

**Pengujian Peran Perlindungan Investor dan Kultur terhadap
Perilaku Manajemen Laba pada Perusahaan Keluarga:
Studi Internasional**

Francisca Reni Retno Anggraini¹

Yavida Nurim²

Program Doktor Universitas Gadjah Mada, Jogjakarta

Nung Harjanto³

Akademi Akuntansi YKPN, Jogjakarta

Abstract

Prior researches have proved that the level of investor protection has positive relationship with earnings quality, because the inside shareholders take benefit from outside shareholders. However, alignment approach views that family firms which the majority of shares owned by individual or family concern with the firm value, so family ownership has positive relationship with earnings quality. Based on the inconsistency results, this study examines the role of investor protection level for increasing the family firms' earnings quality.

This study also examines the role of culture in a country for increasing the family firms' earnings quality, because culture influences accounting practice in the firm. The investor protection level is measured by LaPorta et al.'s proxy, culture uses power distance and individualism/collectivism, and family ownership is proxied by the percentage of share owned by individual or family. The study only uses the firms that their shares at least 20% owned by individual or family as sample. The sample is taken from 2002-2008 OSIRIS data base.

Based on the examination of family firms in around 17 countries, this study reveals that the individual or family as inside shareholders has positive effect to the earnings quality. This evidence reveals that family firms tend to choose the alignment behaviour. Surprisingly, investor protection has less benefit in increasing the family firms' earnings quality, but culture in a country influences the family's behaviour through ameliorating or deteriorating the earnings quality.

Key words: perlindungan investor, kultur, perusahaan keluarga, dan manajemen laba

¹ Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Universitas Sanata Dharma, Jogjakarta (francisca.anggraini@yahoo.com)

² Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Universitas Janabadra, Jogjakarta (yavida_nurim@yahoo.com)

³ nungharjanto@hotmail.com

1. Pendahuluan

1. 1. Latar Belakang

Pada umumnya penelitian mengenai perlindungan investor mengasumsikan para *insiders*, baik manajemen maupun *inside shareholders*, mengambil manfaat dari *outside shareholders* (investor atau kreditor). *Outside investors* berada pada posisi yang berseberangan dengan manager dan pemegang saham utama dalam proses pengambilan keputusan atau proses voting. Di sisi lain, *outsiders* tidak dapat mengakses informasi ke dalam perusahaan, sedangkan *insiders* memiliki *privilege* atas informasi perusahaan. Kondisi tersebut mendorong kepemilikan saham terkonsentrasi sehingga pemegang saham mayoritas memiliki jaminan memperoleh kembalian dari investasi (LaPorta *et al.* 1998). Claessens *et al.* (2000) juga membuktikan sebagian besar saham perusahaan di negara yang dikategorikan LaPorta *et al.* (1998) memiliki tingkat perlindungan investor yang rendah, seperti Indonesia, Philipina, Korea, Jepang, dan Taiwan, dimiliki oleh keluarga.

Tingkat perlindungan investor di suatu negara berperan penting terhadap perekonomian negara baik pada tataran makro maupun mikro. LaPorta *et al.* (1998) membuktikan bahwa negara dengan tingkat perlindungan investor yang rendah memiliki GNP dan nilai kapitalisasi pasar modal yang lebih rendah dibandingkan dengan negara dengan tingkat perlindungan investor yang tinggi. Leuz *et al.* (2003) serta Francis dan Wang (2008) mengungkapkan pula bahwa negara dengan tingkat perlindungan investor yang rendah memiliki tingkat kualitas laba yang rendah. Sejalan dengan De Fond dan Hung (2007) serta Hung (2000), perlindungan investor berkorelasi positif dengan relevansi nilai informasi akuntansi.

Berbasis hasil penelitian tersebut disimpulkan bahwa penelitian tentang tingkat perlindungan investor, kepemilikan keluarga, dan kualitas laba seharusnya merupakan satu

kesatuan yang tidak terpisahkan. Perlindungan investor yang lemah diikuti dengan kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga semakin mendorong ekspropriasi pada minoritas. Akan tetapi, sampel penelitian Leuz *et al.* (2003), Francis dan Wang (2008), De Fond dan Hung (2007) serta Hung (2000) tidak membedakan antara perusahaan keluarga dan perusahaan non keluarga, meskipun penelitian tersebut menguji hubungan tingkat perlindungan investor dengan kualitas laba. Lebih dari itu, penelitian dengan pendekatan *alignment* mengungkapkan bahwa keluarga berkepentingan terhadap orientasi jangka panjang dan reputasi yang baik, sehingga individu atau keluarga sebagai mayoritas mendorong keselarasan (*alignment*) kepentingan antar pemegang saham (Wang 2006). Selain itu, keluarga sebagai mayoritas –pada umumnya- juga pendiri perusahaan memiliki mekanisme yang dapat menurunkan keinginan manager untuk manipulasi laporan keuangan (Ali *et al.* 2007).

Kontradiksi antara hasil penelitian perlindungan investor dengan pendekatan *alignment* yang dikaitkan dengan kualitas laba juga menjadi fokus dalam penelitian ini. Hal itu menunjukkan pentingnya identifikasi faktor lain -selain tingkat perlindungan investor- yang kemungkinan berperan dalam penurunan kualitas laba perusahaan. Penelitian ini memandang penting pengaruh kultur di suatu negara terhadap perilaku *insiders*. Menurut Gray (1988), kultur di suatu negara mempengaruhi nilai-nilai akuntansi dan sistem atau praktik akuntansi. Sebagai contoh, kultur *high individualism/low collectivism* cenderung menganut nilai profesionalisma yang tinggi dan mempraktikkan *high transparency* (Radebaugh *et al.* 2006 dalam Braun dan Rodriguez, Jr 2008). Basuki *et al.* (2010) mengungkapkan negara dengan tingkat *high power distance* dan *low individualism/high collectivism* memiliki tingkat kualitas laba yang rendah. Sebagai ilustrasi, Indonesia telah menerapkan konsep tatakelola korporat dari OECD sebagai substitusi atas tingkat perlindungan investor yang rendah. Namun, implementasi tatakelola tidak

berjalan dengan semestinya karena Indonesia memiliki tingkat *power distance* dan *collectivism* yang tinggi yang mempengaruhi perilaku profesionalisma dan transparansi dalam praktik akuntansi.

1. 2. Perumusan Masalah

Mengingat keterkaitan antara tingkat perlindungan investor, kepemilikan keluarga, dan kualitas laba, maka pertanyaan penelitiannya adalah apakah kepemilikan keluarga berperan dalam meningkatkan kualitas laba dan apakah tingkat perlindungan investor meningkatkan kualitas laba pada perusahaan keluarga. Selanjutnya, terkait dengan hasil penelitian peran kultur dalam praktik akuntansi di suatu negara, maka pertanyaan penelitiannya adalah apakah kultur berperan dalam meningkatkan kualitas laba pada perusahaan keluarga.

1. 3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki dua tujuan yaitu (1) menguji peran kepemilikan keluarga dalam meningkatkan kualitas laba, (2) menguji peran perlindungan investor dan kultur (*power distance* dan *individualism/collectivism*) dalam meningkatkan laba pada perusahaan keluarga.

1. 4. Kontribusi Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan menjadi tambahan bukti adanya perilaku *alignment* pada perusahaan keluarga dan sekaligus memperluas penelitian Leuz *et al.* (2003), Francis dan Wang (2008), De Fond dan Hung (2007) serta Hung (2000) dengan menguji hubungan kepemilikan keluarga dan tingkat perlindungan investor terhadap kualitas laba. Hasil penelitian juga diharapkan berkontribusi terhadap praktik tatakelola melalui hasil pengujian hubungan kepemilikan keluarga dan kultur terhadap kualitas laba. Pengujian tersebut menunjukkan pentingnya merumuskan aturan tatakelola yang sesuai dengan kultur di setiap negara. Sebagai contoh: tatakelola korporat di Indonesia hanya mengadopsi dari OECD yang merupakan produk

dari Amerika, meski terdapat perbedaan kultur antar ke-dua pnegara. Dengan demikian, pemerintah Indonesia diharapkan dapat merumuskan tatakelola korporat yang dapat menurunkan pengaruh negatif kultur dalam penerapan tatakelola korporat.

2. Rerangka Teoretis dan Pengembangan Hipotesis

2. 1. Perusahaan Keluarga dan Kualitas Laba

Pendekatan *alignment* menyatakan bahwa keluarga sebagai pemegang saham pengendali atau mayoritas akan mendorong terjadinya keselarasan (*alignment*) kepentingan antar semua pemegang saham, karena keluarga berkepentingan terhadap orientasi jangka panjang dan reputasi yang baik (Wang 2006). Hal itu mengimplikasikan bahwa keluarga sangat terikat dengan nilai perusahaan (Andersen dan Reeb 2003), sehingga keluarga berkepentingan terhadap informasi laba yang lebih berkualitas (Wang 2006).

Berbasis pada tujuan tersebut, pemegang saham utama berusaha meningkatkan kontrolnya terhadap manager (Andersen dan Reeb 2003). La Porta *et al.* (1999) menyatakan bahwa keluarga berusaha meningkatkan pengendalian dengan “mempekerjakan” CEO dari anggota pemegang saham mayoritas dan dari anggota keluarga lain yang terikat melalui perkawinan. Di sisi lain, pemegang saham pada perusahaan keluarga juga merupakan pendiri perusahaan sekaligus terlibat dalam manajemen, sehingga keluarga dapat mengontrol perilaku manager secara langsung (Demsetz dan Lehn 1985) dan memiliki pemahaman yang mendalam atas aktivitas bisnis perusahaan (Andersen dan Reeb 2003).

Dengan demikian, keluarga memiliki mekanisme kontrol yang efektif, sehingga dapat menurunkan keinginan manager untuk melakukan manipulasi terhadap laporan keuangan (Ali *et al.* 2007). Bukti empiris menyatakan perusahaan keluarga memiliki kualitas laba yang lebih baik dibandingkan perusahaan non-keluarga (Ali *et al.* 2007; Wang 2006). Dengan kata lain,

kepemilikan oleh keluarga bermanfaat meningkatkan kualitas laporan keuangan serta menurunkan konflik yang ditimbulkan oleh hubungan agensi antara manager dan pemegang saham. Berdasarkan efek kepemilikan saham oleh keluarga terhadap kualitas laba maka hipotesis penelitiannya adalah:

H1: semakin besar (kecil) kepemilikan saham oleh keluarga, semakin berkualitas (tidak berkualitas) laba perusahaan.

2. 2. Perlindungan Investor dan Kualitas Laba

Hubungan agensi antara prinsipal dan agen menimbulkan masalah keagenan di antara keduanya. Prinsipal mendelegasikan tugas kepada agen – sebagai pelaksana penugasan prinsipal - tanpa diikuti dengan keselarasan kepentingan antar keduanya serta kemampuan prinsipal dalam memverifikasi perilaku agen dengan tepat (Eisenhardt 1989). Bukti empiris menyatakan bahwa intensitas perilaku oportunistik oleh manajemen semakin meningkat di lingkungan dengan perlindungan investor yang lemah (Hung 2000; La Porta *et al.* 1997).

La Porta *et al.* (1998; 1999; 2000) mengungkapkan bahwa rendahnya perlindungan investor di suatu negara mendorong kepemilikan saham terkonsentrasi (*concentrated ownership*). Hacimahmutoglu (2007) juga membuktikan bahwa kebanyakan perusahaan di Turki dikendalikan oleh keluarga, sebagai efek dari lemahnya perlindungan hukum terhadap minoritas. Kondisi tersebut menyebabkan terjadinya konflik antara mayoritas dan minoritas. Pemegang saham minoritas atau *outside investors* berada pada posisi yang berseberangan dengan manager dan pemegang saham utama dalam proses pengambilan keputusan atau proses voting. Dengan demikian, hukum yang lemah diikuti dengan kepemilikan yang terkonsentrasi akan mendorong penyalahgunaan kekuatan oleh mayoritas dengan biaya yang dibebankan pada minoritas (*outside investors*) atau disebut dengan ekspropriasi yaitu ekstraksi manfaat oleh mayoritas dengan biaya minoritas (Hacimahmutoglu 2007).

Fan dan Wong (2002) menyatakan pula bahwa kepemilikan terkonsentrasi berpengaruh terhadap efektifitas pemegang saham mayoritas dalam menggunakan kontrolnya untuk menentukan kebijakan akuntansi yang kemungkinan tidak menyenangkan atau merugikan bagi minoritas. Sejalan dengan Leuz *et al.* (2003) serta Francis dan Wang (2008), negara dengan perlindungan investor yang rendah memiliki tingkat manajemen laba yang tinggi. De Fond dan Hung (2007) serta Hung (2000) juga membuktikan bahwa informasi keuangan yang diterbitkan di negara dengan tingkat perlindungan investor yang rendah memiliki relevansi nilai informasi akuntansi yang rendah.

Lebih dari itu, perlindungan investor tidak hanya mempengaruhi perilaku pemegang saham tetapi juga memengaruhi perilaku auditor. Francis dan Wang (2008) membuktikan bahwa perlindungan investor berpengaruh terhadap konservatisme auditor, karena auditor enggan menghadapi risiko litigasi di negara dengan perlindungan investor yang tinggi. Khurana dan Raman (2006) juga membuktikan bahwa profesionalisme auditor di negara dengan perlindungan investor yang tinggi tidak bertujuan untuk mempertahankan reputasi auditor. Akibatnya, ketidakmampuan auditor dalam menjamin kredibilitas statemen keuangan auditasi semakin menurunkan keyakinan investor terhadap nilai sekuritas domestik (Johnson *et al.* 2000). Berbasis pada efek perlindungan investor terhadap kualitas informasi, maka hipotesis penelitian ditetapkan sebagai berikut:

H2: semakin besar (kecil) kepemilikan saham oleh keluarga dan semakin tinggi (rendah) tingkat perlindungan investor di suatu negara, semakin berkualitas (tidak berkualitas) laba perusahaan.

2. 3. Kultur dan Praktik Akuntansi

Kultur dipelajari dan dilaksanakan oleh orang-orang yang hidup bersama di dalam suatu lingkungan sosial tertentu, sehingga kultur merupakan suatu fenomena kolektif (Hofstede 1997).

Pemahaman terhadap kultur dari suatu lingkungan dilakukan dengan cara memahami dimensi dari kultur, karena dimensi merupakan aspek dari kultur yang bersifat relatif terhadap kultur lain. Identifikasi dimensi dimulai dengan identifikasi serangkaian problem yang terjadi pada suatu kelompok masyarakat tertentu. Sebagai contoh, adanya masalah ketidakadilan gender atau ketidaksetaraan hubungan antar individu menghasilkan dimensi *masculinity* dan *femininity* atau dimensi *power distance*.

Menurut Hofstede (1997) terdapat 4 dimensi kultur yaitu *power distance (from small to large)*, *individualism versus collectivism*, *femininity versus masculinity*, dan *uncertainty avoidance (from strong to weak)*. Pengelompokan kultur tersebut didasarkan pada survey Hofstede (1997) terhadap karyawan di lingkungan IBM di lebih dari 50 negara di dunia terkait dengan masalah *social inequity*, hubungan individu dan kelompok, konsep *masculinity* dan *femininity*, serta ekspresi atas emosi.

Kultur *power distance (from low to high)* merefleksikan adanya ketidaksamaan (*inequality*) dalam masyarakat akibat dari perbedaan kapasitas intelektual dan fisik, kekuatan atau kekuasaan, kemakmuran, dan status. Kondisi tersebut menciptakan kesenjangan kekuasaan (*power*) antar masyarakat, sehingga terdapat sekelompok orang memiliki kekuasaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan yang lain, sehingga kelompok tersebut memperoleh kemakmuran atau kehormatan melebihi orang lain. Kultur *high power distance* dalam perusahaan diwujudkan dengan kesenjangan antara atasan dan bawahan, sehingga kekuasaan tersentralisasi pada atasan. Sebagai implikasi, bawahan kurang independen terhadap atasan, terjadi pembatasan dalam peningkatan status sosial, dan terdapat disparitas dalam ketersediaan kesempatan serta distribusi kemakmuran dan kekuasaan (Chakrabaty 2009).

Kultur *collectivism (versus individualism)* dicirikan dengan kekuatan kelompok sebagai sumber utama dari identitas seseorang dan diharapkan dapat melindungi seseorang dalam menghadapi kesulitan hidup. Akibatnya, anggota kelompok merasa berhutang budi terhadap kelompoknya dan pengingkaran atas loyalitas kelompok merupakan perilaku buruk dalam hidupnya. Dalam perusahaan, karyawan berperilaku sesuai dengan kepentingan perusahaannya, meskipun terkadang tidak sesuai dengan kepentingannya sendiri.

Di negara dengan kultur *feminine*, baik laki-laki maupun perempuan diajarkan untuk tidak ambisius dan berusaha menjadi terbaik. Kekaguman diberikan kepada sosok yang rendah hati dan baik hati. Sebaliknya pada *masculine*, diajarkan untuk mengagumi kekuatan sehingga kultur tersebut menciptakan sosok kepahlawanan. Oleh karenanya, pada kultur *masculine* kegagalan merupakan hal yang memalukan.

Kultur *uncertainty avoidance (from strong to weak)* terkait dengan tingkat kecemasan dalam masyarakat. Negara dengan kultur *weak uncertainty avoidance* memiliki tingkat kecemasan yang rendah dan cenderung tidak eksperesif. Oleh karena itu, pada masyarakat tersebut konsumsi kafein dan minuman beralkohol lebih rendah dibandingkan dengan negara dengan kultur *strong uncertainty aviodance*. Karena tingkat kecemasannya rendah, maka masyarakat dengan *weak uncertainty avoidance* lebih santai, malas, dan pendiam.

Kultur termanifestasi dalam nilai yang dianut oleh suatu masyarakat (Hofstede 1997) dan menentukan sistem sosial dan mempengaruhi perilaku kelompok dalam interaksinya di dalam dan antar sistem tersebut (Harrison dan McKinnon 1986 dalam Gray 1988). Dengan demikian, apapun sistem yang ada di masyarakat, misalkan sistem akuntansi, sebenarnya merupakan manifestasi kultur dalam masyarakat tersebut. Gray (1988) menggambarkan hubungan kultur dengan nilai-nilai akuntansi dan sistem atau praktik akuntansi (lihat gambar 1).

a. Hubungan Perusahaan Keluarga, Kultur *Power Distance*, dan Kualitas Laba

Chakrabarty (2009) mengungkapkan bahwa semakin tinggi tingkat *power distance* di suatu negara maka semakin besar dominasi perusahaan keluarga di pasar saham. Dominasi keluarga dalam pasar mengindikasikan keluarga sebagai pemilik saham mayoritas dalam perusahaan. Karena kepemilikan saham perusahaan didominasi oleh keluarga, maka keluarga memiliki kemampuan untuk mengontrol perusahaan sesuai kepentingan mereka. Selain itu, keluarga sebagai mayoritas juga memiliki kemampuan memperoleh informasi privat. Akibatnya, kepentingan minoritas seringkali terabaikan atau bahkan mayoritas melakukan ekspropriasi terhadap minoritas.

Ali *et al.* (2007) menyatakan pula, jika kepemilikan saham perusahaan terkonsentrasi pada pihak tertentu, misalkan keluarga, maka keluarga sebagai mayoritas memiliki kewenangan untuk mengontrol perusahaan, baik dalam menentukan kebijakan maupun pemilihan manager. Sejalan dengan pendapat Gray (1988), semakin tinggi tingkat *power distance*, maka preferensi individual (kepentingan individu) digunakan sebagai acuan pertimbangan profesional. Dengan demikian, semakin tinggi tingkat *power distance* dalam perusahaan keluarga, maka keluarga sebagai mayoritas memiliki kewenangan untuk menetapkan keputusan yang dimungkinkan hanya mengakomodasi kepentingan mayoritas atau mengabaikan kepentingan minoritas. Berdasarkan pada efek karakteristik *power distance* pada perusahaan keluarga maka penelitian ini merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3a: semakin besar (kecil) kepemilikan saham oleh keluarga dan semakin tinggi (rendah) tingkat *power distance* di suatu negara, semakin tidak berkualitas (berkualitas) laba perusahaan

b. Hubungan Perusahaan Keluarga, Kultur *Individualism/Collectivism*, dan Kualitas Laba

Individualism sebagai lawan dari *collectivism* merupakan tingkat integrasi individu dalam suatu kelompok (Desender *et al.* 2007). Menurut Kaasa dan Vadi (2007), masyarakat dengan tingkat

collectivism yang tinggi memiliki hubungan yang kuat dan kohesif antar kelompok. Dengan demikian, masyarakat dengan karakteristik tersebut memiliki tingkat inovasi yang rendah dibandingkan masyarakat dengan tingkat *individualism* yang tinggi (Kaasa dan Vadi 2007), karena *individualism* cenderung mengagungkan kebebasan individu (Hofstede 1997) dan memiliki tingkat ketertutupan (*secrecy*) yang rendah (Gray 1988).

Terkait dengan kepemilikan saham oleh keluarga, Chakrabarty (2009) mengungkapkan bahwa semakin tinggi tingkat *collectivism* di suatu negara, maka semakin besar saham perusahaan di negara tersebut dimiliki oleh keluarga. Akibatnya, konflik keagenan pada kultur *collectivism* terjadi antara mayoritas dan minoritas, karena keluarga sebagai pemegang saham mayoritas. Setia-Atmaja *et al.* (2008) mengungkapkan pula bahwa perusahaan keluarga di Australia memiliki kualitas laba yang lebih rendah dibandingkan perusahaan bukan keluarga. Kualitas laba yang rendah diakibatkan oleh perilaku keluarga yang berusaha mendapatkan manfaat privat melalui kemampuan kontrol yang lebih tinggi pada perusahaan keluarga.

Penelitian ini memprediksi, semakin tinggi kultur *collectivism* dalam suatu negara, maka mayoritas cenderung melakukan ekspropriasi terhadap minoritas. Hal ini didasarkan pada asumsi bahwa minoritas bukan penyedia utama dana dalam perusahaan, meskipun minoritas menginginkan kembalian atas investasinya dan wajib dilindungi hak-haknya sebagai investor. Dengan demikian, publikasi laporan keuangan perusahaan pada kultur *high collectivism/low individualism* diprediksi tidak memberikan informasi yang andal terhadap perilaku ekspropriasi pemegang saham mayoritas terhadap minoritas. Dengan kata lain, kultur *high collectivism/low individualism* memiliki nilai yang berbeda dengan *low collectivism/high individualism*, oleh karenanya, jika perusahaan berada pada lingkungan kultur *high collectivism/low individualism* cenderung tidak transparan dalam pengelolaan perusahaan maupun pengambilan keputusan.

Berdasarkan pada efek kultur *individualism* dan *collectivism* terhadap kualitas penyajian laporan keuangan, maka hipotesis penelitiannya adalah

H3b: semakin besar (kecil) kepemilikan saham oleh keluarga dan semakin tinggi (rendah) tingkat *collectivism* di suatu negara, semakin tidak berkualitas (berkualitas) laba perusahaan.

3. Metoda Riset

3. 1. Metoda Seleksi dan Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data laporan keuangan dan kepemilikan yang disediakan oleh *Osiris Database* yang diambil dari <http://osiris.bvdep.com>. Laporan keuangan digunakan untuk mengukur kualitas laba, sedangkan kepemilikan digunakan untuk mengidentifikasi kepemilikan saham perusahaan oleh individu dan keluarga. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini harus memenuhi beberapa persyaratan berikut: perusahaan keluarga, perusahaan pemanufakturan, perusahaan terdaftar di pasar modal pada negara-negara yang diidentifikasi oleh Hofstede (1997) dan laporan keuangan berakhir pada bulan Desember. Perusahaan keluarga adalah perusahaan yang sahamnya minimal 20% dimiliki oleh individu atau keluarga.

Hofstede (1997) telah mengukur skor kultur 53 negara (appendik 1), namun *Osiris Database* hanya menyediakan data keuangan untuk 48 negara. Total perusahaan pemanufakturan dari ke 48 negara sebesar 14.276. Berdasarkan definisi variabel kepemilikan keluarga (lihat definisi variabel kepemilikan keluarga) diperoleh 872 perusahaan keluarga (appendik 2). Namun, penelitian ini hanya menggunakan 10 perusahaan keluarga terbesar di setiap negara sebagai sampel karena jumlah perusahaan keluarga di setiap negara tidak sama. Total perusahaan keluarga yang digunakan dalam sampel berjumlah 170 perusahaan dari 17 negara.

3. 2. Pengukuran dan Definisi Operasional Variabel

3. 2. 1. Kualitas Laba, sebagai variabel dependen, diukur menggunakan akrual diskresioner yang dirumuskan oleh modified Jones (1991). Akrual diskresioner (*DCA*) dihitung dengan cara

mengurangkan non-akrual diskresioner (*NDCA*) dari akrual total (*TCA*). Persamaan 1 digunakan untuk menghitung akrual total (*TCA*) dari seluruh perusahaan yang terdaftar di Osiris Database. Selanjutnya, berdasarkan nilai *TCA*, penelitian ini menggunakan model regresi pada persamaan 2 untuk mendapatkan koefisien variabel *cross-sectional* α_0 dan α_1 dari perusahaan non-keluarga dalam sektor industri yang sama dari tahun 2002-2007. Koefisien tersebut sebagai kontrol tingkat manajemen laba karena perusahaan non-keluarga diasumsikan memiliki tingkat manajemen laba yang normal (Setia-Atmaja *et al.* 2008). Oleh karenanya, koefisien kontrol dari perusahaan non-keluarga digunakan pada persamaan 3 untuk menghitung non-akrual diskresioner pada perusahaan keluarga (sampel) pada tahun 2008.

$$TCA_t = \Delta CA_t - \Delta Cash_t - \Delta STI_t - \Delta CL_t - \Delta STD_t \quad (1)$$

Notes:

TCA_t = Total Current Accruals in year t

$\Delta Cash_t$ = Cash t less Cash $t-1$

ΔCA_t = Current Assets in year t less Current Assets in year $t-1$

ΔSTI_t = Short-term Investment in year t less Short-term Investment in year $t-1$

ΔCL_t = Current Liabilities in year t less Current Liabilities in year $t-1$

ΔSTD_t = Short-term Debt in year t less Short-term Debt in year $t-1$

$$\frac{TCA_{j,t}}{A_{j,t-1}} = \alpha_0 \left(\frac{1}{A_{j,t-1}} \right) + \alpha_1 \left(\frac{\Delta REV_{j,t} - \Delta TR_{j,t}}{A_{j,t-1}} \right) + \varepsilon_{j,t} \quad (2)$$

$$NDCA_{i,t} = \alpha_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_1 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta TR_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) \quad (3)$$

Notes:

j = Control (non-family) firms $A_{j,t-1}$ = Total Assets in year $t-1$

i = Sample (family firms) $\Delta REV_{j,t}$ = Revenue in year t – Revenue in year $t-1$

TCA = Total Current Accruals $\Delta TR_{j,t}$ = Trade Receivables in year t – Trade

$NDCA$ = Non-Discretionary Receivables in year $t-1$

Current Accruals $\varepsilon_{j,t}$ = Error term in year t for control (non-family) firms j

Penelitian ini menghitung akrual diskresioner (*DCA*) (lihat persamaan 4) perusahaan keluarga pada tahun 2008 dengan mengurangkan non-akrual diskresioner (dari persamaan 3) akrual total (*TCA*) yang diskala dengan aset.

$$DCA_{i,t} = (TCA_{i,t}/A_{i,t-1}) - NDCA_{i,t} \quad (4)$$

3.2.2. Kepemilikan Keluarga, sebagai variabel independen, ditentukan dengan persentase kepemilikan saham oleh individu atau keluarga sebagai pemegang saham utama. Penelitian ini hanya menggunakan sampel dari perusahaan yang individu atau keluarga memiliki saham lebih dari 20% atau lebih. Berdasarkan data kepemilikan keluarga, perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh individu atau keluarga berjumlah 7.055 dari 14.276 perusahaan manufaktur di 48 negara (appendik 2). Selanjutnya, penelitian ini mengidentifikasi ada 1.484 perusahaan yang pemegang saham utamanya memiliki lebih dari 20% saham perusahaan dan perusahaan dengan karakteristik tersebut dalam penelitian ini disebut perusahaan keluarga. Data kepemilikan tahun 2008 untuk mengidentifikasi kepemilikan keluarga.

3.2.3. Perlindungan Investor, sebagai variabel moderasi, diproksikan dengan *disclosure requirement* (DR), *liability standard* (LS), *anti director right* (ADR), dan *public enforcement* (PE) yang dikemukakan oleh LaPorta et al. (1998; 2006) (appendik 1). DR menunjukkan ada tidaknya peraturan pengungkapan di suatu negara berkaitan dengan pengungkapan beberapa hal berikut: prospektus, kompensasi direktur dan manajemen kunci, struktur kepemilikan saham, *inside ownership*, *irregular contracts*, dan transaksi hubungan istimewa. LS menunjukkan ada tidaknya peraturan di suatu negara yang mewajibkan para pemangku kepentingan untuk mengungkapkan pernyataan yang menyesatkan dalam prospektus. ADR menunjukkan ada tidaknya peraturan pemerintah yang melindungi ekspropriasi minoritas dari mayoritas. PE

menunjukkan ada tidaknya sanksi yang dikeluarkan oleh pemerintah atas informasi yang menyesatkan dalam statemen perusahaan.

3.2.4. Indeks Kultur, sebagai variabel moderasi, didasarkan pada skor Hofstede (1997) (appendik 1). Penelitian ini menggunakan dua kultur yaitu *power distance* (PDI) dan *individualis/collectivism* (IDV) karena penelitian Basuki et al. (2010) mengungkapkan bahwa keduanya memiliki korelasi linear dengan kualitas *earnings*.

3.2.5. Indeks Harga Konsumen (CPI), sebagai variabel kontrol, menggunakan data Bank Dunia tahun 2008.

3.3. Metoda Analisis Data

Penelitian ini menggunakan pengujian regresi dengan model penelitian sebagai berikut:

Model 1 untuk Hipotesis 1: $DCA_{ij} = \alpha_0 + \beta_1 FO_{ij} + \beta_2 CPI_j + \varepsilon$

Model 2 sampai 5 untuk Hipotesis 2: $DCA_{ij} = \alpha_0 + \beta_1 FO_{ij} + \beta_2 FO_{ij} * IP_j + \beta_3 CPI_j + \varepsilon$

Model 6 untuk Hipotesis 3a: $DCA_{ij} = \alpha_0 + \beta_1 FO_{ij} + \beta_2 FO_{ij} * PDI_j + \beta_3 CPI_j + \varepsilon$

Model 7 untuk Hipotesis 3b: $DCA_{ij} = \alpha_0 + \beta_1 FO_{ij} + \beta_2 FO_{ij} * IDV_j + \beta_3 CPI_j + \varepsilon$

Keterangan:

DCA_{ij} = AkruaI diskresioner (*discretionary accruals*) dari perusahaan i di negara j

IP_j = adalah indeks proteksi investor (*investor protection*) negara j, yang diukur dengan 4 cara, yaitu:

DR_j = Persyaratan pengungkapan (*disclosure requirement*) negara j

LS_j = Standar kewajiban (*liability standard*) negara j

ADR_j = *Anti director right* negara j

PE_j = *Public Enforcement* negara j

PDI_j = Skor kultur *power distance* negara j

IDV_j = Skor kultur *individualism* negara j

4. Analisis Data

4. 1. Statistik Deskriptif

Seluruh variabel penelitian memiliki nilai rata-rata yang lebih besar dibandingkan dengan standar deviasinya (Tabel 1). Hal ini mengindikasikan bahwa sebaran atau variabilitas data yang digunakan tidak terlalu lebar (Kuncoro, 2004). Mengacu pada nilai minimum (0,00132) dan maksimum (1,43) DCA, perusahaan keluarga cenderung melakukan manajemen laba untuk meningkatkan laba karena nilai minimum DCA perusahaan keluarga positif (0,001 sampai 0,1710). Hasil statistik deskriptif untuk rata-rata kepemilikan saham oleh individu atau keluarga sebesar 0,3615. Hal itu mengimplikasikan bahwa 10 perusahaan keluarga terbesar di masing-masing negara sebagian besar sahamnya tidak dikuasai oleh individu atau keluarga. Akan tetapi, pada perusahaan tertentu, individu atau keluarga memiliki 81% saham perusahaan.

Tingkat kultur *power distance* di negara yang digunakan sebagai sampel penelitian memiliki rentang antara 31 sampai 104, sedangkan tingkat kultur *individualism* antara 17 sampai 91. Semakin tinggi tingkat *power distance* maka semakin lebar kesenjangan antara atasan dan bawahan, sedangkan semakin rendah nilai *individualism* maka semakin tinggi tingkat *collectivism* di negara tersebut. Survey Hofstede (1997) dari 50 negara menetapkan nilai *power distance* tertinggi sebesar 104 dan tingkat *individualism* tertinggi sebesar 91. Dengan demikian, distribusi tingkat kultur dalam sampel penelitian sesuai dengan Hofstede (1997). Selanjutnya, nilai rata-rata kedua kultur sebesar 53,38 (*power distance*) dan 56,76 (*individualism*), maka hal ini mengindikasikan sampel tidak mengelompok pada tingkat tertentu. Kondisi tersebut sangat penting mengingat banyak negara yang memiliki perusahaan keluarga kurang dari 10 buah, sehingga negara tersebut harus hapus dari sampel penelitian.

Tingkat perlindungan investor yang diproksikan dengan *disclosure requirements* (DR) menunjukkan rata-rata DR di negara sampel sangat tinggi (0,7553) karena nilai tertinggi untuk DR adalah 1 (LaPorta et al. 2006). Dengan demikian, sebagian besar perusahaan keluarga yang digunakan sebagai sampel penelitian berada di negara dengan tingkat DR yang tinggi. Namun, skor *liability standard* (LS) tertinggi 1 (LaPorta et al., 2006), rata-rata LS pada negara sampel sebesar 0,5847. Hal itu mengindikasikan ada keseimbangan tingkat LS antar negara.

Perlindungan investor yang diproksikan dengan *anti director right* (ADR) memiliki nilai tertinggi 5 (LaPorta et al., 1998). Negara yang digunakan sebagai sampel memiliki skor ADR antara 1 sampai 5 dengan rata-rata ADR sebesar 3,4706, sehingga skor ADR antar negara seimbang. Rata-rata skor *public enforcement* (PE) sebesar 0,59 dan didasarkan pada tingkat PE tertinggi sebesar 1 (LaPorta et al., 2006) maka negara dengan tingkat PE tinggi maupun rendah terwakili dalam sampel.

4. 2. Pengujian Hipotesis

Pengujian dengan model 1 yang menggunakan variabel FO dan DCA menunjukkan hubungan keduanya negatif dan signifikan (0,048), sehingga peningkatan kepemilikan keluarga akan menurunkan tingkat akrual diskresioner (Tabel 2). Dengan demikian, hipotesis 1 yang menyatakan semakin besar (kecil) kepemilikan saham oleh keluarga, semakin berkualitas (tidak berkualitas) laba perusahaan didukung oleh hasil pengujian. Namun, model 2 sampai 5 untuk menguji hipotesis 2 dengan menyertakan 4 proksi perlindungan investor (DR, LS, ADR, dan PE) seluruhnya tidak signifikan (Tabel 2). Demikian pula dengan variabel FO menjadi tidak signifikan dengan adanya variabel perlindungan investor. Oleh karenanya, hipotesis 2 yang menyatakan semakin besar (kecil) kepemilikan saham oleh keluarga dan semakin tinggi (rendah)

tingkat perlindungan investor di suatu negara, semakin berkualitas (tidak berkualitas) laba perusahaan tidak didukung oleh hasil pengujian.

Hipotesis 3a diuji dengan menggunakan model 6 yang menyertakan kultur *power distance* (PDI). Hasil pengujian menunjukkan adanya perubahan arah hubungan antara FO dengan DCA dengan menyertakan variabel PDI (Tabel 3). Tanpa menggunakan PDI, hubungan FO dengan DCA negatif dan signifikan (0,004), sehingga semakin tinggi kepemilikan saham perusahaan oleh keluarga maka semakin rendah tingkat akrual diskresioner. Namun, ketika perusahaan tersebut berada di negara dengan kultur *high power distance*, hubungan antara FO dan DCA menjadi positif. Dengan kata lain, perusahaan keluarga memiliki tingkat akrual diskresioner tinggi jika berada di lingkungan dengan kultur *high power distance*. Dengan demikian, hipotesis 3a yang menyatakan bahwa semakin besar (kecil) kepemilikan saham oleh keluarga dan semakin tinggi (rendah) tingkat *power distance* di suatu negara, semakin tidak berkualitas (berkualitas) laba perusahaan didukung oleh hasil pengujian.

Model 7 menyertakan kultur *individualism/collectivism* (IDV) untuk menguji hipotesis 3b. Penyertaan variabel IDV semakin memperjelas hubungan FO dengan DCA (Tabel 3). Hasil pengujian menyatakan bahwa hubungan FO dengan DCA tidak signifikan (0,591). Akan tetapi, ketika pengujian menyertakan variabel IDV menunjukkan hubungan FO dengan DCA negatif dan signifikan (0,019). Dengan demikian, hipotesis 3b yang menyatakan semakin besar (kecil) kepemilikan saham oleh keluarga dan semakin tinggi (rendah) tingkat *individualism* di suatu negara, semakin berkualitas (tidak berkualitas) laba perusahaan didukung oleh pengujian. Dengan kata lain, semakin tinggi tingkat kultur *individualism* maka semakin rendah tingkat akrual diskresioner perusahaan yang sebagian besar sahamnya dimiliki oleh individu atau keluarga.

5. Pembahasan dan Simpulan

Penelitian ini bertujuan menguji peran tingkat perlindungan investor (*disclosure requirement, liability standard, anti director right, dan public enforcement*), kultur (*power distance and individualism/collectivism*), dan tingkat kepemilikan keluarga (diproksikan dengan persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh individu atau keluarga) terhadap kualitas laba (diproksikan dengan akrual diskresioner) pada perusahaan keluarga. Tingkat perlindungan investor dan kultur sebagai pemoderasi hubungan kepemilikan keluarga dengan kualitas laba.

Beberapa penelitian sebelumnya melakukan pengujian secara terpisah antara tingkat perlindungan investor, kultur, atau kepemilikan keluarga dengan kualitas laba, sehingga hasil penelitian tidak konklusif. Bukti empiris menyatakan tingkat perlindungan investor berkorelasi negatif dengan kualitas laba (Leuz *et al.* 2003; Francis dan Wang 2008), sedangkan perlindungan investor yang lemah direaksi dengan kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga. Namun berdasarkan pendekatan *alignment*, kepemilikan keluarga berkorelasi positif dengan kualitas laba (Ali *et al.* 2007). Di sisi lain, kultur di suatu negara mempengaruhi manajemen dalam menerapkan praktik akuntansi (Gray 1998). Dengan demikian, tingkat perlindungan investor dan kultur melekat pada perusahaan keluarga.

Penelitian ini menggunakan sampel 10 perusahaan keluarga terbesar dari 17 negara di dunia. Hasil pengujian membuktikan bahwa semakin besar kepemilikan keluarga akan semakin meningkatkan kualitas laba, sehingga mendukung asumsi perilaku *alignment* pada perusahaan keluarga. Hasil pengujian juga mengungkapkan bahwa tingkat perlindungan investor tidak berpengaruh terhadap peningkatan kualitas laba pada perusahaan keluarga. Akan tetapi, kultur memiliki peran dalam meningkatkan atau menurunkan kualitas laba pada perusahaan keluarga.

Semakin besar kepemilikan saham perusahaan oleh keluarga dan jika perusahaan tersebut berada di negara dengan kultur *high power distance* maka manajemen terdorong untuk melakukan manipulasi laba karena dukungan dari mayoritas. Demikian pula jika perusahaan tersebut berada di negara dengan kultur *high collectivism (low individualism)*, maka manajemen cenderung menggunakan *privilege*-nya untuk memanipulasi laba. Selain itu, hasil pengujian mengungkapkan adanya kecenderungan perusahaan keluarga melakukan *income increasing*. Dengan demikian, kultur dapat mendorong perusahaan keluarga mempertahankan reputasinya secara tidak profesional melalui manajemen laba.

Hasil studi mengimplikasikan pentingnya menyertakan kultur dalam perumusan tatakelola korporat, sehingga setiap negara memiliki rumusan tatakelola yang sesuai dengan karakteristik negara tersebut. Ketepatan perumusan tersebut akan berpengaruh terhadap ketepatan memformulasikan bentuk perlindungan investor. Hasil penelitian juga mengimplikasikan pentingnya pemahaman karakteristik struktur kepemilikan dalam perumusan tatakelola korporat karena struktur kepemilikan berperan dalam menentukan konflik keagenan dalam perusahaan.

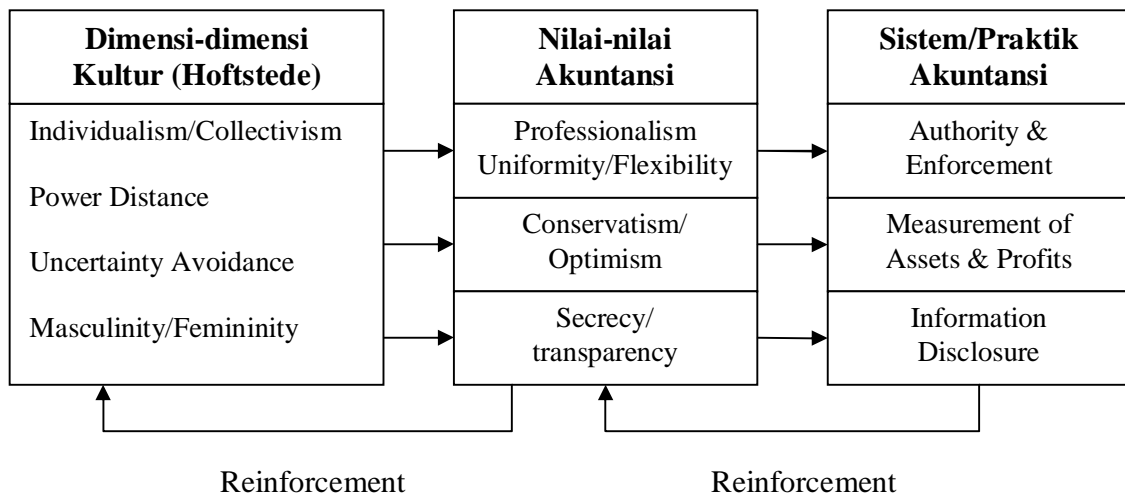
Keterbatasan penelitian terkait dengan ketidaksediaan data hubungan kekeluargaan antar individu atau keluarga, sehingga penelitian ini mengasumsikan para pemegang saham individu atau keluarga dalam perusahaan tersebut sebagai sebuah keluarga. Penelitian ini juga memiliki keterbatasan atas jumlah sampel yang tidak sama untuk setiap negara, sehingga penelitian ini hanya menggunakan 10 perusahaan keluarga terbesar dari setiap negara. Penelitian yang akan datang diharapkan mengidentifikasi hak aliran kas dan hak kontrol dari setiap pemegang saham dan efeknya terhadap kebijakan dalam perusahaan untuk memperkuat temuan-temuan yang terkait dengan pendekatan *alignment*.

Daftar Pustaka

- Ali, A., T. Chen, dan S. Radhakrisnan. 2007. Corporate Disclosure by Family Firms. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 44: 238-286.
- Andersen, R.C, dan D.M. Reeb. 2004. Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 49: 209-237.
- Basuki, H., Y. Nurim, dan F.R.R. Anggraini. 2010. The Effect of Culture in Family Firms' Earnings Quality: An Examination Alignment Versus Entrenchment Approach in Agency Theory. *Working Paper*. Universitas Gadjah Mada Jogjakarta.
- Braun, G.P., dan R.P. Rodriguez, Jr. 2008. Earnings Management and Accounting Values: A Test of Gray (1988). *Journal of International Accounting Research*, Vol. 7 (2): 1-23.
- Chakrabaty, S. 2009. The Influence of National Culture and Institutional Voids on Family Ownership of Large Firms: A Country Level Empirical Study. *Journal of International Management*. 15(1): 1-31.
- Claessens, S., S. Djankov, dan L.H.P. Lang. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58: 81-112.
- DeFond, M., dan Hung, M. 2007. Investor protection and Analyst's Cash Flow Forecasts Around the World. *Review of Accounting Studies*, 12(2/3): 377-419.
- Desender, K.A., C.E. Castro, dan S.A.E De Leon. 2007. Earnings Management and Cultural Values. *Working Papers: Social Science Research Network*.
- Eisenhardt, K.M.. 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, Vol. 14 (1): 57-74.
- Fan, J.P.H. dan T.J. Wong. 2002. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33: 401-425.
- Francis, J. R., dan D. Wang. 2008. The Joint Effect of Investor Protection and Big 4 Audits on Earnings Quality around the World. *Contemporary Accounting Research*, 25(1): 157-191.
- Gray, S.J. 1988. Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally. *ABACUS* 24(1): 1-15.
- Hacimahmutoglu, S. 2007. The Problems of Minority Protection and Their Solutions Within the Legal Framework in Turkish Corporate Governance. *Journal of Banking Regulation*, Vol. 8 (2): 131-158.
- Hofstede, G. 1997. *Culture and Organizations: Software of The Mind*. McGrawHill.
- Hung, M. 2000. Accounting Standards and Value Relevance of Financial Statements: An International Analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 30: 401-420.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach, dan E. Friedman. 2000. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58: 141-186.
- Kaasa, A. dan M. Vadi. 2007. How Does Culture Contribute to Inovation? Evidence from European Countries. *The University of Tartu Faculty of Economics and Business Administration Working Paper No. 63-2008*

- Khurana, I. K., dan Raman, K. K. 2006. Do Investors Care about the Auditor's Economic Dependence on the Client? *Contemporary Accounting Research*, 23(4): 977-1016.
- Kuncoro, M. 2004. *Metode Kuantitatif: Teori dan Aplikasi untuk Bisnis dan Ekonomi*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- La Porta, R., F.Lopez-De-Silanes, dan A. Shleifer. 2006. What Works in Securities Laws? *The Journal of Finance*, Vol. 61 (1): 1-32.
- _____, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, dan R. Vishny. 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy* Vol. 106: 1113-1155.
- _____, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, dan R. Vishny. 1999."Corporate Ownership Around The World". *The Journal of Finance*. Vol. LIV. No.2. April: 471-517.
- _____, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, dan R. Vishny. 2000. "Investor Protection and Corporate Governance". *Journal of Financial Economics*. 58: 3-27.
- _____, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, dan R. Vishny. 1997. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, Vol. 52 (3): 1131-1150.
- Leuz, C., D. Nanda, dan P.D. Wysocki. 2003. Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*, Vol. 69: 505-527.
- Setia-Atmaja, L., J. Haman, dan G. Tanewski. 2008. Earnings Management, Board Independence and Family Ownership. *Working Papers: Social Science Research Network*.
- Wang, D. 2006. Founding Family Ownership and Earnings Quality. *Journal of Accounting Research*, Vol. 44 (3): 619-656.

Gambar 1: Dimensi Kultur Hofstede dan Nilai-nilai serta Praktik Akuntansi dari Gray



Sumber: Radebaugh et al. (2006) dalam Braun dan Rodriguez, Jr (2008)

Tabel 1: Statistika Diskriptif Variabel Penelitian

No	Variabel	Min	Maks	Rata-Rata	Deviasi Standar
1	DCA	0,00132	1,43	0,1710	0,14804
2	FO	0,20	0,81	0,3615	0,14845
3	PDI	31,00	104,00	53,5882	19,53016
4	IDV	17,00	91,00	56,7647	26,76112
5	DR	0,33	1,00	0,7553	0,19810
6	LS	0,00	1,00	0,5847	0,27646
7	ADR	1,00	5,00	3,4706	1,29257
8	PE	0,00	0,90	0,5900	0,27151
9	CPI	3,4	9,3	6,9647	1,76653

Keterangan:

DCA = AkruaI diskresioner (discretionary accruals) dari perusahaan keluarga di negara tertentu

DR = Persyaratan pengungkapan (*disclosure requirement*) negara tertentu

LS = Standar kewajiban (*liability standard*) negara tertentu

ADR = *Anti director right* negara tertentu

PE = *Public Enforcement* negara tertentu

PDI = Skor kultur *power distance* negara tertentu

IDV = Skor kultur *individualism* negara tertentu

CPI = Indeks Harga Konsumen

Tabel 2: Hasil Pengujian H1 dan H2

Variabel		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
FO	Koefisien	-0,154	-0,112	-0,143	-0,133	-0,107
	t-test (sign)	-1,994 (0,048)	-0,887 (0,376)	-1,512 (0,132)	-1,306 (0,194)	-1,059 (0,291)
	VIF	1,061	2,832	1,566	1,832	1,809
FO*DR	Koefisien		-0,057			
	t-test (sign)		-0,418 (0,676)			
	VIF		2,825			
FO*LS	Koefisien			-0,020		
	t-test (sign)			-0,219 (0,827)		
	VIF			1,505		
FO*ADR	Koefisien				-0,007	
	t-test (sign)				-0,321 (0,749)	
	VIF				1,811	
FO*PE	Koefisien					-0,075
	t-test (sign)					-0,726 (0,469)
	VIF					1,800
CPI	Koefisien	-,011	-0,011	-0,011	-0,011	-0,011
	t-test (sign)	-1,695 (0,092)	-1,656 (0,100)	-1,690 (0,093)	-1,660 (0,099)	-1,613 (0,109)
	VIF	1,061	1,067	1,061	1,067	1,800
Durbin-Watson		1,988	1,995	1,989	1,990	2,001
F-test (Signifikansi)		4,494 (0,013)	3,039 (0,031)	2,995 (0,032)	3,014 (0,032)	3,163 (0,026)

Tabel 3: Hasil Pengujian H3 dan H4

Variabel		Model 6	Model 7
FO	Koefisien	-0,339	0,065
	t-test (sign)	-2,943 (0,004)	0,539 (0,591)
	VIF	2,401	2,621
FO*PDI	Koefisien	0,004	
	t-test (sign)	2,146 (0,033)	
	VIF	2,433	
FO*IDV	Koefisien		-0,003
	t-test (sign)		-2,366 (0,019)
	VIF		3,069
CPI	Koefisien	-0,002	-0,004
	t-test (sign)	-0,230 (0,819)	-0,571 (0,568)
	VIF	1,537	1,286
Durbin-Watson		2,037	2,060
F-test (Signifikansi)		4,595 (0,004)	4,944 (0,003)

Appendik 1

Skor Kultur oleh Hofstede (1997) dan indeks proteksi investor oleh La Porta et al. (1998, 2006)

No.	Nama Negara	Power Distance Index (PDI)	Individualism Index (IDV)	Disclosure Requirement (DR)	Liability Standar (LS)	Anti Director Right (ADR)	Public Enforcement (PE)
1	Arab Countries	80	38	-	-	-	-
2	Argentina	49	46	0,5	0,22	4	0,58
3	Australia	36	90	0,75	0,66	4	0,90
4	Austria	11	55	0,25	0,11	2	0,17
5	Belgium	65	75	0,42	0,44	0	0,15
6	Brazil	69	38	0,25	0,33	3	0,58
7	Canada	39	80	0,92	1	5	0,80
8	Chile	63	23	0,58	0,33	5	0,60
9	Colombia	67	13	0,42	0,11	3	0,58
10	Costa Rica	35	15	-	-	-	-
11	Denmark	18	74	0,58	0,55	2	0,37
12	East Africa	64	27	-	-	-	-
13	Ecuador	78	8	0	0,11	2	0,55
14	Finland	33	63	0,5	0,66	3	0,32
15	France	68	71	0,75	0,22	3	0,77
16	Germany	35	67	0,42	0	1	0,22
17	Great Britain	35	89	0,83	0,66	5	0,68
18	Greece	60	35	0,33	0,5	2	0,32
19	Guatemala	95	6	-	-	-	-
20	Hong Kong	68	25	0,92	0,66	5	0,87
21	India	77	48	0,92	0,66	5	0,67
22	Indonesia	78	14	0,5	0,66	2	0,62
23	Iran	58	41	-	-	-	-
24	Ireland	28	70	0,67	0,44	4	0,37
25	Israel	13	54	0,67	0,66	3	0,63
26	Italy	50	76	0,67	0,22	1	0,48
27	Jamaica	45	39	-	-	-	-
28	Japan	54	46	0,75	0,66	4	0
29	Malaysia	104	26	0,92	0,66	4	0,77
30	Mexico	81	30	0,58	0,11	1	0,60
31	Netherlands	38	80	0,5	0,89	2	0,35
32	New Zealand	22	79	0,67	0,44	4	0,47
33	Norwegia	31	69	0,58	0,39	4	0,32
34	Pakistan	55	14	0,58	0,39	5	0,58
35	Panama	95	11	-	-	-	-
36	Peru	64	16	0,33	0,66	3	0,78
37	Philippines	94	32	0,83	1	3	0,83
38	Portugal	63	27	0,42	0,66	3	0,58
39	Salvador	66	19	-	-	-	-
40	Singapore	74	20	1	0,66	4	0,87
41	South Africa	49	65	0,83	0,66	5	0,25
42	South Korea	60	18	0,75	0,66	2	0,25

Appendik 1: Skor Kultur oleh Hofstede (1997) dan indeks proteksi investor oleh La Porta et al. (1998, 2006) (Lanjutan)

No.	Nama Nnegara	Power Distance Index (PDI)	Individualism Index (IDV)	Disclosure Requirement (DR)	Liability Standar (LS)	Anti Derector Right (ADR)	Public Enforcement (PE)
43	Spain	57	51	0,5	0,66	4	0,33
44	Swedia	31	71	0,58	0,28	3	0,5
45	Switzerland	34	68	0,67	0,44	2	0,33
46	Taiwan	58	17	0,75	0,66	3	0,52
47	Thailand	64	20	0,92	0,92	2	0,72
48	Turkey	66	37	0,5	0,22	2	0,63
49	Uruguay	61	36	0	0,11	2	0,57
50	USA	40	91	1	1	5	0,9
51	Venezuela	81	12	0,17	0,22	1	0,55
52	West Africa	77	20	-	-	-	-
53	Yugoslavia	76	27	-	-	-	-

Appendik 2
Jumlah Sampel Perusahaan Keluarga

No	Negara	A	B	C	D
1	Argentina	43	2	0	0
2	Australia	362	276	21	12
3	Austria	38	11	1	1
4	Belgium	62	23	0	0
5	Brazil	159	12	1	1
6	Canada	427	125	35	22
7	Chile	59	5	0	0
8	Colombia	27	0	0	0
9	Costarica	6	0	0	0
10	Denmark	59	26	2	2
11	Ecuador	13	0	0	0
12	Finland	62	55	7	7
13	France	298	178	56	40
14	Germany	339	175	63	42
15	Greece	126	104	61	60
16	Guatemala	1	0	0	0
17	Hong Kong	53	37	4	3
18	India	1870	631	99	40
19	Indonesia	154	14	2	2
20	Ireland	17	17	2	2
21	Israel	212	25	9	9
22	Italy	124	100	10	9
23	Jamaica	9	1	1	1
24	Japan	1664	105	20	13
25	Korea	1084	995	415	81
26	Malaysia	450	395	79	77
27	Mexico	46	2	1	1
28	Netherland	58	35	1	1
29	New Zealand	37	35	4	4
30	Norway	50	33	1	1
31	Pakistan	306	6	0	0
32	Panama	3	1	0	0
33	Peru	57	18	6	6
34	Philippines	50	32	2	2
35	Portugal	20	14	5	2
36	Singapore	300	251	55	54
37	South Africa	89	30	3	2

Appendik 2: Jumlah Sampel Perusahaan Keluarga (Lanjutan)

No	Negara	A	B	C	D
38	Spain	54	54	6	6
39	Sweden	173	79	17	16
40	Switzerland	117	71	16	15
41	Taiwan	1187	1123	42	39
42	Thailand	224	20	5	4
43	Turkey	143	42	15	12
44	United Arab Emirates	22	3	2	2
45	United Kingdom	434	397	45	36
46	United States of America	3160	1497	370	245
47	Uruguay	5	0	0	0
48	Venezuela	23	0	0	0
Jumlah		14276	7055	1484	872

A = Jumlah perusahaan pemanufakturan

B = A yang dimiliki oleh individu/keluarga

C = B yang pemegang saham terbesarnya memiliki 20% atau lebih saham perusahaan

D = C yang memiliki data lengkap