

**PENGARUH *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP PENGUNGKAPAN  
SUKARELA DENGAN STRUKTUR KEPEMILIKAN SEBAGAI VARIABEL  
*INTERVENING* DAN ATAU *MODERATING* PADA PERUSAHAAN  
MANUFAKTUR DI INDONESIA**

**Yudi Partama Putra**

Email : akoe\_yudi94@yahoo.com

**ABSTRACT**

This study aims to provide empirical evidence about the effect of investment opportunity set (IOS) on voluntary disclosure with ownership structure as an intervening and or moderating variables in Indonesian manufacturing companies, uses purposive sampling method with requirement those companies publish complete annual reports and have positive income in 2008. Samples selected in accordance with the criteria amount to 59 manufacturers. This secondary data is obtained from the Indonesian Capital Market Directory, IDX site [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), and other publications that support this research. Data analysis technique used in this research is a multiple linear regression. Classical assumption test results indicate no violations of classical assumption which consists of multicollinearity, heteroscedasticity, and autocorrelation tests. Thus, the regression models have met the criteria BLUE (Best Linear Unbiased Estimations). The test result of hypothesis 1 indicates that IOS and control variables have positive and significant impact on voluntary disclosure (32.1%) at level of significance 0.001, while partially, independent variable IOS also has positive and significant impact on voluntary disclosure with level of significance 0.021 which is below 0.05. Test results of hypothesis 2 and 4 show that outside ownership structure variable (SKL) is not an intervening variable concerning with the effect of IOS on voluntary disclosure. This is indicated by a significance level of IOS to SKL (0.816) and significance level of SKL to voluntary disclosure (0.069). Test results of hypothesis 3 and 5 do not show either that management ownership structure variable (SKM) is an intervening variable relating with the effect of IOS on voluntary disclosure. This can be seen from level of significance of IOS to SKM 0.816 which is greater than 0.05 and level of significance of SKM to voluntary disclosure 0.069. The test result of hypothesis 6 also evidences that outside ownership structure variable (SKL) is not a moderating variable on the relationship of IOS and voluntary disclosure, indicated by number of absolute residual with a significance level of 0.107. These results indicate that high growth firms are not dominated by high structure of share ownership by outsider (SKL) and low growth firms are not dominated by the high structure of share ownership by management (SKM). Next researcher is expected to use more IOS proxies so that they can comprehensively reflect company's growth.

**Keywords:** Investment Opportunity Set (IOS), Voluntary Disclosure, Outside Ownership Structure, Management Ownership Structure

## PENDAHULUAN

Menurut Smith dan Watts (1992), peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang diproksikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi (*investment opportunity set*). Perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi lebih memilih pembiayaan ekuitas daripada pembiayaan hutang untuk mengurangi konflik yang disebabkan asimetri informasi yang tinggi antara manajer dan pemegang hutang (Smith & Watts, 1992). Di sisi lain, pembiayaan ekuitas ini menyebabkan konflik antara manajer dan pemegang saham meningkat. Salah satu cara untuk mengurangi konflik tersebut adalah melalui kebijakan pengungkapan (Cahan dan Hossain, 1996).

Ada potensi konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham dalam hal pengungkapan sukarela laporan tahunan dimana potensi konflik akan lebih besar ketika saham dipegang secara luas dibandingkan ketika di tangan beberapa orang (Fama dan Jensen, 1983). Semakin banyak saham yang dimiliki oleh pihak luar perusahaan, maka semakin besar tekanan terhadap perusahaan untuk mengungkapkan informasi lebih banyak dalam laporan tahunannya. Hal ini tidak terjadi bila mayoritas saham dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan.

Berbagai penelitian tentang IOS (*Investment Opportunity Set*) menunjukkan bahwa IOS merupakan proksi realisasi pertumbuhan perusahaan yang berhubungan dengan berbagai variabel kebijakan perusahaan. Smith dan Watts (1992), menemukan bahwa *growth firms* (perusahaan bertumbuh) cenderung mengejar rasio hutang terhadap ekuitas (*debt to equity ratio*) yang rendah dan kebijakan dividen yang rendah dibandingkan dengan *non-growth firms*. Hasil yang sama juga ditemukan dalam penelitian Gaver dan Gaver (1993). Hal ini terbukti dari studi mereka bahwa perbedaan dalam kebijakan perusahaan dipengaruhi oleh peluang investasi (IOS) perusahaan. Akhtaruddin dan Hossain (2008) meneliti hubungan antara *investment opportunity set* (IOS) dan pengungkapan sukarela. Studi ini menunjukkan bahwa *growth firms* bercirikan tingkat pengungkapan sukarela yang lebih tinggi, sementara perusahaan dengan opsi *low growth* (pertumbuhan rendah) bercirikan tingkat pengungkapan sukarela yang lebih rendah.

Terbatasnya penelitian mengenai pengaruh IOS terhadap pengungkapan khususnya pengungkapan sukarela mendorong peneliti mengembangkan penelitian Cahan dan Hossain (1996) dan Akhtaruddin dan Hossain (2008). Berbeda dengan penelitian sebelumnya penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur dengan maksud agar data yang diperoleh dapat dibandingkan karena menurut Botosan (1997) terdapat perbedaan pola pengungkapan antar industri serta ketersediaan data yang relatif lengkap. Penelitian ini juga

menggunakan 4 variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan, profitabilitas, kualitas perusahaan audit, dan waktu *listing* perusahaan. Selain itu, dalam penelitian ini pengukuran pengungkapan informasi sukarela pada laporan tahunan menggunakan daftar item pengungkapan yang dikembangkan oleh Botosan (1997) yang dibandingkan dengan pengungkapan laporan tahunan yang diatur dalam Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-134/BL/2006. Penelitian ini juga memasukkan struktur kepemilikan sebagai variabel *intervening* dan atau variabel *moderating* untuk melihat kemungkinan pengaruh struktur kepemilikan terhadap hubungan antara IOS dan pengungkapan sukarela.

Berdasarkan uraian di atas, maka permasalahan yang akan dibahas adalah:

1. Bagaimana pengaruh *investment opportunity* set terhadap pengungkapan sukarela?
2. Bagaimana pengaruh struktur kepemilikan sebagai variabel *intervening* dan atau variabel *moderating* antara IOS dengan pengungkapan sukarela?

## **TINJAUAN PUSTAKA**

Secara umum IOS menggambarkan luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat tergantung pada pilihan pengeluaran perusahaan untuk kepentingan di masa yang akan datang. Karena IOS bersifat tidak dapat diobservasi, maka perlu dipilih suatu proksi yang dapat dihubungkan dengan variabel lain dalam perusahaan, misalnya variabel pertumbuhan, variabel kebijakan dan lain-lain.

Beberapa proksi IOS telah digunakan dalam bidang akuntansi dan keuangan untuk memahami pemikiran IOS (Myers dalam Subekti dan Kusuma, 2000). Kallapur dan Trombley, yang dikutip Prasetyo (2000), menyatakan bahwa proksi-proksi tersebut dapat digolongkan menjadi tiga jenis yaitu: (1) Proksi IOS berbasis pada harga, (2) Proksi IOS berbasis pada investasi, dan (3) Proksi IOS berbasis pada varian (*variance measurement*).

Naim dan Rachman (2000) menyatakan informasi yang diungkap dalam laporan tahunan dapat dikelompokkan menjadi pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) dan pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*), pengungkapan wajib merupakan informasi yang diharuskan oleh peraturan yang berlaku. Peraturan mengenai pengungkapan informasi dalam laporan tahunan di Indonesia dikeluarkan oleh pemerintah, yaitu melalui keputusan ketua Bapepam No. Kep-38/PM/1996 yang selanjutnya diubah melalui keputusan ketua Bapepam dan LK No. Kep-134/BL/2006. Pengungkapan sukarela adalah pengungkapan melebihi yang diwajibkan. Pengungkapan sukarela merupakan pilihan bebas manajemen perusahaan untuk memberikan informasi akuntansi dan informasi lainnya yang dipandang relevan untuk pengambilan keputusan oleh para pemakai laporan tahunannya (Suripto, 1998).

Menurut peraturan mengenai laporan tahunan yang berlaku di Indonesia, pengungkapan sukarela semacam itu dimungkinkan.

Dalam penelitian ini, pengukuran luas pengungkapan informasi pada laporan tahunan menggunakan daftar item pengungkapan yang dikembangkan oleh Botosan (1997) yang dibandingkan dengan pengungkapan laporan tahunan yang diatur dalam Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-134/BL/2006. Bila dalam uraian Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-134/BL/2006 tersebut juga terdapat pada daftar pengungkapan yang dikembangkan oleh Botosan, maka uraian tersebut merupakan pengungkapan wajib, dan tidak dimasukkan dalam daftar pengungkapan sukarela. Sehingga daftar item pengungkapan yang digunakan dalam penelitian ini lebih sesuai dengan keadaan/kondisi di Indonesia.

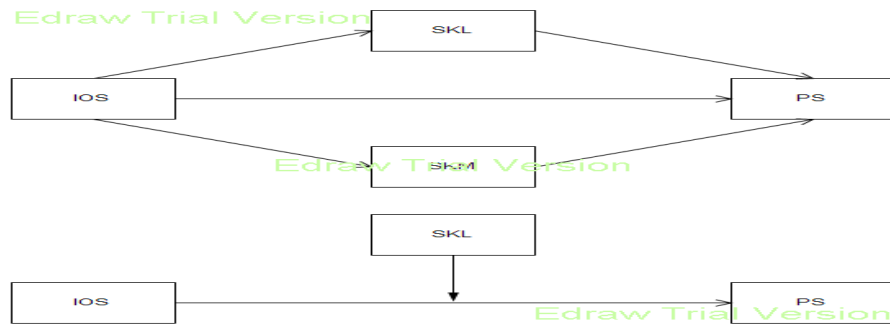
Smith dan Watts (1992) menemukan bahwa perusahaan dengan opsi investasi yang lebih banyak memiliki rasio *debt to equity* yang lebih rendah karena pembiayaan ekuitas cenderung menghilangkan potensi konflik agensi sehubungan dengan adanya hutang dalam struktur modal. Mereka juga membuktikan bahwa keputusan kebijakan perusahaan dimotivasi oleh keinginan manajer untuk menyelesaikan konflik antara perusahaan dengan pihak-pihak yang melakukan kontrak baik internal maupun eksternal.

Gaver & Gaver (1993) menemukan bahwa *high growth firms* cenderung mengejar rasio *debt to equity* yang lebih rendah dan kebijakan pembayaran dividen yang lebih rendah dibandingkan dengan *low growth firms*. Mereka juga melaporkan bahwa *growth firms* memberikan kompensasi yang lebih tinggi kepada top eksekutif dibandingkan dengan *non-growth firms*. Secara umum mereka menguatkan hasil empiris Smith dan Watts.

Skinner (1993) menemukan bahwa IOS mempengaruhi kontrak hutang dan kompensasi perusahaan, dimana *low growth firms* cenderung menggunakan kontrak hutang dan kompensasi, sehingga berpengaruh langsung terhadap pilihan akuntansi perusahaan.

Akhtaruddin dan Hossain (2008) meneliti hubungan antara *investment opportunity set* (IOS) dan pengungkapan sukarela. Studi ini menunjukkan bahwa *growth firms* mendapatkan keuntungan dari tingkat pengungkapan sukarela yang lebih tinggi dan tingkat kontrol kepemilikan yang lebih tinggi oleh pemegang saham pihak luar karena konteks *agency cost* yang tinggi. Sementara perusahaan dengan opsi *low growth* bercirikan tingkat kontrol kepemilikan oleh dewan direksi yang lebih tinggi dan tingkat pengungkapan sukarela yang lebih rendah karena mereka menghadapi konteks biaya agensi yang rendah.

Pengaruh proksi-proksi IOS terhadap pengungkapan sukarela perusahaan dengan struktur kepemilikan sebagai variabel *intervening* (mediasi) dan atau variabel *moderating* (moderasi) digambarkan berikut ini.



Gambar 1. Pengaruh IOS terhadap pengungkapan sukarela

Dimana:

IOS = *Investment Opportunity Set*

SKL = Struktur Kepemilikan Saham oleh Pihak Luar Perusahaan

SKM = Struktur Kepemilikan Saham oleh Pihak Manajemen (Dewan)

PS = Pengungkapan Sukarela

Gambar di bagian atas adalah gambar dimana Struktur Kepemilikan Saham oleh Pihak Luar Perusahaan (SKL) dan Struktur Kepemilikan Saham oleh Pihak Manajemen (SKM) berfungsi sebagai variabel *intervening*. Gambar tersebut menjelaskan hubungan-hubungan dimana IOS berpengaruh langsung terhadap PS dan juga berpengaruh tidak langsung terhadap SKL atau SKM. Sedangkan SKM dan SKL berpengaruh terhadap PS.

Gambar di bagian bawah adalah gambar dimana Struktur Kepemilikan Saham oleh Pihak Luar Perusahaan (SKL) berfungsi sebagai variabel *moderating*. Gambar itu menjelaskan semakin tinggi peluang pertumbuhan perusahaan dan struktur kepemilikan saham oleh pihak luar, maka semakin tinggi tingkat pengungkapan sukarela. Sebaliknya, semakin rendah peluang pertumbuhan perusahaan dan struktur kepemilikan saham oleh pihak luar, maka semakin rendah tingkat pengungkapan sukarela.

## METODE PENELITIAN

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2008 yaitu 151 perusahaan yang terbagi dalam 19 kategori dan dibatasi oleh proksi IOS yang telah digunakan dalam studi terdahulu yaitu 1) *market value of the firm to the book value of assets*, 2) *market to book value of equity*, dan 3) *price to earning ratio*. Penelitian ini hanya fokus pada pengungkapan pada laporan tahunan, tidak termasuk pengungkapan pada laporan keuangan yang tercantum pada Catatan Atas Laporan Keuangan, meskipun laporan keuangan merupakan bagian dari laporan tahunan.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh melalui berbagai sumber seperti *Indonesian Capital Market Directory*, situs BEI [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), dan publikasi lain yang mendukung penelitian ini. Data yang dikumpulkan meliputi daftar perusahaan-perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI tahun 2008 dan laporan tahunan emiten untuk tahun 2008.

Metode yang digunakan dalam pemilihan sampel pada penelitian ini adalah *purposive sampling*, dengan kriteria tertentu, yaitu perusahaan sampel mempublikasikan laporan tahunan secara lengkap pada periode 2008 dengan laba yang positif. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 59 perusahaan sebagai sampel penelitian.

Dalam penelitian ini daftar pengungkapan yang dikembangkan terdiri dari 40 item yang dibagi dalam 4 kategori, yaitu *background information*, *key non financial statistics*, *projected information*, dan *management discussion analysis*.

Tiga ukuran IOS yang digunakan adalah: *market value of the firm to the book value of total assets* (MVBVA), *market value to the book value of equity* (MVBVE), dan *price earnings ratio* (PER). Rasio MVBVA mengasumsikan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi akan memiliki nilai pasar yang melebihi nilai bukunya. Rasio MVBVE mengasumsikan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi memiliki nilai *intangible assets* yang tidak dicatat tetapi dinilai oleh pasar. Rasio PER menunjukkan bahwa harga saham perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi mencerminkan laba masa depan bukan laba saat ini. Ketiga proksi IOS tersebut dihitung dengan cara sebagai berikut:

1. *Market value of the firm to the book value of assets* (MVBVA)  
=  $(Total\ assets - Total\ Common\ Equity + Share\ outstanding \times Share\ closing) / Total\ assets$
2. *Market value to the book value of equity* (MVBVE)  
=  $(Shares\ outstanding \times Share\ closing\ price) / Total\ Common\ Equity$
3. *Price to earning ratio* (PER)  
=  $Share\ closing\ price / EPS$

Variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran perusahaan yang diukur dengan total aktiva, profitabilitas diukur dengan *return on equity*, kualitas perusahaan audit dan waktu *listing* perusahaan. Metode dikotomi digunakan untuk variabel kualitas perusahaan audit, nilai "1" jika auditor adalah perusahaan *Big-Four*, dan "0" sebaliknya.

- a. Ukuran perusahaan =  $Log\ Natural\ Total\ Asset$
- b. ROE =  $Laba\ Neto / Total\ Ekuitas$
- c. Kualitas perusahaan audit = *Big Four* "1", *Non Big Four* "0"
- d. Waktu *Listing* =  $2008 - (tahun\ first\ issue\ di\ BEI)$

Laporan tahunan memberikan informasi mengenai saham yang dimiliki oleh direksi dan pemegang saham substansial. Dalam penelitian ini, variabel struktur kepemilikan diukur berdasarkan persentase saham yang dimiliki oleh pihak luar (publik) terhadap total saham perusahaan dan sisanya adalah persentase saham yang dimiliki manajemen (dewan).

$$\text{Struktur Kepemilikan Pihak Luar} = \frac{\text{Jumlah Saham yang dimiliki pihak luar}}{\text{Total Saham}} \times 100\%$$

$$\text{Struktur Kepemilikan Manajemen} = 100\% \text{Total Saham} - \% \text{ Saham Pihak Luar}$$

Selain itu Struktur Kepemilikan Pihak Luar juga sebagai variabel moderating.

Metode statistik untuk menguji hipotesis adalah analisis regresi linier berganda dengan bantuan program SPSS 16.0. Untuk menguji pengaruh *intervening* variabel struktur kepemilikan digunakan persamaan 1-5, sedangkan untuk menguji pengaruh *moderating* digunakan persamaan 6. Model persamaan regresi dalam penelitian ini adalah:

$$\text{PS} = a + \beta_{11}\text{IOS} + \beta_{12}\text{Ln\_TA} + \beta_{13}\text{ROE} + \beta_{14}\text{Audit} + \beta_{15}\text{LISTING} + e \dots\dots\dots (1)$$

$$\text{SKL} = a + \beta_{21}\text{IOS} + \beta_{22}\text{Ln\_TA} + \beta_{23}\text{ROE} + \beta_{24}\text{Audit} + \beta_{25}\text{LISTING} + e \dots\dots\dots (2)$$

$$\text{SKM} = a + \beta_{31}\text{IOS} + \beta_{32}\text{Ln\_TA} + \beta_{33}\text{ROE} + \beta_{34}\text{Audit} + \beta_{35}\text{LISTING} + e \dots\dots\dots (3)$$

$$\text{PS} = a + \beta_{41}\text{SKL} + \beta_{42}\text{Ln\_TA} + \beta_{43}\text{ROE} + \beta_{44}\text{Audit} + \beta_{45}\text{LISTING} + \beta_{46}\text{IOS} + e \dots\dots\dots (4)$$

$$\text{PS} = a + \beta_{51}\text{SKM} + \beta_{52}\text{Ln\_TA} + \beta_{53}\text{ROE} + \beta_{54}\text{Audit} + \beta_{55}\text{LISTING} + \beta_{56}\text{IOS} + e \dots\dots\dots (5)$$

$$\text{PS} = a + \beta_{61}\hat{e} + e \dots\dots\dots (6)$$

Dimana :

- PS = Pengungkapan Sukarela
- $\alpha$  = Konstanta
- $\beta_{11} - \beta_{61}$  = Koefisien Regresi
- IOS = *Investment Opportunity Set*
- SKL = Struktur Kepemilikan Saham oleh Pihak Luar (Publik)
- SKM = Struktur Kepemilikan Saham oleh Manajemen (Dewan)
- Ln\_TA = *Log Natural Total Asset*
- ROE = *Return On equity* (Laba Neto / Total Ekuitas)
- Audit = Kualitas Perusahaan Audit (*big four* = 1, *non big four* = 0)
- Listing = Waktu *Listing* Perusahaan
- $\hat{e}$  = Nilai absolut residual yang diperoleh dari meregresikan IOS terhadap SKL
- e = Kesalahan/*error*

Rasio proksi IOS yang digunakan sebagai proksi pertumbuhan perusahaan adalah *Market value of the firm to the book value of assets* (MVBVA), *Market value to the book value of equity* (MVBVE), *Price to earning ratio* (PER). Nilai masing-masing indikator tersebut dianalisis dengan menggunakan *common factor analysis*. IOS yang direpresentasikan

oleh *common factor* kemudian diregres dengan variabel dependen (pengungkapan sukarela) dan variabel struktur kepemilikan.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Untuk menguji hipotesis pengaruh IOS terhadap pengungkapan sukarela, maka variabel dependen pengungkapan sukarela diregres dengan variabel independen IOS dan variabel kontrol (lihat model regresi persamaan 1). Tabel 1 menyajikan hasil regresi.

Tabel 1  
Hasil Regresi

| Model |            | Standardized Coefficients | Sig. |
|-------|------------|---------------------------|------|
|       |            | Beta                      |      |
| 1     | (Constant) |                           | .195 |
|       | IOS        | .282                      | .021 |
|       | LN TA      | .299                      | .030 |
|       | AUDIT      | .115                      | .403 |
|       | ROE        | .226                      | .061 |
|       | LISTING    | .088                      | .456 |

a *Dependent Variable: PS*  
*R Square = 0.321*  
*F = 5.006, at level of significance 0.001*

Berdasarkan tabel terlihat bahwa secara simultan, IOS, ukuran perusahaan, kualitas perusahaan audit, profitabilitas, dan waktu *listing* berpengaruh positif dan signifikan terhadap pengungkapan sukarela dengan besar pengaruh 32.1% pada tingkat signifikansi 0.001. Hasil juga menunjukkan bahwa secara parsial variabel independen IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap pengungkapan sukarela dengan tingkat signifikansi di bawah 0.05 yaitu 0.021. Hasil ini membuktikan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi, dimana kebutuhan akan pembiayaan tergantung pada ekuitas, akan terdorong mengungkapkan lebih banyak informasi sukarela dalam laporan tahunan untuk mendapatkan dana dari pasar. Teori sinyal juga menyatakan bahwa manajer *growth firms* akan tertarik untuk lebih banyak menyediakan informasi sukarela untuk menandakan bahwa mereka berkinerja baik dan memiliki opsi investasi yang baik. Hasil ini konsisten dengan temuan Akhtaruddin dan Hossain (2008).

Berkaitan dengan variabel kontrol, hanya ukuran perusahaan yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap pengungkapan sukarela dengan tingkat signifikansi 0.030. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin besar perusahaan maka semakin besar kecenderungan untuk mengungkapkan lebih banyak informasi sukarela. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian



Cerf (1961), Singhvi and Desai (1971), Cooke (1992), Surtanto (1999), Gunawan (2000) dan Marwata (2001). Variabel kontrol lainnya yaitu kualitas perusahaan audit, profitabilitas, dan waktu *listing* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis satu diterima.

Untuk menguji apakah variabel struktur kepemilikan pihak luar (SKL) memediasi hubungan antara IOS dan pengungkapan sukarela, sehingga merubah pengaruh langsung IOS terhadap pengungkapan sukarela menjadi pengaruh tidak langsung.

Tabel 2  
Hasil Regresi IOS Terhadap Struktur Kepemilikan Saham Pihak Luar (SKL)

| Model |            | Standardized Coefficients | Sig. |
|-------|------------|---------------------------|------|
|       |            | Beta                      |      |
| 1     | (Constant) |                           | .001 |
|       | IOS        | -.033                     | .816 |
|       | LN_TA      | .030                      | .854 |
|       | AUDIT      | -.010                     | .953 |
|       | ROE        | .118                      | .411 |
|       | LISTING    | .018                      | .902 |

a *Dependent Variable: SKL*  
*R Square = 0.013*  
*F = 0.142, at level of significance 0.982*

Tabel 3  
Hasil Regresi IOS dan SKL Terhadap Pengungkapan Sukarela

| Model |            | Standardized Coefficients | Sig. |
|-------|------------|---------------------------|------|
|       |            | Beta                      |      |
| 1     | (Constant) |                           | .049 |
|       | IOS        | .289                      | .016 |
|       | LN_TA      | .293                      | .030 |
|       | ROE        | .202                      | .089 |
|       | AUDIT      | .117                      | .384 |
|       | LISTING    | .085                      | .465 |
|       | SKL        | .207                      | .069 |

a *Dependent Variable: PS*  
*R Square = 0.363*  
*F = 4.937, at level of significance 0.000*

Secara simultan, hasil regresi dalam tabel 2 menunjukkan hasil yang tidak signifikan, dapat dilihat dari *level of significance* sebesar 0.982, lebih besar dari *level of significance* yang dapat ditolerir sebesar 0.05. Selain itu, secara parsial variabel independen IOS tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel *intervening* SKL yang ditunjukkan oleh tingkat signifikansi 0.816, lebih besar dari 0.05. Walaupun tidak signifikan, yang menarik adalah koefisien beta arah hubungan antara IOS dan SKL bertanda negatif yaitu -0.033, berbeda dari

prediksi sebelumnya bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi berpengaruh positif terhadap struktur kepemilikan pihak luar (SKL) yang tinggi. Koefisien beta yang negatif tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi pun dapat didominasi oleh struktur kepemilikan pihak luar yang rendah. Atau dengan kata lain *high growth firms* tidak didominasi oleh pembiayaan ekuitas. Hasil ini tidak sejalan dengan pendapat Smith dan Watts (1992) bahwa *high growth firms* lebih mengejar pembiayaan ekuitas daripada pembiayaan utang. Hasil ini juga tidak mendukung temuan Akhtaruddin dan Hossain (2008) dimana mereka menemukan pengaruh positif dan signifikan antara *high growth* dan SKL. Dengan demikian hipotesis 2 ditolak.

Hasil dalam tabel 3 secara simultan menunjukkan bahwa IOS, ukuran perusahaan, profitabilitas, kualitas perusahaan audit, waktu *listing* dan SKL signifikan mempengaruhi pengungkapan sukarela dengan tingkat signifikansi sebesar 0.000. Secara parsial IOS berpengaruh signifikan terhadap pengungkapan sukarela dengan tingkat signifikansi 0.016. Dari 4 variabel kontrol, hanya ukuran perusahaan yang signifikan mempengaruhi pengungkapan sukarela dengan tingkat signifikansi 0.030. SKL yang merupakan variabel *intervening* menunjukkan tingkat signifikansi di atas 0.05 yaitu 0.069. Meskipun hasil tersebut tidak signifikan, arah hubungan yang positif menunjukkan adanya hubungan antara SKL dan PS. Bukti empiris ini tidak mendukung *efficient monitoring hypothesis* yang menyatakan bahwa kepemilikan pihak luar yang tinggi dapat menjadi alat pemantau tindakan manajer dan mengurangi aktivitas oportunistis manajer. Bukti empiris ini juga tidak mendukung temuan Chau dan Gray (2002) dan Akhtaruddin dan Hossain (2008) yang menemukan pengaruh yang positif dan signifikan antara SKL dan PS. Jadi, hipotesis 4 juga ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel SKL bukan merupakan variabel *intervening* atas pengaruh IOS terhadap pengungkapan sukarela.

Untuk membuktikan secara empiris apakah variabel struktur kepemilikan saham oleh manajemen (SKM) memediasi hubungan antara variabel IOS dan variabel pengungkapan sukarela.

Hasil dalam tabel 4 secara simultan menunjukkan bahwa IOS dan variabel kontrol tidak signifikan mempengaruhi SKM. Ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi sebesar 0.982 lebih besar dari 0.05. Secara parsial, pengaruh IOS terhadap SKM sebesar 0.816 juga tidak menunjukkan tingkat signifikansi yang dapat dikategorikan signifikan. Yang menarik adalah koefisien beta arah hubungan antara IOS dan SKM bertanda positif yaitu 0.033, berbeda dari prediksi sebelumnya bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah berpengaruh negatif terhadap struktur kepemilikan oleh manajemen yang tinggi. Koefisien beta yang positif tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah pun

dapat didominasi oleh struktur kepemilikan manajemen yang rendah pula. Atau dengan kata lain, *low growth firms* tidak didominasi oleh pembiayaan utang. Temuan ini bertentangan dengan pendapat Smith dan Watts (1992) bahwa *low growth firms* lebih memilih pembiayaan utang daripada pembiayaan ekuitas untuk mengurangi masalah agensi antara pemegang hutang dan manajer. Temuan ini juga tidak mendukung temuan Akhtaruddin dan Hossain (2008). Jadi, hipotesis 3 tidak diterima.

Tabel 4  
Hasil Regresi IOS Terhadap Struktur Kepemilikan Saham Manajemen (SKM)

| Model |            | Standardized Coefficients | Sig. |
|-------|------------|---------------------------|------|
|       |            | Beta                      |      |
| 1     | (Constant) |                           | .738 |
|       | IOS        | .033                      | .816 |
|       | LN_TA      | -.030                     | .854 |
|       | AUDIT      | .010                      | .953 |
|       | ROE        | -.118                     | .411 |
|       | LISTING    | -.018                     | .902 |

a Dependent Variable: SKM

R Square = 0.013

F = 0.142, at level of significance 0.982

Secara simultan hasil regresi dalam tabel 5 menunjukkan bahwa IOS, ukuran perusahaan, profitabilitas, kualitas perusahaan audit, waktu *listing* dan struktur kepemilikan manajemen (SKM) berpengaruh signifikan terhadap pengungkapan sukarela dengan tingkat signifikansi 0.000. Secara parsial pun IOS signifikan mempengaruhi pengungkapan sukarela dengan tingkat signifikansi 0.016. Tetapi, Variabel SKM sebagai variabel *intervening* tidak berpengaruh signifikan terhadap pengungkapan sukarela ( $0.069 > 0.05$ ). Walaupun hasil tersebut tidak signifikan, koefisien beta variabel SKM menunjukkan tanda hubungan negatif. Ini berarti bahwa variabel SKM yang tinggi berhubungan dengan pengungkapan sukarela yang rendah. Namun demikian, bukti empiris ini tidak mendukung pendapat Morck *et al.*, (1988) bahwa tingginya tingkat kepemilikan orang dalam (*insider*) menyebabkan pemilik pihak luar tidak punya cara untuk mengendalikan tindakan yang diambil oleh manajemen dalam hal pengungkapan sukarela. Temuan ini juga tidak konsisten dengan temuan Akhtaruddin dan Hossain (2008).

Dari 4 variabel kontrol, variabel profitabilitas, variabel kualitas perusahaan audit dan variabel waktu *listing* juga tidak berpengaruh signifikan terhadap pengungkapan sukarela dengan tingkat signifikansi masing-masing lebih besar dari 0.05. Dengan demikian, hipotesis 5 juga ditolak. Jadi, variabel SKM bukan merupakan variabel *intervening* atas pengaruh IOS terhadap pengungkapan sukarela.

Tabel 5  
 Hasil Regresi IOS dan SKM Terhadap Pengungkapan Sukarela

| Model |            | Standardized Coefficients | Sig. |
|-------|------------|---------------------------|------|
|       |            | Beta                      |      |
| 1     | (Constant) |                           | .214 |
|       | IOS        | .289                      | .016 |
|       | LN_TA      | .293                      | .030 |
|       | ROE        | .202                      | .089 |
|       | AUDIT      | .117                      | .384 |
|       | LISTING    | .085                      | .465 |
|       | SKM        | -.207                     | .069 |

a *Dependent Variable: PS*  
*R Square = 0.363*  
*F = 4.937, at level of significance 0.000*

Untuk menguji pengaruh variabel *moderating* SKL antara IOS dan pengungkapan sukarela digunakan uji residual. Tabel 6 menunjukkan bahwa variabel *moderating* SKL tidak memoderasi hubungan antara IOS dan pengungkapan sukarela. Ini terlihat dari angka absolut residual yang memiliki t hitung -1.637 dengan tingkat signifikansi 0.107. Walaupun hasil tersebut tidak signifikan, namun nilai t hitung yang negatif menunjukkan arah hubungan yang berbeda dengan prediksi sebelumnya. Ini berarti bahwa kecenderungan perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi untuk melakukan lebih banyak pengungkapan sukarela tidak dipengaruhi oleh SKL yang tinggi. Bukti empiris ini tidak mendukung pendapat Anderson *et. al* (1993) yang menyatakan bahwa semakin tinggi opsi pertumbuhan perusahaan, semakin banyak diperlukan keterlibatan pihak luar dalam struktur kepemilikan untuk melakukan kegiatan pemantauan. Juga tidak mendukung pendapat Hill dan Snell (1988) bahwa banyaknya keterlibatan pihak luar dalam struktur kepemilikan saham perusahaan berdampak signifikan terhadap strategi perusahaan, salah satu strategi tersebut adalah dengan meningkatkan informasi yang diberikan kepada pemegang saham melalui pengungkapan. Jadi, hipotesis 6 gagal diterima.

Tabel 6  
 Hasil Regresi Absolut Residual Terhadap Pengungkapan Sukarela

| Model |            | Standardized Coefficients | t      | Sig. |
|-------|------------|---------------------------|--------|------|
|       |            | Beta                      |        |      |
| 1     | (Constant) |                           | 20.064 | .000 |
|       | ABS_RES    | -.212                     | -1.637 | .107 |

a *Dependent Variable: PS*

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

1. Secara keseluruhan, variabel independen *Investment Opportunity Set* (IOS) dan variabel kontrol (ukuran perusahaan, kualitas perusahaan audit, profitabilitas, dan waktu *listing*) terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap pengungkapan sukarela pada tingkat signifikansi 0.001. Secara parsial pun variabel independen IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap pengungkapan sukarela dengan tingkat signifikansi 0.021. Dari keempat variabel kontrol, hanya ukuran perusahaan yang terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap pengungkapan sukarela dengan tingkat signifikansi 0.030. Variabel kontrol lain yaitu kualitas perusahaan audit, profitabilitas, dan waktu *listing* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan.
2. Variabel struktur kepemilikan saham oleh pihak luar (SKL) dan variabel struktur kepemilikan saham oleh pihak manajemen (SKM) bukan merupakan variabel *intervening* dan atau *moderating*.
3. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi tidak didominasi oleh struktur kepemilikan saham oleh pihak luar (SKL) yang tinggi. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang rendah tidak didominasi oleh struktur kepemilikan saham oleh manajemen (SKM) yang tinggi.

### Saran

1. Diharapkan bagi peneliti selanjutnya untuk memperbanyak proksi IOS yang digunakan sehingga dapat benar-benar mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari pertumbuhan perusahaan yang dikontrol oleh 4 variabel seperti ukuran perusahaan, profitabilitas, kualitas perusahaan audit, dan waktu *listing* tidak seluruhnya menunjukkan signifikansi secara statistik. Hanya ukuran perusahaan yang secara statistik signifikan.
2. Menggunakan lebih banyak variabel independen selain IOS atau lebih banyak variabel kontrol atau menambah jumlah sampel sehingga menghasilkan penelitian yang benar-benar dapat menjelaskan pengaruh struktur kepemilikan sebagai variabel *intervening* dan atau *moderating*.

## DAFTAR RUJUKAN

- Adam, Tim dan V.K. Goyal. 2006. *The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables: Theory and Evidence*. Journal of Financial Economics.

- Adhariani, Desi. 2004. *Tingkat Keluasan Pengungkapan Sukarela Dalam Laporan Tahunan Dan Hubungannya Dengan Current Earnings Response Coefficient (ERC)*. Thesis, Universitas Indonesia, Jakarta.
- Ahmed, K, dan D. Nicholls. 1994. *The impact of non-financial company characteristics on mandatory disclosure compliance in developing countries: The case of Bangladesh*. *International Journal of Accounting*, 29(1): 62-77.
- Akhtaruddin, M. dan M. Hossain. 2008. *Investment Opportunity Set, Ownership Control and Voluntary Disclosures in Malaysia*. *JOAAG*, vol 3. No.2.
- AlNajjar, F, dan A. Riahi-Belkaoui. 2001. *Empirical Validation of a General Model of Growth Opportunities*. *Managerial Finance*, 27 (3): 72-90.
- Anderson, D., J. Francis, & D. Stokes. 1993. *Auditing, directorships and the demand for monitoring*. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 12, pp. 353-375.
- Baber, W.R., S.N. Janakirman, dan S.H. Kang. 1996. *Investment Opportunities and The Structure of Executive Compensation*. *Journal of Acct and Economics* 21, 297-318.
- Baron, R. M. & D.A. Kenny. 1986. *Moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic, and statistical considerations*. *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 6, pp. 1173-1182.
- Botosan, Christine A. 1997. *Disclosure Level and The Cost of Equity Capital*. *Accounting Review*, pp. 323-349.
- Cahan, Steven F dan M. Hossain. 1996. *The Investment Opportunity Set And Disclosure Policy Choice: Some Malaysian Evidence*. *Asia Pacific Journal of Management*, 13,1. pg 65-85.
- Cerf, A.R. 1961. *Corporate Reporting and Investment Decisions*. Berkeley: The University of California Press.
- Chau, G.K. & S.J. Gray. 2002. *Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore*. *The International Journal of Accounting*, 37, 247-265.
- Chung, Kee H., dan C. Charoenwong. 1991. *Investment Options, Assets in Place, and the Risk of Stocks*. *Financial Management*, Autumn: 21-33.
- Cooke, T.E. 1992. *The Impact of Size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations*. *Accounting and Business Research*, 22(87): 229-237.
- DeAngelo, L. 1981. *Auditor Size and Audit Quality*. *Journal of Accounting and Economics*, 3: 183-199.
- Dye, R. 1985. *Disclosure of Nonproprietary Information*. *Journal of Accounting Research*, vol 23, 123-145.
- Fama, E. F. & M. C. Jensen. 1983. *Separation of ownership and control*. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-326.
- Gaver, J.J. and K.M. Gaver. 1993. *Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies*. *Journal of Accounting and Economics*, 16 (January/April/July): 127-160.
- Grossman, S. 1981. *The Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality*. *Journal of Law and Economics*, Vol 23, 461-483.
- Gujarati, Damodar. 2003. *Basic Econometrics*. International Edition. McGraw-Hill.
- Gul, F. A. 1999. *Government Share Ownership, Investment Opportunity Set and Corporate Policy Choices in China*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, 157-172.
- Gunawan, Juniati. 2000. *Analisis Tingkat Pengungkapan Laporan Tahunan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*. Thesis, Universitas Indonesia, Jakarta.
- Hair, J.F., R.E. Anderson, R.L. Tatham, dan W.C. Black. 1995. *Multivariate Data Analysis*. With Reading, 4<sup>th</sup> ed., Mc Millan Publishing Company.
- Hasnawati, Sri. 2005. *Implikasi Keputusan Investasi , Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta*. *Usahawan*: No. 09, September 2005.

- Hill, C.W. dan S.A. Snell. 1988. *External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries*. Strategic Management Journal, 6, 577-590.
- Ho, S.M., C.K. Lam, dan H. Sami. 1999. *Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, Leasing, and Compensation Policies: Some Evidence from an Emerging Market*. Working Paper, Gadjah Mada University.
- Jati, I Ketut. 2003. *Relevansi Dividend Yield dan Price Earnings Ratio dengan moderasi Investment Opportunity Set (IOS) dalam penilaian Harga Saham*. Simposium Nasional Akuntansi VI.pp.575-587.
- Jensen, M dan W. Meckling. 1976. *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, vol 3, 305-360.
- Jones, S., dan R. Sharma. 2001. *The Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing and Dividend Decisions: Some Australia Evidence*. Managerial Finance, 27 (3): 48-64.
- Kallapur, S. 1994. *Dividend Payout Ratios As Determinants of Earnings Response Coefficients: A Test of The Free Cash Flow Theory*. Journal of Accounting and Economics, 17: 359-375.
- dan M.A. Trombley. 1999. *The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth*. Journal of Business Accounting, 26 (April/May): 505-519.
- Kim, W.S., dan E.H. Sorenson. 1986. *Evidence on The Impact of Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy*. Journal of Financial and Quantitative Analysis; 21, pp. 131-144
- Leftich, R., R. Watts, dan J. Zimmerman. 1981. *Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Report*. Journal of Accounting Research, vol 31, 246-271.
- Marwata. 2001. *Hubungan Antara Karakteristik Perusahaan Dan Kualitas Ungkapan Sukarela Dalam Laporan Tahunan Perusahaan Publik Di Indonesia*. Simposium Nasional Akuntansi IV IAI-KAP, hlm. 155-173.
- McNally, G.M., L.H. Eng, dan CR Hasseldine. 1982. *Corporate financial reporting in New Zealand: An analysis of user preferences, corporate characteristics and disclosure practices for discretionary information*. Accounting and Business Research, 13:11-20.
- Milgrom, P. 1981. *Good News and Bad News: Representation Theorems and Application*. Bell Journal of Economics, vol 12, 380-391.
- Morck, R., A. Shleifer, & R.W. Vishny. 1998. *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*. Journal of Financial Economics, 20, 293-315.
- Myers, S.C. 1977. *Determinants of Corporate Borrowing*. Journal of Financial Economics, 5 (November): 141-175.
- Naim, Ainun dan F. Rachman. 2000. *Analisis Hubungan antara Kelengkapan Pengungkapan Laporan Keuangan dengan Struktur Modal dan Tipe Kepemilikan Perusahaan*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol 15, No 1. pp.70-82.
- Nugroho, Julianto A. dan J. Hartono. 2002. *Confirmatory factor Analysis Gabungan proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya terhadap Realisasi Pertumbuhan*. Simposium Nasional Akuntansi 5.pp.192-212.
- Owusu-Ansah, S. 1998. *The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by the listing companies in Zimbabwe*. International Journal of Accounting, 33, 605-631.
- Pagalung, Gagaring. 2000. *Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaann terhadap Set Kesempatan Investasi*. Simposium Nasional Akuntansi 5.pp.662-673.
- Prasetyo, Adi. 2000. *Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS), dengan kebijakan Pendanaan, Kebijakan Deviden, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta*. Simposium Nasional Akuntansi III.pp.878-905.
- Singhvi, S.S., dan H.B. Desai. 1971. *An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure*. Account Review, 46(1): 129-138.

- Skinner, D. J. 1993. *Assets structure, financing policy, and accounting choice: preliminary evidence*. Journal of Accounting and Economics, 16, 407-445.
- Smith, C.W. and R.L.Watts. 1992. *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies*. Journal of Financial Economics, 32 (December): 263-292.
- Subekti, Imam dan I.W. Kusuma. 2000. *Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta implikasinya pada Perubahan Harga Saham*. Simposium Nasional Akuntansi III.pp.820-850.
- Suripto, Bambang. 1999. *Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Luas Pengungkapan Sukarela Dalam Laporan Tahunan*. Tesis Master. Universitas Gajah Mada.
- Susanto, Djoko. 1992. *An Empirical Investigation of The Extent of Corporate Disclosure in Annual Reports Companies Listed on The Jakarta Stock Exchange*. Ph.D dissertation, University of Arkansas, USA.
- Tjakradinata, Emma Siamuljati. 2000. *Studi Empiris Atas Kualitas Pengungkapan Laporan Tahunan Dan Pengaruhnya Terhadap Dispersi Harga Saham Perusahaan Yang Tercatat Pada Bursa Efek Jakarta*. Thesis, Universitas Indonesia, Jakarta.
- Verrecchia, R. 1983. *Discretionary Disclosure*. Journal of Accounting and Economics, vol 5, 179-194.
- Vogt, S. C. 1997. *Cash Flow and Capital Spending: Evidence from Capital Expenditure Announcements*. Financial Management, 44-57.
- Wallace, R.S.O., K. Naser, & A. Mora. 1994. *The relationship between the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports and firm characteristics in Spain*. Accounting and Business Research, 25, 41-53.
- & K. Naser. 1995. *Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong*. Journal of Accounting and Public Policy, 14, 311-368.
- Wong, J. 1994. *The Investment Opportunity Set and Acquired Goodwill*. Working Paper, The University of Auckland.