017.
3. Laporan keuangan disajikan dalam mata uang rupiah.
4. Perusahaan memperoleh laba berturut-turut selama periode penelitian 2014-2017.
5. Memenuhi informasi yang dibutuhkan mengenai data yang berhubungan dengan variabel yang akan diteliti.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dokumenter, yaitu data perusahaan *non*-keuangan yang terdaftar di BEI yang menerbitkan laporan tahunan selama periode 2014-2017. Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder penelitian ini berasal dari laporan keuangan

dan laporan tahunan yang telah dipublikasikan dari *data base* Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) selama tahun 2014-2017. Data harga saham dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) masing-masing diperoleh melalui website www.duniainvestasi.com.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Earnings Response Coefficient (ERC)

Menurut Scott (2012), *earnings response coefficient (ERC)* adalah ukuran atas tingkat *abnormal return* dari suatu sekuritas dalam merespon komponen *unexpected earnings* dari laba yang dilaporkan perusahaan penerbit sekuritas tersebut. *Earnings response coefficient* diukur dengan beberapa kali tahapan perhitungan. Tahap pertama melakukan perhitungan *cumulative abnormal return (CAR)* masing-masing sampel dan tahap yang kedua menghitung *unexpected earnings (UE)*.

Cumulative Abnormal Return (CAR)

Cumulative Abnormal Return (CAR) ialah penjumlahan *abnormal return* hari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk setiap sekuritas (Hartono, 2010). Rumus perhitungan CAR:

$$CAR_{it} = \sum AR_{it}$$

Keterangan:

AR_{it} = *Abnormal return* perusahaan i pada periode t

CAR_{it} = *Cumulative abnormal return* perusahaan i pada periode t

CAR pada saat laba akuntansi dipublikasikan dihitung dengan periode jendela selama 7 hari (3 hari sebelum peristiwa, 1 hari peristiwa, dan 3 hari sesudah peristiwa), yang dipandang cukup mendeteksi *abnormal return* yang terjadi akibat publikasi laba sebelum *Confounding effect* (efek bias yang muncul diakibatkan oleh kejadian penting yang terjadi bersamaan) yang memengaruhi *abnormal return* tersebut (Diantimala, 2008).

Abnormal return adalah hasil pengurangan atau beda dari *actual return* yang terjadi dengan *expected return* oleh investor (Hartono, 2010). Model sesuaian pasar (*market adjusted model*) digunakan sebagai pengukuran *abnormal return*. Model ini mengasumsikan bahwa *return* indeks pasar pada saat tersebut merupakan penduga yang paling baik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas (Jogiyanto, 2010). *Abnormal Return* diperoleh dari :

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Keterangan:

AR_{it} = *Abnormal return* perusahaan i pada periode t

R_{it} = *Actual return* perusahaan i pada periode t

R_{mt} = *Return* pasar pada periode t

Untuk memperoleh data *abnormal return* tersebut, terlebih dahulu harus mencari *return* saham dan *return* pasar. Berikut ini cara menghitungnya:

a. *Return* saham harian dihitung dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

R_{it} = *Return* saham perusahaan i periode t

P_{it} = Harga penutupan saham perusahaan i pada periode t

P_{it-1} = Harga penutupan saham perusahaan i pada periode t-1

b. *Return* pasar harian dihitung sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{(IHS G_t - IHS G_{t-1})}{IHS G_{t-1}}$$

Keterangan:

R_{mt} = *Return* pasar harian pada periode t

$IHS G_t$ = Indeks harga saham gabungan pada periode t

$IHS G_{t-1}$ = Indeks harga saham gabungan pada periode t-1

Unexpected Earnings (UE)

Unexpected earnings atau *earnings surprise* adalah laba kejutan atau laba diluar dugaan yang diperoleh dari suatu investasi yang diprosikan dengan laba akuntansi dan dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Mulyani *et al.*, 2007):

$$UE_{it} = \frac{(E_{it} - E_{it-1})}{E_{it-1}}$$

Keterangan:

UE_{it} = *Unexpected earning* perusahaan i pada periode t

E_{it} = Laba akuntansi perusahaan i pada periode t

E_{it-1} = Laba akuntansi perusahaan i pada periode t sebelumnya

Setelah menghitung *Cumulative abnormal return* (CAR) dan *Unexpected earnings* (UE), selanjutnya dapat dilakukan perhitungan terhadap *earnings response coefficient*.

Earnings Response Coefficient

Persamaan atau model yang digunakan dalam penelitian ini mengacu pada Adisusilo (2011) yang akan digunakan untuk menentukan *earnings response coefficient* pada masing-masing sampel yaitu:

$$CAR_{it} = \alpha + \beta UE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

CAR_{it} = *Cumulative abnormal return* perusahaan i pada periode t

α = Konstanta

β = Koefisien respon laba perusahaan i pada periode t

UE_{it} = *Unexpected earnings* perusahaan i pada periode t

ε_{it} = Komponen *error* dalam model atas perusahaan i pada periode t

Konservatisme

Konservatisme adalah prinsip kehati-hatian dalam mengakui keuntungan dan segera mengakui kerugian dan utang yang mempunyai kemungkinan akan terjadi (Watts, 2003). Pengukuran penelitian ini mengacu pada penelitian Givoly *et al.* (2010), di mana peneliti membagi nilai konservatisme dengan total aset, dengan rumus sebagai berikut :

$$CONACC = NI - CFO$$

Keterangan:

- CONACC = Laba konservatisme
 NI = Net income sebelum extraordinary item dikurang depresiasi dan amortisasi
 CFO = Jumlah arus kas bersih dari aktivitas operasi

Kepemilikan Institusi

Kepemilikan institusional merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain (Tarjo, 2008). Variabel kepemilikan institusi dalam struktur saham perusahaan (Juniarti dan Sentosa, 2009):

$$\text{Kepemilikan institusional} = \frac{\text{Jumlah saham institusi}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan Keluarga

Perusahaan dikatakan dimiliki oleh keluarga (*family owned*), jika keluarga tersebut merupakan *controlling shareholders*, dan merupakan pemilik saham tertinggi dibandingkan dengan *shareholders* lainnya. Kepemilikan keluarga diukur berdasarkan:

$$\text{Kepemilikan keluarga} = \frac{\text{Jumlah saham keluarga}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

Metode Analisis Data

Uji Normalitas Data

Menurut Ghozali (2016:154), uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Uji statistik yang dapat digunakan untuk menguji normalitas data, yaitu uji *Kolmogorov-Smirnov Z* dengan tingkat probabilitas signifikansi sebesar 0.05. Data dikatakan normal apabila hasil dari uji *Kolmogorov-SmirnovZ* memiliki tingkat probabilitas signifikansi lebih besar dari 0.05 atau 5% (Ghozali, 2016:159).

Tabel 1

Hasil Uji Normalitas

Persamaan	<i>Kolmogorov-Smirnov Z</i>	Sig.	Keterangan
Sub-struktur 1	0.867	0.440	Terdistribusi normal
Sub-struktur 2	0.801	0.542	Terdistribusi normal

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS versi 20 (2018)

Berdasarkan hasil uji normalitas menunjukkan persamaan substruktur 1 memiliki tingkat probabilitas signifikansi sebesar 0.440. Hasil pengujian persamaan substruktur 2 menunjukkan tingkat probabilitas signifikansi sebesar 0.542 Nilai probabilitas signifikansi pada persamaan substruktur 1 dan 2 lebih besar dari α 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa data sampel menunjukkan distribusi yang normal.

Uji Multikolinearitas

Menurut Ghozali (2016:103), uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi yang kuat antar variabel independen. Pengujian multikolinearitas dapat didasarkan pada besarnya nilai *tolerance* dan VIF (*Variance Inflation Faktor*). Jika nilai *tolerance* > 0,10 dan VIF <

10 maka dapat diartikan bahwa tidak terdapat multikolinearitas pada penelitian tersebut. (Ghozali, 2016:103).

Tabel 2
Hasil Uji Multikolinearitas

Struktur Model	Collinearity Statistics		Keterangan
	Tolerance	VIF	
Sub-struktur 1 (Pengaruh Kepemilikan Institusi dan Kepemilikan Keluarga terhadap Konservatisme)			
	0.530	1.886	Tidak terjadi multikolinearitas
Kepemilikan Institusi	0.530	1.886	Tidak terjadi multikolinearitas
Kepemilikan Keluarga			
Sub-struktur 2 (Pengaruh Kepemilikan Institusi, Kepemilikan Keluarga, dan Konservatisme terhadap ERC)			
Kepemilikan Institusi	0.512	1.951	Tidak terjadi multikolinearitas
Kepemilikan Keluarga	0.524	1.909	Tidak terjadi multikolinearitas
Konservatisme	0.966	1.035	Tidak terjadi multikolinearitas

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS versi 20 (2018)

Hasil uji multikolinearitas terhadap substruktur 1 menunjukkan nilai *tolerance* 0.530 (lebih besar dari 0,1) dan nilai VIF sebesar 1.886 (lebih kecil dari 10), sehingga tidak mengindikasikan adanya multikolinearitas. Hasil uji multikolinearitas terhadap substruktur 2 dari model penelitian menunjukkan nilai *tolerance* masing-masing variabel yang lebih besar dari 0.1 dan nilai VIF lebih kecil dari 10 yang juga tidak mengindikasikan adanya multikolinearitas.

Uji Autokorelasi

Menurut Ghozali (2016:107) uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (periode sebelumnya). Masalah autokorelasi disebabkan oleh residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari observasi ke observasi lainnya. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Pengujian autokorelasi dalam penelitian ini menggunakan model *Durbin Watson* (DW-test). Menurut Santoso (2012:243) pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi adalah:

1. Angka D-W di bawah -2 berarti ada autokorelasi positif.
2. Angka D-W di antara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi.
3. Angka D-W di atas +2 berarti ada autokorelasi negatif.

Tabel 3
Hasil Uji Autokorelasi

Struktur Model	Nilai <i>Durbin Watson</i>	Keterangan
Sub-struktur 1	1.217	Tidak terjadi autokorelasi
Sub-struktur 2	1.788	Tidak terjadi autokorelasi

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS versi 20 (2018)

Pada tabel 3 diperoleh nilai *Durbin Watson* (*DW*) untuk substruktur 1 sebesar 1.217, dan untuk substruktur 2 sebesar 1.788, dimana nilai tersebut berada di antara -2 sampai +2, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi pada kedua substruktur.

Uji Heteroskedastisitas

Menurut Ghozali (2016:134), uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians tetap maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan uji Glejser. Uji Glejser dilakukan dengan meregresi nilai absolut residual sebagai variabel dependen dengan semua variabel independen dalam model. Jika signifikansi < 0.05 berarti ada gejala heteroskedastisitas.

Tabel 4
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Struktur Model	t-hitung	sig	Keterangan
Sub-struktur 1 (Pengaruh Kepemilikan Institusi dan Kepemilikan Keluarga terhadap Konservatisme)			
Kepemilikan Institusi	-1.256	0.210	Tidak terjadi heteroskedastisitas
Kepemilikan Keluarga	-0.819	0.413	Tidak terjadi heteroskedastisitas
Sub-struktur 2 (Pengaruh Kepemilikan Institusi, Kepemilikan Keluarga dan Konservatisme terhadap ERC)			
Kepemilikan Institusi	-0.020	0.984	Tidak terjadi heteroskedastisitas
Kepemilikan Keluarga	0.148	0.882	Tidak terjadi heteroskedastisitas
Konservatisme	-0.123	0.903	Tidak terjadi heteroskedastisitas

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS versi 20 (2018)

Hasil pengujian heteroskedastisitas pada substruktur 1 dan 2 menggunakan uji *Glejser*. Pada substruktur 1 dan 2 masing-masing variabel menunjukkan tingkat signifikansi sebesar 0.210 dan 0.413 (masing-masing nilai

signifikansi diatas 0.05) yang menunjukkan tidak ada gejala heteroskedastisitas pada kedua substruktur ini.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Penelitian ini menggunakan semua perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan tahun 2014-2017 sebagai populasi dari objek penelitian. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih secara *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria sampel yang telah ditetapkan, jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria untuk masing-masing periode adalah 147 perusahaan dari 567 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sehingga jumlah unit analisis secara keseluruhan adalah sebanyak 588 sampel. Sebanyak 192 data outlier telah dieliminasi, sehingga jumlah sampel observasi yang diuji dalam penelitian ini sekarang berjumlah 396 sampel.

Koefisien Determinasi (R²)

Menurut Ghozali (2016:95), koefisien determinasi (R²) pada intinya mengukur seberapa besar kemampuan model di dalam menerangkan atau menjelaskan variasi variabel dependen. Koefisien determinasi yang digunakan didalam penelitian ini adalah *adjusted r square* untuk model substruktur 1 dan substruktur 2.

Tabel 5
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²)

	R	R square	Adjusted R square
Substruktur 1	0.184	0.034	0.029
Substruktur 2	0.150	0.023	0.015

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS versi 20 (2018)

Besarnya nilai *Adjusted R square* untuk persamaan substruktur 1 adalah 0.029. Hal ini berarti 2.9 % variasi variabel konservatisme dapat dijelaskan oleh variasi variabel independen kepemilikan institusi dan kepemilikan keluarga. Sedangkan sisanya (100% - 2.9% = 97.1%) dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model ini. Hasil uji koefisien determinasi untuk persamaan substruktur 2 yang ditunjukkan dalam tabel 5, nilai *Adjusted R square* yang diperoleh adalah sebesar 0.015, yang berarti bahwa 1.5% variasi variabel ERC dapat dijelaskan oleh variasi variabel independen kepemilikan institusi, kepemilikan keluarga, dan konservatisme. Sedangkan selebihnya (100% - 1.5% = 98.5%) dijelaskan oleh variabel-variabel lain diluar model ini.

Hasil Uji Simultan (Uji F)

Menurut Ghozali (2016: 96) uji F ini digunakan untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh secara bersama-sama (simultan) variabel-variabel independen (bebas) terhadap variabel dependen (terikat). Uji F dapat dilihat dari besarnya probabilitas value (*p value*) dibandingkan dengan 0,05 (Taraf signifikansi $\alpha = 5\%$).

Tabel 6
Hasil Uji Statistik F

Variabel Endogenus	Variabel Eksogenus	F	Sig.
Konservatisme	Kepemilikan Institusi Kepemilikan Keluarga	6.878	0.001

<i>Earnings Response Coefficient (ERC)</i>	Kepemilikan Institusi Kepemilikan Keluarga Konservatisme	3.026	0.029
--	--	-------	-------

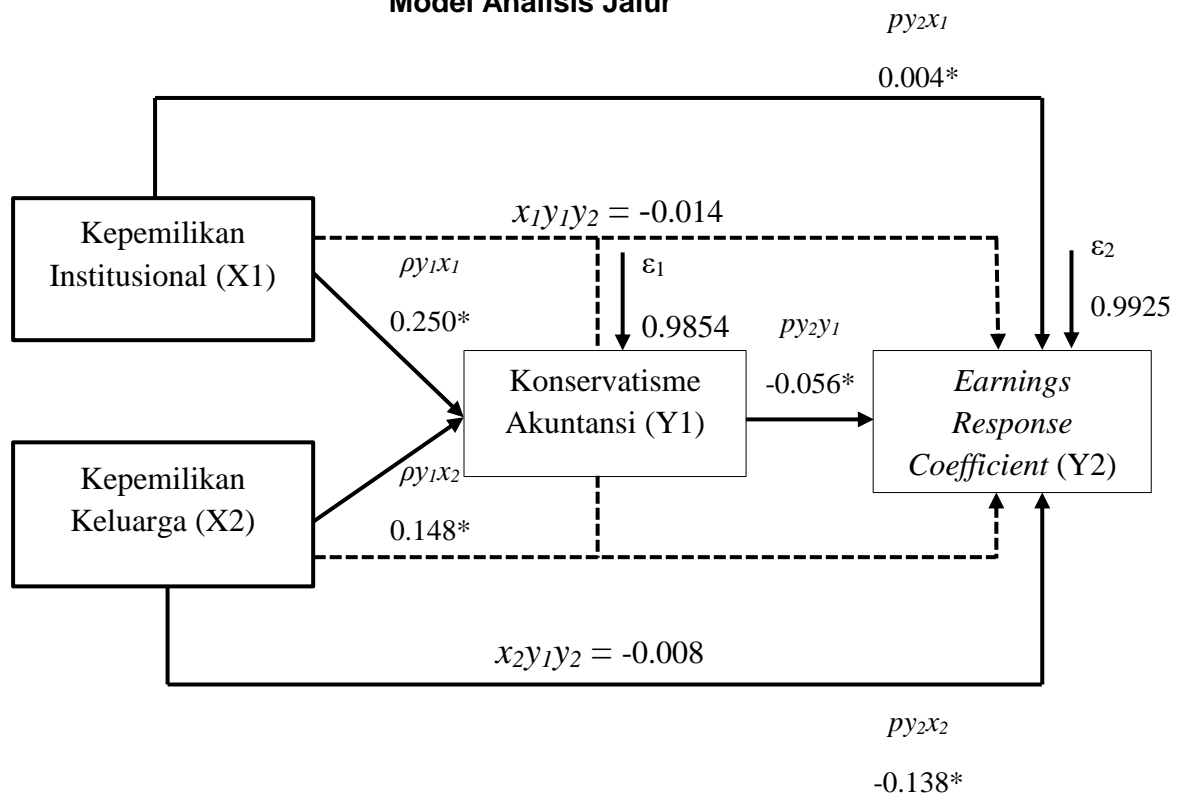
Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS versi 20 (2018)

Berdasarkan hasil uji ANOVA atau *F-test* yang terlihat pada tabel 6 di atas, menunjukkan bahwa untuk persamaan substruktur 1 memiliki nilai signifikansi sebesar $0.001 < 0.05$. Persamaan substruktur 2 memiliki nilai signifikansi sebesar $0.029 < 0.05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model pada persamaan substruktur 1 dan 2 telah dibangun dengan baik.

Hasil Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan model regresi dalam analisis jalur (*path analysis*) untuk memprediksi hubungan antara variabel eksogenus dan variabel endogenus. Berdasarkan hasil pengolahan data yang telah diperoleh untuk model penelitian ini maka dapat digambarkan model diagram jalur sebagai berikut:

Gambar 2
Model Analisis Jalur



Keterangan:

- = pengaruh langsung
- - - - -→ = pengaruh tidak langsung

Persamaan struktural yang dapat dirumuskan berdasarkan model diagram jalur yang telah digambarkan sebelumnya adalah sebagai berikut:

Persamaan substruktur 1

$$y_1 = \rho y_1 x_1 + \rho y_1 x_2 + \varepsilon_1$$

$$y_1 = 0.250x_1 + 0.148x_2 + 0.9854$$

Persamaan substruktur 2

$$y_2 = \rho y_2 x_1 + \rho y_2 x_2 + \rho y_2 y_1 + \varepsilon_2$$

$$y_2 = 0.004x_1 + -0.138x_2 + -0.056y_1 + 0.9925$$

Keterangan:

$$\varepsilon_1 = \sqrt{1 - \text{adjusted } R \text{ square}} = \sqrt{1 - 0,029} = 0.9854$$

$$\varepsilon_2 = \sqrt{1 - \text{adjusted } R \text{ square}} = \sqrt{1 - 0,015} = 0.9925$$

Berdasarkan persamaan struktural yang telah dirumuskan tersebut, persamaan substruktur 1 menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusi dan kepemilikan keluarga memiliki pengaruh positif terhadap variabel konservatisme. Hal ini berarti bahwa variabel kepemilikan institusi dan kepemilikan keluarga secara statistik akan meningkatkan konservatisme. Persamaan substruktur 2 menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusi memiliki pengaruh positif terhadap variabel dependen ERC, sedangkan variabel kepemilikan keluarga dan konservatisme berpengaruh negatif terhadap variabel ERC. Hal ini berarti bahwa variabel kepemilikan institusi secara statistik akan meningkatkan ERC, sedangkan variabel kepemilikan keluarga dan konservatisme secara statistik akan menurunkan ERC.

Hasil analisis dari model jalur memperlihatkan hasil pengolahan data untuk model analisis dengan dua persamaan jalur yang digunakan dalam penelitian ini:

Tabel 7
Hasil Analisis Persamaan Jalur

Struktur Model	Standardized Coefficient	Sig.	Keterangan
Sub-struktur 1 (Pengaruh Kepemilikan Institusi dan Kepemilikan Keluarga terhadap Konservatisme)			
Kepemilikan Institusi	0.250	0.000	Signifikan
Kepemilikan Keluarga	0.148	0.030	Signifikan
Sub-struktur 2 (Pengaruh Kepemilikan Institusi, Kepemilikan Keluarga dan Konservatisme terhadap ERC)			
Kepemilikan Institusi	0.004	0.949	Tidak Signifikan
Kepemilikan Keluarga	-0.138	0.046	Signifikan
Konservatisme	-0.056	0.268	Tidak Signifikan

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 20 (2018)

Hasil analisis dari model jalur pada tabel 7 memperlihatkan hasil pengolahan data untuk model analisis dengan dua persamaan jalur yang digunakan di dalam penelitian ini, yaitu:

1. Pengaruh variabel kepemilikan institusi (X_1) terhadap konservatisme (Y_1) menunjukkan nilai koefisien jalur positif sebesar 0.250 pada probabilitas

- signifikansi 0.000. Hal ini menunjukkan kepemilikan institusi yang tinggi cenderung meningkatkan konservatisme.
2. Pengaruh variabel kepemilikan keluarga (X_2) terhadap konservatisme (Y_1) menunjukkan nilai koefisien jalur positif sebesar 0.148 pada probabilitas signifikansi 0.030. Hal ini menunjukkan kepemilikan keluarga yang tinggi cenderung meningkatkan konservatisme.
 3. Pengaruh variabel konservatisme (Y_1) terhadap ERC (Y_2) diperoleh nilai koefisien jalur negatif sebesar -0.056 pada probabilitas signifikansi 0.268. Hal ini menunjukkan bahwa konservatisme cenderung menurunkan ERC.
 4. Pengaruh variabel kepemilikan institusi (X_1) terhadap ERC (Y_2) diperoleh nilai koefisien jalur positif sebesar 0.004 pada probabilitas signifikansi 0.949. Hal ini menunjukkan kepemilikan institusi cenderung meningkatkan ERC.
 5. Pengaruh variabel kepemilikan keluarga (X_2) terhadap ERC (Y_2) diperoleh nilai koefisien jalur negatif sebesar -0.138 pada probabilitas signifikansi 0.046. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga dalam perusahaan cenderung menurunkan ERC.

Uji Parsial (Uji t)

Uji statistik t digunakan untuk melihat seberapa jauh pengaruh variabel independen secara individual atau parsial dalam menerangkan variabel dependen. Uji statistik t dilakukan dengan melihat nilai signifikansi yang diperoleh masing-masing variabel. Jika nilai *probability value* (*p value*) lebih kecil dari 0,05 (taraf signifikansi $\alpha = 5\%$), maka terdapat pengaruh parsial yang signifikan antara variabel independen terhadap dependen.

Pembahasan hasil uji t adalah sebagai berikut:

1. Kepemilikan institusi memiliki pengaruh sebesar 0.250 pada probabilitas signifikansi sebesar 0.000, lebih kecil dari 0.05 terhadap konservatisme. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap konservatisme. Dengan demikian, H_1 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh terhadap konservatisme, diterima.
2. Kepemilikan keluarga memiliki pengaruh sebesar 0.148 pada probabilitas signifikansi sebesar 0.030, lebih kecil dari 0.05 terhadap konservatisme. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap konservatisme. Dengan demikian, H_2 yang menyatakan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh terhadap konservatisme, diterima.
3. Konservatisme memiliki pengaruh sebesar -0.056 pada probabilitas signifikansi 0.268, lebih besar dari 0.05 terhadap ERC. Dapat disimpulkan bahwa konservatisme memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap ERC. Dengan demikian, H_3 yang menyatakan bahwa konservatisme berpengaruh terhadap ERC, ditolak.
4. Kepemilikan institusi memiliki pengaruh sebesar 0.004 pada probabilitas signifikansi sebesar 0.949, lebih besar dari 0.05 terhadap ERC. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusi memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap ERC. Dengan demikian, H_4 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh terhadap ERC, ditolak.
5. Kepemilikan keluarga memiliki pengaruh sebesar -0.138 pada probabilitas signifikansi sebesar 0.046, lebih kecil dari 0.05 terhadap ERC. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap ERC. Dengan demikian, H_5 yang menyatakan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh terhadap ERC, diterima.

Pengujian Pengaruh Langsung, Pengaruh Tidak Langsung, dan Pengaruh Total

Pengaruh langsung adalah pengaruh satu variabel eksogenus terhadap variabel endogenus yang terjadi tanpa melalui variabel endogenus lain. Nilai pengaruh langsung dapat diperoleh dari *standardized coefficient beta*, yang merupakan nilai koefisien variabel dari setiap persamaan substruktur yang dihasilkan melalui analisis regresi. Sedangkan pengaruh tidak langsung adalah pengaruh satu variabel eksogenus terhadap variabel endogenus yang terjadi melalui variabel endogenus lain yang terdapat dalam model yang dianalisis. Pengaruh total diperoleh dari akumulasi dari pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung.

Hasil pengujian statistik mengenai pengujian pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung, dan pengaruh total dapat dijelaskan pada tabel 8 di bawah ini:

Tabel 8
Analisis Pengaruh Langsung, Pengaruh Tidak Langsung, dan Pengaruh Total

Kombinasi Variabel	Pengaruh Langsung	Pengaruh Tidak Langsung	Pengaruh Total
X ₁ terhadap Y ₁	0.250	-	0.250
X ₂ terhadap Y ₁	0.148	-	0.148
Y ₁ terhadap Y ₂	-0.056	-	-0.056
X ₁ terhadap Y ₂	0.004	-0.014	-0.010
X ₂ terhadap Y ₂	-0.138	-0.008	-0.146

Sumber: Data diolah (2018)

Keterangan:

- X₁ = Kepemilikan Institusi
- X₂ = Kepemilikan Keluarga
- Y₁ = Konservatisme
- Y₂ = ERC

Berdasarkan hasil analisis pengaruh tidak langsung di pada tabel 8 di atas, diperoleh koefisien pengaruh kepemilikan institusi (X₁) terhadap ERC (Y₂) melalui konservatisme sebesar -0.014, dan diperoleh pengaruh total sebesar -0.01. Nilai pengaruh tidak langsung ini didapat dari hasil perkalian *standardized coefficients* antara variabel X₁ terhadap Y₂ dan variabel Y₁ terhadap Y₂. Pada substruktur 1, variabel X₁ memiliki probabilitas signifikansi 0.000. Pada substruktur 2, variabel Y₁ memiliki probabilitas signifikansi sebesar 0.268.

Berdasarkan hasil analisis pengaruh tidak langsung di pada tabel 8 di atas, diperoleh koefisien pengaruh kepemilikan keluarga (X₂) terhadap ERC (Y₂) melalui konservatisme sebesar -0.008 dan diperoleh pengaruh total sebesar -0.146. Nilai pengaruh tidak langsung ini didapat dari hasil perkalian *standardized coefficients* antara variabel X₂ terhadap Y₂ dan variabel Y₁ terhadap Y₂. Pada substruktur 1, variabel X₂ memiliki probabilitas signifikansi 0.030. Pada substruktur 2, variabel Y₁ memiliki probabilitas signifikansi sebesar 0.268.

Uji Sobel (Sobel Test)

Pengujian hipotesis mediasi dapat dilakukan dengan menggunakan uji sobel (*sobel test*). Uji sobel ini dilakukan untuk menguji kekuatan pengaruh tidak langsung variabel bebas (X) terhadap variabel terikat (Y) melalui variabel mediasi (M) atau dengan kata lain menguji signifikansi pengaruh tidak langsung. Perkalian antara pengaruh langsung variabel bebas terhadap variabel mediator (a) dan pengaruh langsung variabel mediator terhadap variabel dependen (b) akan menghasilkan koefisien ab. Uji signifikansi pengaruh tidak langsung (ab) dilakukan berdasarkan rasio antara koefisien (ab) dengan *standard error*-nya yang akan menghasilkan nilai t- statistik. Apabila nilai absolut dari t-statistik > t tabel atau *p-value* < 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa variabel M memediasi hubungan kausal antara variabel independen (X) terhadap variabel dependen (Y).

Tabel 9
Hasil Uji Sobel

Pengaruh antar Variabel	A	B	SEa	SEb	<i>p value of Sobel Test</i>	Keterangan
Kepemilikan Institusi terhadap ERC melalui Konservatisme	0.079	-0.081	0.021	0.073	0.287	Tidak Signifikan
Kepemilikan Keluarga terhadap ERC melalui Konservatisme	0.037	-0.081	0.017	0.073	0.322	Tidak Signifikan

Sumber: Perhitungan dengan bantuan program *statistics calculators version 3.0* <http://www.danielsoper.com>

Keterangan:

A = Koefisien regresi pengaruh variabel independen ke variabel mediasi

B = Koefisien regresi pengaruh variabel mediasi ke variabel dependen

SEa = *Standard error* dari koefisien A

SEb = *Standard error* dari koefisien B

Berdasarkan hasil analisis pengujian sobel pada tabel 9 di atas, menunjukkan bahwa pengaruh kepemilikan institusi (X_1) terhadap ERC (Y_2) melalui konservatisme (Y_1) memiliki nilai probabilitas signifikansi $0.287 > 0.05$. Pada analisis pengaruh tidak langsung, substruktur 1 variabel X_1 terhadap variabel Y_1 memiliki probabilitas signifikansi $0.000 < 0.05$ dan substruktur 2 variabel Y_1 terhadap Y_2 memiliki probabilitas signifikansi $0.268 > 0.05$. Dengan demikian, H_6 yang menyatakan bahwa konservatisme memediasi pengaruh kepemilikan institusi terhadap ERC, ditolak.

Hasil analisis uji sobel pada tabel 4.7, menunjukkan bahwa pengaruh kepemilikan keluarga (X_2) terhadap ERC (Y_2) melalui konservatisme (Y_1) memiliki nilai probabilitas signifikansi $0.322 > 0.05$. Pada analisis pengaruh tidak langsung, substruktur 1 variabel X_2 terhadap variabel Y_1 memiliki probabilitas signifikansi $0.030 < 0.05$ dan substruktur 2 variabel Y_1 terhadap Y_2 memiliki probabilitas signifikansi $0.268 > 0.05$. Dengan demikian, H_7 yang menyatakan bahwa konservatisme memediasi pengaruh kepemilikan keluarga terhadap ERC, ditolak.

Pembahasan

Pengaruh Kepemilikan Institusi terhadap Konservatisme

Hasil uji statistik t menunjukkan nilai t sebesar 3.678 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.000 (lebih kecil dari 0.05). Nilai koefisien regresi menunjukkan hasil positif sebesar 0.079. Hal ini mengindikasikan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh positif dan signifikan terhadap konservatisme. Semakin tinggi kepemilikan institusi dalam suatu perusahaan, maka semakin tinggi penerapan prinsip konservatisme.

Ditinjau dari perspektif teori agensi, *agency problem* antara prinsipal dan agen dapat diminimalkan dengan meningkatkan pengawasan terhadap kinerja manajer dengan melibatkan adanya investor institusi. Wujud pemantauan yang dilakukan yaitu dengan menyuarakan ketidakpuasan atau pendapat mereka pada dewan komisaris melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) terkait dengan pengambilan keputusan yang penting bagi perusahaan atau penerapan kebijakan akuntansi yang lebih baik.

Lafond dan Watts (2006) berpendapat bahwa laporan keuangan yang mengaplikasikan prinsip konservatisme dapat mengurangi kemungkinan manajer untuk membesar-besarkan laba serta biaya agensi yang muncul akibat dari asimetri informasi. Latar belakang yang menyebabkan perilaku ini adalah adanya insentif manajemen berupa bonus yang diukur dari kinerja manajemen dalam mencapai laba. Faktor tersebut dapat menyebabkan manajer bertindak untuk memilih metode akuntansi yang tidak berhati-hati dan laba menjadi dibesar-besarkan. Menurut Velury dan Jenkins (2006) dan Hirschman (1974), investor institusi memiliki pengaruh pada perusahaan karena kepemilikan saham mereka yang besar dan mereka dapat memantau manajer. Sehingga, semakin tinggi kepemilikan institusi maka semakin besar pula dorongan yang diberikan kepada manajer untuk menerapkan prinsip konservatisme.

Konsisten dengan teori agensi, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa adanya proporsi saham yang dimiliki oleh institusi dalam suatu perusahaan maka penerapan prinsip konservatisme akuntansi cenderung meningkat dan pengaruhnya signifikan. Prinsip konservatisme akan menghasilkan laba yang tidak dibesar-besarkan, sebab manajer dalam menjalankan kegiatan operasionalnya membutuhkan verifikasi yang lebih tinggi untuk mengakui *gains* daripada mengakui *losses* yang memiliki kemungkinan terjadi. Artinya bahwa investor institusi mendorong manajer untuk mengelola aktifitas operasi perusahaan dengan hati-hati sesuai dengan standar akuntansi, yang terlihat dari laba bersih perusahaan yang lebih rendah daripada arus kas operasi perusahaan atau memiliki nilai akrual negatif. Pengakuan beban yang memiliki kemungkinan terjadi lebih awal yang terlihat dari laba bersih yang tidak dibesar-besarkan, dapat mengurangi asimetri informasi, di mana manajer memberikan keterbukaan informasi kepada investor yang tidak hanya mengungkapkan kinerja yang baik saja, tapi juga mengungkapkan *losses* atau kerugian yang mungkin dihadapi oleh perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan Ramalingegowda dan Yu (2012) yang menemukan bahwa kepemilikan yang lebih tinggi oleh institusi yang cenderung memantau manager dikaitkan dengan pelaporan keuangan yang lebih konservatif. Hasil yang konsisten ditemukan juga dalam Ajinkya *et al.* (2005) yang menyatakan bahwa kepemilikan oleh institusi yang tinggi meningkatkan konservatisme.

Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Konservatisme

Hasil uji statistik t menunjukkan nilai t sebesar 2,174 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.030 (lebih kecil dari 0.05). Nilai koefisien regresi menunjukkan hasil positif sebesar 0.037. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap konservatisme. Semakin tinggi kepemilikan keluarga dalam suatu perusahaan, maka penerapan konservatisme cenderung meningkat.

Teori agensi menurut Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga lebih efisien karena biaya pengawasan yang dikeluarkan atau *monitoring cost* nya lebih kecil. Hal ini disebabkan kendali keluarga akan mengurangi masalah keagenan melalui pengawasan yang lebih ketat terhadap manajer.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa kepemilikan keluarga cenderung meningkatkan konservatisme. Semakin tinggi proporsi saham yang dimiliki oleh keluarga dalam perusahaan, maka konservatisme akan meningkat dan pengaruhnya signifikan. Hasil penelitian ini konsisten dengan Chen *et al.* (2014) yang menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap konservatisme akuntansi.

Perusahaan keluarga pada dasarnya memiliki sifat multi-generasi dan merupakan *long term investors*, artinya bahwa perusahaan keluarga mementingkan keberlangsungan perusahaan jangka panjang (*going concern*). Untuk mempertahankan keberlangsungan perusahaan jangka panjang, perusahaan keluarga dimana banyak pemilik keluarga terlibat dalam operasi sehari-hari perusahaan baik sebagai manajer atau anggota dewan, mengelola kegiatan operasi perusahaan dengan prinsip kehati-hatian dalam standar akuntansi. Ini mengindikasikan laba yang disajikan menjadi tidak dibesarkan, yang terlihat dari nilai akrual yang negatif. Nilai laba bersih perusahaan lebih kecil dari arus kas operasinya, sebab perusahaan keluarga akan mengakui keuntungan jika memiliki kepastian terjadi. Dana perusahaan digunakan untuk membayar beban operasi dan utang perusahaan mengindikasikan perusahaan akan tetap *going concern*, sebab terhindar dari resiko litigasi atau tuntutan hukum.

Pengaruh Konservatisme terhadap ERC

Hasil olah data statistik menunjukkan bahwa konservatisme memiliki pengaruh sebesar -0.081 pada probabilitas signifikansi 0.268, lebih besar dari α 0.05 terhadap ERC. Hal ini mengindikasikan bahwa konservatisme memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap ERC. Perlu dimaknai lebih dalam bahwa konservatisme laba yang berpengaruh negatif dalam hal memiliki makna bahwa nilai konservatisme yang diperoleh yakni bernilai positif, dan semakin besar nilai positif maka semakin tidak konservatif. Perusahaan yang tidak menerapkan konservatisme akan berdampak pada peningkatan ERC perusahaan sehingga semakin tinggi konservatisme maka ERC perusahaan akan menurun, namun pengaruhnya tidak kuat.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa konservatisme berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap ERC. Konservatisme merupakan prinsip kehati-hatian dalam standar akuntansi, dimana manajer akan memilih kebijakan yang mengimplikasikan kehati-hatian dalam pengelolaan perusahaan yaitu dengan memperlambat atau menunda pengakuan pendapatan yang mungkin terjadi, tetapi mempercepat pengakuan biaya yang memiliki kemungkinan terjadi,

yang terlihat dari nilai akrual yang negatif. Artinya, semakin kecil laba dibandingkan arus kas operasi perusahaan, reaksi pasar semakin menurun. Ini mengindikasikan bahwa investor lebih menyukai laba dengan kandungan *nondiscretionary accrual*. Investor nampaknya lebih mempertimbangkan *real activity* perusahaan, yaitu bagaimana manajer mengelola aset dan kegiatan operasi yang menjadi segmen utama perusahaan, tanpa terlalu banyak *discretionary accrual* di dalamnya. Ketika perusahaan mampu menguasai segmen operasi maka arus kas masuk yang dihasilkan dari segmen tersebut akan meningkat. Reaksi pasar akan meningkat seiring dengan peningkatan laba yang tercermin dari naiknya harga saham.

Ditinjau dari perspektif teori sinyal, manajer perusahaan mengetahui lebih banyak tentang kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak luar, sehingga mengakibatkan adanya asimetri informasi. Para investor kurang mengenal ataupun memahami yang dimaksud dengan konservatisme. Istilah ini kurang dikenal oleh banyak orang dan oleh karena itu konservatisme bukan hal yang dijadikan sebagai pertimbangan utama investor dalam pengambilan keputusan untuk berinvestasi.

Penelitian ini menunjukkan kebijakan konservatisme tidak signifikan memengaruhi ERC. Ini artinya tinggi rendahnya tingkat konservatisme suatu perusahaan, koefisien respon labanya cenderung tidak terlalu terpengaruh. Investor sendiri sebelum mengambil keputusan investasi, juga memperhatikan isu-isu global yang terjadi. Jika saham-saham regional mengalami peningkatan (terlihat dari *return* pasar), maka investor cenderung memiliki *expected return* yang tinggi. Namun jika melihat laba sekuritas yang rendah, dimana kondisi pasar sedang bagus (nilai IHSG yang meningkat), maka akan memengaruhi *expected return* investor dimana akan menghasilkan koefisien respon yang rendah.

Hasil penelitian ini konsisten dengan Diantimala (2008) dan Suaryana (2007) yang menunjukkan konservatisme berpengaruh negatif terhadap ERC. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Untari dan Budiasih (2014) yang menemukan bahwa konservatisme berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap ERC.

Pengaruh Kepemilikan Institusi terhadap ERC

Hasil uji statistik t menunjukkan nilai t sebesar 0.063 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.949 (lebih besar dari 0.05). Nilai koefisien regresi menunjukkan hasil positif sebesar 0.002. Kepemilikan institusi memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap ERC. Penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi saham yang dimiliki institusi maka ERC juga meningkat, akan tetapi tidak memiliki pengaruh yang kuat.

Teori sinyal berkaitan dengan asimetri informasi antara manajemen perusahaan dengan pihak-pihak yang berkepentingan dengan informasi tersebut. Asimetri informasi ini timbul akibat dari adanya konflik keagenan. Ditinjau dari perspektif teori agensi, *agency problem* antara prinsipal dan agen dapat diminimalkan dengan meningkatkan pengawasan terhadap kinerja manajer dengan melibatkan adanya investor institusi. Investor institusi merupakan bentuk implementasi *Good Corporate Governance* yang mengevaluasi dan memantau kinerja manajemen untuk meningkatkan kualitas laba. Laba berkualitas yang dihasilkan dari pelaporan yang baik ini diterjemahkan sebagai sinyal oleh pasar. Sinyal ini direspons positif, sehingga adanya kepemilikan institusi cenderung meningkatkan ERC. Hal ini terlihat dari naiknya harga saham perusahaan. Selisih harga penutupan saham atau *actual return* dan *return* pasar membentuk *abnormal*

return. Cumulative Abnormal Return dan *Unexpected Earnings* kemudian digunakan dalam perhitungan ERC, untuk melihat reaksi investor atas laba yang diumumkan perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan Mehrani *et al.* (2017), Velury dan Jenkins (2006), Jung dan Kwon (2002), Fan dan Wong (2002) yang menemukan hubungan positif antara kepemilikan institusi dan ERC yakni peningkatan kehadiran investor institusi akan meningkatkan ERC.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap ERC. Hal ini dapat disebabkan karena ada beberapa investor institusi yang hanyalah pemilik sementara (*short-term institutional ownership*). Gaspar *et al.* (2005) juga menyebutkan bahwa investor institusi jangka pendek (*short-term institutional ownership*) memiliki efek pemantauan yang lemah terhadap manajer. Karakter investor dalam berinvestasi jangka pendek akan cenderung memilih perusahaan dengan laba yang tinggi, dengan tujuan untuk melakukan *trading* saham sehingga kualitas laba kurang menjadi perhatian investor tersebut.

Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap ERC

Hasil uji statistik *t* menunjukkan nilai *t* sebesar -2.00 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.046 (lebih kecil dari 0.05). Nilai koefisien regresi menunjukkan hasil negatif sebesar -0.050. Kepemilikan keluarga memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap ERC. Penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi saham yang dimiliki keluarga maka cenderung menurunkan ERC, dan pengaruhnya signifikan.

Ditinjau dari persepektif teori agensi, perusahaan keluarga dengan pola kepemilikan yang terkonsentrasi dan pemilik utama yang dominan adalah keluarga, dapat menyebabkan konflik antara *controlling shareholders* dengan *non controlling shareholders*. Hal ini terlihat pada saat penyusunan dewan direksi, begitu pula komite audit, keluarga cenderung memilih dari anggota keluarganya sendiri dan berpeluang melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan saham oleh keluarga, maka cenderung menurunkan ERC. Hubungan negatif dan signifikan ini dapat disebabkan perusahaan keluarga berorientasi untuk mempertahankan keberlanjutan usahanya (*going concern*). Laba yang diperoleh oleh perusahaan keluarga cenderung untuk ditahan demi pengembangan dan perluasan usahanya sehingga sedikit yang dibagikan dalam bentuk dividen kepada investor. Investor dalam berinvestasi di suatu perusahaan tentu mengharapkan pembagian dividen. Sebagian besar laba yang ditahan untuk pengembangan usaha ini menyebabkan investor hanya berfokus pada laba sekarang sehingga reaksi pasar terhadap perusahaan keluarga tidak kuat atau ERC nya cenderung menurun.

Hal ini juga disebabkan karena asumsi investor yang ragu akan kualitas pengungkapan dan kurangnya transparansi dari perusahaan keluarga. Menurut Stockmans *et al.* (2010) rendahnya kualitas pengungkapan perusahaan, dikarenakan tingginya level konsentrasi kepemilikan saham yang menyebabkan tingginya kemungkinan *controlling shareholders* untuk mengekspropriasi *minority shareholders*. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan keluarga mengetahui informasi yang lebih banyak tentang perusahaan sehingga menyebabkan asimetri informasi. Konsisten dengan teori sinyal, munculnya asimetri informasi

menyebabkan pihak eksternal kesulitan menilai secara objektif berkaitan dengan kualitas pelaporan perusahaan, sehingga reaksi pasar menurun yang terlihat dari turunnya harga saham.

Pengaruh Mediasi Konservatisme terhadap Hubungan Antara Kepemilikan Institusi terhadap ERC

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh signifikan terhadap konservatisme. Namun, konservatisme tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap ERC. Selanjutnya dilakukan pengujian sobel seperti pada tabel 4.7 untuk menguji kekuatan mediasi variabel konservatisme. Dalam pengujian tersebut dihasilkan *p-value of sobel test* sebesar $0.287 > 0.05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa konservatisme gagal dalam memediasi pengaruh kepemilikan institusi terhadap ERC. Little, Bovaird dan Card (2007:210) menjelaskan bahwa dalam menjelaskan variabel mediasi, terdapat 4 tipe mediasi yang dapat terjadi, antara lain: *full mediation*, *partial mediation*, *inkonsistent mediation* dan *no mediation*. Dari keempat tipe mediasi yang digambarkan tersebut maka variabel konservatisme dalam penelitian ini merupakan tipe *No Mediation*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan institusi tidak memiliki pengaruh tidak langsung terhadap ERC. Atau dengan kata lain, variabel konservatisme gagal berfungsi sebagai variabel *intervening* yang memediasi pengaruh kepemilikan institusi terhadap ERC.

Kepemilikan institusi memiliki peranan penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Kehadiran investor institusi dalam suatu perusahaan yang melakukan pemantauan, memotivasi manajer dalam penerapan konservatisme. Konservatisme atau prinsip kehati-hatian dapat mengurangi masalah keagenan. Prinsip konservatisme yang mengakui beban terlebih dahulu, dapat menghindari *over confidence* dan perilaku oportunistik dari manajer yang menyebabkan laba menjadi dibesar-besarkan. Laba bersih perusahaan yang menerapkan konservatisme akan lebih kecil dari arus kas operasinya dan ingin memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaan telah mengelola perusahaan dengan hati-hati, yang berarti informasi laba yang disampaikan menjadi tidak dibesar-besarkan.

Penelitian ini menunjukkan bahwa konservatisme tidak berpengaruh terhadap ERC dan gagal memediasi hubungan antara kepemilikan institusi terhadap ERC. Ini mengindikasikan bahwa investor lebih menyukai laba dengan kandungan *nondiscretionary accrual*. Investor juga nampaknya lebih mempertimbangkan *real activity* perusahaan, yaitu bagaimana perusahaan mengelola aset dan kegiatan operasi yang menjadi segmen utama perusahaan, tanpa terlalu banyak *discretionary accrual* di dalamnya. Artinya, konservatisme tidak dipertimbangkan oleh investor, melainkan bagaimana perusahaan menguasai segmen operasinya. Segmen operasi yang mampu dimaksimalkan oleh perusahaan seperti penjualan dan layanan produk, maka arus kas masuk yang dihasilkan dari segmen tersebut akan meningkat. Reaksi pasar akan meningkat seiring dengan peningkatan laba yang tercermin dari naiknya harga saham.

Konservatisme dalam penelitian ini gagal menjadi variabel mediasi, hal ini juga mungkin disebabkan karena investor cenderung kurang mengetahui tentang prinsip konservatisme dan hanya berfokus pada nilai laba yang tinggi. Laba bersih yang lebih kecil dari arus kas operasi, menunjukkan laba yang konservatif. Artinya sinyal yang ingin disampaikan perusahaan bahwa perusahaan dikelola dengan

hati-hati, tidak diperhatikan oleh investor. Hal ini mungkin terjadi karena investor merupakan investor jangka pendek yang tidak berfokus pada laba masa depan (*future earnings*) dalam keputusan investasinya.

Pengaruh Mediasi Konservatisme terhadap Hubungan Antara Kepemilikan Keluarga terhadap ERC

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh signifikan terhadap konservatisme. Namun, konservatisme tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap ERC. Hal ini mengindikasikan variabel konservatisme dalam penelitian ini merupakan tipe *No Mediation*. Selanjutnya dilakukan pengujian sobel seperti pada tabel 4.7 untuk menguji kekuatan mediasi variabel konservatisme. Dalam pengujian tersebut dihasilkan *p-value of sobel test* sebesar $0.322 > 0.05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa konservatisme gagal dalam memediasi pengaruh kepemilikan keluarga terhadap ERC. Dengan kata lain, variabel kepemilikan keluarga tidak memiliki pengaruh tidak langsung terhadap ERC.

Perusahaan yang dimiliki keluarga pada dasarnya memiliki sifat multi-generasi, artinya bahwa perusahaan keluarga mementingkan keberlangsungan perusahaan jangka panjang (*going concern*), dan oleh karena itu cenderung untuk menghindari resiko. Hal ini terindikasi dari laba bersih yang tidak dibesar-besarkan yang dihasilkan dari prinsip konservatisme yang berarti perusahaan keluarga mengakui keuntungan jika benar-benar terjadi.

Konservatisme dalam penelitian ini gagal menjadi variabel mediasi, hal ini mungkin disebabkan karena banyak pertimbangan lain dari investor sebelum mengambil keputusan investasi. Artinya, konservatisme tidak dipertimbangkan oleh investor, melainkan bagaimana perusahaan mengelola perusahaannya seperti aset dan kegiatan operasi, tanpa terlalu banyak *discretionary accrual* di dalamnya.

Perusahaan keluarga yang merupakan pemilik mayoritas dalam perusahaan, memunculkan pertimbangan dalam diri investor apakah perusahaan telah mengimplementasikan *good corporate governance* dengan baik atau tidak. Jika investor melihat bahwa terdapat kondisi lingkungan perlindungan investor khususnya terhadap *minority shareholder* yang cenderung lemah, investor akan cenderung mengandalkan keuntungan investasi jangka pendek dengan melihat tingkat likuiditas perusahaan dibandingkan dengan investasi jangka panjang. Akibatnya laba berkelanjutan tidak menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi. Hal ini terlihat dari reaksi pasar yang diukur dari pergerakan harga saham hanya di sekitar tanggal publikasi laba dengan jendela harian yang cukup singkat.

5. KESIMPULAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis data, maka dapat disimpulkan bahwa:

1. Kepemilikan institusi berpengaruh positif dan signifikan terhadap konservatisme. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa adanya proporsi saham yang dimiliki oleh institusi dalam suatu perusahaan maka penerapan prinsip konservatisme cenderung meningkat. Hal ini dapat disebabkan karena pemantauan yang dilakukan institusi akan memotivasi manajer untuk menerapkan kebijakan konservatisme.

2. Kepemilikan keluarga berpengaruh positif dan signifikan terhadap konservatisme. Hasil penelitian ini mengindikasikan semakin tinggi proporsi saham yang dimiliki oleh keluarga dalam perusahaan, maka konservatisme akan meningkat. Hal ini dapat disebabkan karena banyak pemilik keluarga terlibat dalam operasi sehari-hari perusahaan baik sebagai manajer atau anggota dewan, sehingga menghasilkan kemampuan lebih besar untuk menerapkan pelaporan keuangan yang lebih konservatif.
3. Konservatisme berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap ERC. Hal ini dapat disebabkan karena investor nampaknya lebih mempertimbangkan *real activity* perusahaan, yaitu bagaimana manajer mengelola aset dan kegiatan operasi yang menjadi segmen utama perusahaan, tanpa terlalu banyak *discretionary accrual* di dalamnya. Pengaruh yang tidak signifikan berarti rendahnya respon pasar tidak selalu disebabkan dari penerapan konservatisme, melainkan dari faktor pertimbangan masing-masing investor dalam pengambilan keputusan.
4. Kepemilikan institusi memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap ERC. Penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi saham yang dimiliki institusi maka ERC juga meningkat, akan tetapi tidak memiliki pengaruh yang kuat. Hal ini dapat disebabkan karena ada beberapa investor yang hanya merupakan investor jangka pendek (*short-term institutional ownership*) dan memiliki efek pemantauan yang lemah terhadap manajer.
5. Kepemilikan keluarga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ERC. Ini mengindikasikan bahwa kepemilikan keluarga dalam perusahaan cenderung menurunkan ERC. Hal ini dapat disebabkan karena asumsi investor yang ragu akan kualitas pengungkapan dan kurangnya transparansi dari perusahaan keluarga.
6. Konservatisme gagal dalam memediasi pengaruh kepemilikan institusi dan kepemilikan keluarga terhadap ERC. Hal ini dapat disebabkan karena investor nampaknya lebih mempertimbangkan *real activity* perusahaan, yaitu bagaimana manajer mengelola aset dan kegiatan operasi yang menjadi segmen utama perusahaan, tanpa terlalu banyak *discretionary accrual* di dalamnya. Selain itu, investor merupakan investor jangka pendek yang cenderung melihat tingkat likuiditas perusahaan dibandingkan dengan investasi jangka panjang sehingga tidak berfokus pada laba masa depan (*future earnings*) dalam keputusan investasinya.

Implikasi Penelitian

Implikasi Teoretis

Secara umum, hasil penelitian ini konsisten dengan teori sinyal yang dikemukakan oleh Spence (1973) yang menjelaskan bahwa perusahaan memberikan sinyal kepada pasar melalui laporan keuangan, yaitu informasi tentang laba. Reaksi atas kandungan informasi laba yang berkualitas ini berarti ERC perusahaan. Hasil penelitian juga konsisten dengan teori agensi, yang menjelaskan bahwa *agency problem* dapat diminimalisir dengan pemantauan dari struktur kepemilikan. Wujud pemantauannya yaitu dengan memberikan pendapat dan mengevaluasi kinerja manajer terkait dengan kebijakan akuntansi.

Hasil penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan keilmuan, memberi tambahan literatur dan informasi lebih yang dapat dijadikan sebagai referensi atau acuan bagi peneliti berikutnya dengan topik sejenis mengenai kepemilikan institusi, kepemilikan keluarga, konservatisme, dan *earnings response coefficient*.

Implikasi Praktis

Bagi investor, hasil penelitian ini memberikan implikasi praktis yang dapat digunakan sebagai referensi dalam mempertimbangkan kepemilikan institusi, kepemilikan keluarga, serta penerapan prinsip konservatisme yang dapat memengaruhi respon atas kualitas laba perusahaan yang diukur dengan *earnings response coefficient*.

Hasil penelitian ini juga memberikan implikasi praktis agar perusahaan dapat menambah informasi mengenai faktor-faktor yang memengaruhi *earnings response coefficient* dalam suatu perusahaan, sehingga perusahaan dapat meningkatkan reaksi pasar di pasar modal.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan-keterbatasan yang sekaligus dapat menjadi arah bagi penelitian yang selanjutnya, yaitu:

1. Penelitian ini memiliki periode tahun pengamatan yang relatif singkat yakni hanya 4 tahun dari periode 2014-2017.
2. Penelitian ini hanya menggunakan satu proksi pengukuran konservatisme menurut Givoly dan Hayn (2002).

Penelitian Masa Mendatang

Berdasarkan pada temuan-temuan dan keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini, maka dapat dikemukakan beberapa saran bagi penelitian masa mendatang, antara lain:

1. Menambah periode pengamatan yang lebih panjang. Dengan menggunakan periode yang lebih panjang, hasil penelitian diharapkan dapat mewakili kondisi perusahaan yang lebih akurat sehingga hasil penelitian dapat menjadi lebih baik.
2. Penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan untuk menambah variabel lain yang dapat memengaruhi ERC, seperti perlindungan investor, *income smoothing*, prediktibilitas laba, dan kualitas audit

DAFTAR PUSTAKA

- Adisusilo, P. (2011). Pengaruh Pengungkapan Informasi *Corporate Social Responsibility (CSR)* dalam Laporan Tahunan terhadap *Earning Response Coefficients (ERC)* (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2009). *Doctoral Dissertation*, Universitas Diponegoro.
- Ajinkya, B., Bhojraj, S. and Sengupta, P. (2005). *The Association Between Outside Directors, Institutional Investors And The Properties Of Management Earnings Forecasts*. *Journal of accounting Research*, 43(3), 343-376.
- Ali, A., Chen, T. Y. and Radhakrishnan, S. (2007). *Corporate Disclosures By Family Firms*. *Journal Of Accounting And Economics*, 44(1), 238-286.
- Anderson, R. C. and Reeb, D. M. (2003). *Founding-Family Ownership And Firm Performance: Evidence From The S&P 500*. *The journal of finance*, 58(3), 1301-1328.
- Ball, R and P. Brown. (1968). An Empirical of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*. Autumn: 1599-178.
- Ball, R. (2001). *Infrastructure Requirements For An Economically Efficient System Of Public Financial Reporting And Disclosure*. *Brookings-Wharton Papers On Financial Services*, 127-169.
- Barber, B., and T. Odean. (2008). *All That Glitters: The Effects Of Attention And News On The Buying Behavior Of Individual And Institutional Investors*. *Review Of Financial Studies* 21 (2): 785-818.
- Barber, B., Y. Lee, Y. Liu, and T. Odean. (2009). *Just How Much Do Individual Investors Lose By Trading?*. *Review Of Financial Studies* 22 (2):309-32.
- Basu, S. (1997). The Conservatism Principle and The Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3-37.
- Bathala, C. T., Moon, K. P. and Rao, R. P. (1994). *Managerial Ownership, Debt Policy, And The Impact Of Institutional Holdings: An Agency Perspective*. *Financial Management*, 38-50.
- Cascino, S., Pugliese, A., Mussolino, D. and Sansone, C. (2010). *The Influence Of Family Ownership On The Quality Of Accounting Information*. *Family Business Review*, 23(3), 246-265.
- Chen, S., Chen, X. and Cheng, Q. (2014). *Conservatism And Equity Ownership Of The Founding Family*. *European Accounting Review*, 23(3), 403-430.
- Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L. H. (2000). *The Separation Of Ownership And Control In East Asian Corporations*. *Journal Of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Dewi, A. A. A. R. (2003). Pengaruh Konservatisme Laporan Keuangan Terhadap *Earnings Response Coefficient*. *Doctoral Dissertation*, Universitas Gadjah Mada.

- Dharwadkar, B., George, G. and Brandes, P. (2000). *Privatization In Emerging Economies: An Agency Theory Perspective*. *Academy Of Management Review*, 25(3), 650-669.
- Diantimala, Y. (2008). Pengaruh Akuntansi Konservatif, Ukuran Perusahaan, dan *Default Risk* terhadap Koefisien Respon Laba (ERC). *Jurnal Telaah & Riset Akuntansi*, 1(1), 102-122.
- Eisenhardt, K. M. (1989). *Agency Theory: An Assessment And Review*. *Academy Of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Fama, E. F. (1980). *Agency Problems And The Theory Of The Firm*. *Journal Of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F. And Jensen, M. C. (1983). *Agency Problems And Residual Claims*. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). *Separation Of Ownership And Control*. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fan, J. P. and Wong, T. J. (2002). *Corporate Ownership Structure And The Informativeness Of Accounting Earnings In East Asia*. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 401-425.
- G. Akerlof. (1970). *The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism*. *Quarterly Journal of Economics*, 89 (August 1970), 488-500.
- Ghozali, I. (2012). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi Keempat. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Harahap, K. (2004). Asosiasi Antara Praktik Perataan Laba Dengan Koefisien Respon Laba. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi VII*, 1164-1176.
- Hartono, J. (2010). *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*. Edisi 7. Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta: BPFY Yogyakarta
- Hirschman, A., (1971). *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, MA, Harvard University Press.
- Hsu, G. C. M. and Koh, P. S. (2005). *Does The Presence Of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence From Australia*. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 809-823.
- Jang, L., Sugiarto, B., dan Siagian, D. (2007). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kualitas Laba Pada Perusahaan Manufaktur Di BEJ. *Akuntabilitas*, 6(2), 142-149.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). *Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure*. *Journal Of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jogiyanto, H. (2010). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. 7th ed. Yogyakarta: BPFY.

- Jung, K. and Kwon, S. Y. (2002). *Ownership Structure And Earnings Informativeness: Evidence From Korea*. *The International Journal of Accounting*, 37(3), 301-325.
- Maury, B. (2006). *Family Ownership And Firm Performance: Empirical Evidence From Western European Corporations*. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.
- Mehrani, S., Moradi, M. and Eskandar, H. (2017). *Institutional Ownership Type and Earnings Quality: Evidence from Iran*. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(1), 54-73.
- Millatina, D. dan Syafruddin, S. (2012). Analisis Pengaruh Kandungan Informasi Komponen Laba dan Rugi terhadap Koefisien Respon Laba (ERC). *Doctoral Dissertation*, Fakultas Ekonomika dan Bisnis.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R., (1988). *Management Ownership And Market Valuation: An Empirical Analysis*. *Journal Of Financial Economics* 20, 293–315.
- Mulyani, S., Asyik, N.F., & Andayani. (2007). Faktor-Faktor yang mempengaruhi *Earnings Response Coefficient* pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. Vol.11, No. 1: 35-45.
- Puspitarini, D. K. (2016). Pengaruh Konservatisme Laba Dan Leverage Terhadap Earnings Response Coefficient Sektor Property Dan Real Estate. *Doctoral Dissertation*, Stie Perbanas Surabaya.
- Ramalingegowda, S. and Yu, Y. (2012). *Institutional Ownership And Conservatism*. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1), 98-114.
- Savitri, E. (2016). *Konservatisme Akuntansi*. Yogyakarta: Pustaka Sahila.
- Scott, W. R. (2012). *Financial Accounting Theory*. Sixth Edition. Canada: Prentice Hall.
- Scott, W.R. (2009). *Financial Accounting Theory*. Toronto Canada: Prentice-Hall.
- Shleifer, A. and Vishny, R., (1997). *A Survey Of Corporate Governance*. *Journal Of Finance* 52, 737–783.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economic*, 87(3), 355-374.
- Suranta, E. (2004). Pratana dan Puspa Midiastuty. (2005). Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Praktek Manajemen Laba. *Konferensi Nasional Akuntansi*.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi (Teori dan Aplikasi)*. Yogyakarta: Kanisius.
- Tarjo. (2008). Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan *Leverage* terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta *Cost of Equity Capital*. *Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak.
- Taufiq, M. dan Kefi, B. S. (2015). Pengaruh Inflasi, BI Rate dan Kurs terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Jurnal Ekonomi Manajemen Akuntansi*, 22(38).

- Untari, M. D. A., dan Budiasih, I. G. A. N. (2014). Pengaruh Konservatisme Laba dan *Voluntary Disclosure* terhadap *Earnings Response Coefficient*. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 7(1), 1-18.
- Velury, U. and Jenkins, D. S. (2006). *Institutional Ownership And The Quality Of Earnings*. *Journal of Business Research*, 59(9), 1043-1051.
- Wahjono, S. I. (2009). Suksesi Dalam Perusahaan Keluarga. *Jurnal balance*, 3(1).
- Warfield, T., Wild, J. and Wild, K. (1995). *Managerial Ownership, Accounting Choices And Informativeness Of Earnings*, *Journal of Accounting and Economics*, 20 (1), 61–91.
- Watts, R. L. (2003). *Conservatism In Accounting Part I: Explanations and Implications*. *Accounting Horizons*, 17(3), 207-221.
- Widayati, E. dan Nur Rahardjo, S. (2011). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Pilihan Perusahaan Terhadap Konservatisme Akuntansi. *Doctoral Dissertation*, Universitas Diponegoro.
- Wiranata, Y. A. dan Nugrahanti, Y. W. (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 15(1), 15-26.

Website:

<http://www.inews.id/finance/read/selain-cetak-rekor-kapitalisasi-pasar-ihsg-naik-1-59-persen-pekan-ini> [Diakses pada: 16 Januari 2018]

<http://ekonomi.kompas.com/read/2017/12/28/164428426/kembali-ukir-rekor-ihsg-tembus-level-6300> [Diakses pada : 16 Januari 2018]

<https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20150422110637-78-48363/bursa-saham-indonesia-masih-dikuasai-investor-institusi> [Diakses pada: 28 November 2017]

<https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20141202100356-92-15176/pwc-95-persen-perusahaan-indonesia-adalah-bisnis-keluarga> [Diakses pada : 28 November 2017]