



PENGARUH MANAJEMEN LABA TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI DENGAN KOMPENSASI BERBASIS EKUITAS SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI

Siti Rokhaniyah

IAIN Surakarta
 email: siti.rokhaniyah.02@gmail.com

ABSTRACT

Earnings management were positively related to investment decisions. When earnings were overstated, there will be over-invest in property, plant, and equipment, so it can be said that earnings management will lead to direct cost to the investor in the form of inefficient investments decisions (McNichols dan Stubben 2008).

The efficiency of investment decision can be enhanced by equity-based compensation (Xian, Chen, and Moldousupova 2011). Granting an equity-based compensation may increase loyalty of the manager, because by this mechanism, manager is part of the owner of the company. So, the investment decisions will be more efficient. Another case if managers are only as an executive without any ownership percentage of the company, they will be more likely to pursue a bonus (agency conflict).

This study examined the role of equity-based compensation on the relationship between earnings management to investment decisions. Investment decisions were computed by adding the current period investment, earnings management were proxied by discretionary accruals, and equity-based compensations were measured by the ratio of stock options to total compensations. Equity-based compensation is expected to minimize the inefficient investments decisions as a result of earnings management.

With opportunistic earnings management assumption, the presumption was proved by regression analysis that conducted on manufacturing firms in the United States on 2009-2012. Therefore, by 95 percent level of confidence, the findings of this study support previous studies which stated that earnings management were positively related to investment decisions. In addition, there are interaction effects of earnings management and equity-based compensations on the association between earnings management on investment decisions. Thus, equity-based compensation can reduce the inefficient investments as a result of earnings management.

INFO ARTIKEL

Diterima: 13 November 2018
 Direview: 26 November 2018
 Disetujui: 27 Mei 2019
 Terbit: 28 Juni 2019

Keywords:

investment decisions, earnings management, equity-based compensations

PENDAHULUAN

Keputusan investasi tergantung pada ekspektasi manfaat investasi, yang secara tidak langsung juga tergantung pada ekspektasi pertumbuhan masa depan, seperti pendapatan dan laba. Manajemen

laba¹ berhubungan erat dengan keputusan investasi perusahaan. Secara empiris, manajemen laba (proksi: *discretionary revenues*) berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan manajemen laba yang tinggi, akan melakukan penambahan investasi yang tinggi pada periode berjalan ([McNichols dan Stubben 2008](#), Rokhaniyah 2015).

Penelitian lain menemukan bahwa pelaporan keuangan memiliki dampak pada pola dan efisiensi investasi riil ([Tang 2007](#)). Proyek-proyek investasi yang tidak efisien akan lebih mungkin dilakukan oleh perusahaan yang melakukan *misreporting* sebelum pelaksanaan proyek ([Bar-Gill dan Bebchuk 2002](#)).

Pada saat laba *overstated*, akan terjadi *over invest* pada *property, plant, and equipment*. Manajemen laba mengarah pada *excess investment*, daripada manajemen laba merupakan konsekuensi dari *excess investment* di masa lalu, sehingga dapat dikatakan bahwa manajemen laba menyebabkan biaya langsung terhadap investor dalam bentuk investasi yang tidak efisien (*inefficient investment decisions*). Jadi, manajemen laba yang sebagian besar dilihat sebagai penargetan pihak eksternal untuk perusahaan, juga dapat memengaruhi keputusan intern perusahaan ([McNichols dan Stubben 2008](#), [Lenard dan Yu 2012](#)).

Berdasarkan teori keagenan dan teori akuntansi positif, kompensasi eksekutif akan mendorong adanya manajemen laba ([Sun 2012](#)). Efisiensi pengambilan keputusan investasi dapat ditingkatkan dengan pemberian kompensasi berbasis ekuitas, karena pemberian kompensasi berbasis ekuitas dapat mengurangi kecenderungan manajemen laba ([Cheng dan Warfield 2005](#)).

Kompensasi berbasis ekuitas merupakan salah satu cara untuk memotivasi manajer dalam membuat keputusan investasi jangka panjang yang optimal daripada meningkatkan laba jangka pendek ([Cheng 2004](#), [Kang, Kumar, dan Lee 2006](#)). Pemberian kompensasi berbasis ekuitas diduga dapat meningkatkan loyalitas manajer, karena dengan mekanisme ini manajer merupakan bagian dari pemilik perusahaan, sehingga keputusan investasi yang dibuat akan lebih efisien ([Cheng dan Warfield 2005](#)). Lain halnya jika manajer hanya sebagai eksekutif, tanpa presentase kepemilikan perusahaan, akan lebih cenderung mengejar bonus.

Penelitian ini akan menguji peran kompensasi berbasis ekuitas pada hubungan antara manajemen laba terhadap keputusan investasi perusahaan. Perusahaan dengan manajemen laba yang tinggi dan kompensasi berbasis ekuitas yang tinggi diduga akan cenderung melakukan penambahan investasi yang rendah pada tahun berjalan.

Analisis regresi dilakukan dengan variabel dependen penambahan investasi pada periode berjalan dan variabel independen manajemen laba (*discretionary accrual*) serta kompensasi berbasis ekuitas. Interaksi manajemen laba dan kompensasi berbasis ekuitas (*moderating variable*) dimasukkan untuk menilai ada atau tidaknya efek interaksi. Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah pertumbuhan aset ([McNichols dan Stubben 2008](#), [Lenard dan Yu 2012](#)), nilai investasi periode sebelumnya ([Lenard dan Yu 2012](#), [McNichols dan Stubben 2008](#)), Arus kas operasi bersih ([McNichols dan Stubben 2008](#), [Lenard dan Yu 2012](#)), *investment opportunities set (market to book value equity ratio)* ([Lenard dan Yu 2012](#), [Kang, Kumar, dan Lee 2006](#)), serta utang ([Xian, Chen, dan Moldousupova 2011](#), [Cheng dan Warfield 2005](#)).

Pertumbuhan aset merupakan bagian dari realisasi kenaikan investasi, sehingga perlu dimasukkan sebagai variabel kontrol ([Lenard dan Yu 2012](#)). Investasi tahun sebelumnya selalu digunakan untuk mempertimbangkan penambahan investasi periode berjalan ([McNichols dan Stubben 2008](#)). Arus kas operasi bersih merupakan indikator untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang, membayar dividen, serta melakukan penambahan investasi tanpa mengandalkan pembiayaan eksternal ([McNichols dan Stubben 2008](#), [Lenard dan Yu 2012](#)). Asumsi

¹ Manajemen laba (*earnings management*) terbagi dalam dua perspektif, yaitu *opportunistic earnings management* (pihak manajemen melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan utilitas pribadi) dan *efficient earnings management* (untuk meningkatkan keinformatifan laba dalam mengkomunikasikan informasi pribadi, dalam rangka mengantisipasi berbagai kejadian yang tidak terduga untuk melindungi perusahaan dan pihak-pihak yang terlibat kontrak) ([Scott 2003](#)).

umum *investment opportunities set* adalah membuat *capital expenditure* untuk menghasilkan produk baru atau memperluas lini produksi yang telah ada ([Kallapur dan Trombley 2001](#)). Utang dimasukkan dalam variabel kontrol karena ada tipe-tipe perusahaan yang lebih tertarik dengan pendanaan eksternal untuk membiayai investasinya, dibandingkan dengan pembiayaan internal ([Cheng dan Warfield 2005](#)).

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Hipotesis Program Bonus (*Bonus Plan Hypothesis*)

Teori akuntansi positif memformulasikan tiga hipotesis motivasi manajemen laba, yaitu; hipotesis program bonus (*the bonus plan hypothesis*), hipotesis perjanjian hutang (*the debt covenant hypothesis*), serta hipotesis biaya politik (*the political cost hypothesis*) ([Watts dan Zimmerman 1986](#)). Penelitian ini mengarah pada hipotesis program bonus.

Pemisahan kepemilikan dan kontrol menciptakan konflik antara manajer dan pemegang saham, yang dikenal dengan konflik keagenan ([Jensen dan Meckling 1976](#)). Konflik ini tercipta karena adanya informasi yang tidak simetris, di mana manajer memiliki informasi tentang perusahaan yang lebih banyak, yang tidak dimiliki oleh pemegang saham atau investor. Pada kondisi ini manajer memiliki niat untuk memaksimalkan utilitas dengan mengorbankan para pemegang saham. Dalam rangka untuk menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham, perusahaan membuat kontrak kompensasi manajemen untuk membatasi tindakan manajer, demi kepentingan pemegang saham.

Manajer berusaha untuk memaksimalkan utilitas melalui pilihan kebijakan akuntansi ([Watts dan Zimmerman 1978](#)). Konsep ini merupakan teori akuntansi positif dan menjadi dasar hipotesis program bonus. Dalam proses pengembangan hipotesis program bonus, [Watts dan Zimmerman](#) tidak menemukan adanya hubungan langsung antara kompensasi manajemen dan manipulasi laba. Peningkatan arus kas akan meningkatkan harga saham, dan tidak berpengaruh langsung terhadap kompensasi manajemen, sedangkan laporan angka laba akan meningkatkan kompensasi manajemen ([Watts dan Zimmerman 1978](#)).

Program kompensasi insentif diduga memengaruhi *management discretions*. Untuk membuktikan pernyataan tersebut, *management discretions* diukur dengan empat pilihan akuntansi, yaitu metode persediaan (LIFO versus FIFO), metode depresiasi (garis lurus versus saldo menurun), kredit pajak investasi (*deferral* versus *flow through*), serta amortisasi biaya pensiun (lebih dari 30 tahun versus kurang dari 30 tahun). Dengan sampel 300 perusahaan yang diambil secara random pada tahun 1975, penelitian tersebut menemukan bahwa program kompensasi insentif menginduksi pilihan manajemen atas metode akuntansi yang akan meningkatkan laba yang dilaporkan (*reported earnings*) ([Hagerman dan Zmijewski 1979](#)).

Hipotesis program bonus menjelaskan bahwa manajer perusahaan lebih condong pada metode akuntansi yang meningkatkan laba periode berjalan, sehingga bonus yang akan diperolehnya tinggi ([Watts dan Zimmerman 1986](#)). Metode akuntansi akrual akan cenderung menyebabkan penurunan laba dan bonus yang dilaporkan pada masa mendatang.

Manajemen Laba dan Alokasi Sumber Daya

Pola manajemen laba dapat diklasifikasikan menjadi empat. Pertama, *taking a bath*, yaitu manajemen laba yang melaporkan laba pada periode berjalan dengan nilai yang sangat rendah atau sangat tinggi. Kedua, *income minimization*, yaitu manajemen laba yang melaporkan laba di periode berjalan lebih rendah dari angka laba sesungguhnya. Ketiga, *income maximization*, yaitu manajemen laba yang melaporkan laba pada periode berjalan lebih tinggi dari angka laba sesungguhnya. Keempat, *income smoothing*, yaitu mengkonsistenkan angka laba dari periode ke periode (*smooth*), agar menarik bagi investor ([Scott 2003](#)).

Manajemen laba berdampak pada mis-alokasi sumber daya perusahaan. Literatur terkait dampak manajemen laba terhadap mis-alokasi sumber daya masih sangat terbatas ([McNichols dan Stubben 2008](#), [Healy dan Wahlen 1999](#)). *Discretionary accruals* tidak berhubungan dengan harga di

Initial Public Offerings (IPO) ([Armstrong, Foster, dan Taylor 2009](#)), meskipun banyak literatur yang menafsirkan *discretionary accruals* tinggi pada tahun IPO sebagai bukti peningkatan pendapatan karena adanya manajemen laba. Hasil penelitian yang lain menyatakan bahwa manajemen laba berkontribusi terhadap *IPO mispricing* ([Teoh, Wong, dan Rao 1998](#)). Perusahaan akan melaporkan laba lebih konservatif di sekitar IPO karena meningkatnya sanksi hukum dan peraturan *misreporting* ([Ball dan Shivakumar 2008](#)).

Reaksi pasar berhubungan signifikan negatif terhadap *misleading reporting* ([Palmrose, Richardson, dan Scholz 2004](#)). Sementara itu ditemukan reaksi negatif investor terhadap perusahaan-perusahaan yang secara artifisial menaikkan laba ([Gavious 2007](#)). Manajemen laba yang melampaui ambang batas (*surpasses a threshold*) berhubungan positif terhadap *market mispricing* ([Kwag dan Stephens 2010](#)).

Pembuatan keputusan investasi perusahaan sangat mudah, yaitu sebuah perusahaan berinvestasi lebih jika NPV proyek investasi bernilai positif ([Li 2011](#)). Hubungan investasi dan laba memberikan informasi mengenai kualitas laba yang dilaporkan. Kualitas laba tergantung pada model bisnis perusahaan, situasi ekonomi, kesalahan estimasi, dan manajemen laba ([Healy dan Wahlen 1999, Li 2011](#)).

Manajemen Laba, Kompensasi Berbasis Ekuitas, dan Keputusan Investasi

Masalah keagenan dapat mengarahkan pada *over investment* ([Stein 2003](#)). Gejala *over investment* ditandai dengan keputusan investasi oleh perusahaan-perusahaan yang terlalu sensitif terhadap arus kas pada periode berjalan ([Richardson 2006](#)). Hasil penelitian empiris menunjukkan bahwa perusahaan dengan arus kas bebas positif (*positive free cash flow*)² lebih cenderung melakukan *over investment* ([Richardson 2006, Qi 2014](#)).

Dengan asumsi *ceteris paribus*, jika suatu perusahaan lebih cenderung *over investment*, keputusan investasi modal dan tenaga kerja cenderung menjadi signal yang berguna bagi kualitas laba karena keputusan investasi dapat dipengaruhi oleh pertimbangan lain dan tidak semata-mata ditentukan oleh profitabilitas proyek ([Li 2011](#)). Manajer mempunyai informasi pribadi yang tidak dimiliki investor, sehingga keputusan investasi perusahaan dapat memberikan signal informasi tentang kualitas laba. Kualitas akuntansi yang lebih tinggi mendorong efisiensi investasi, sedangkan ukuran kualitas akuntansi berhubungan negatif dengan investasi bagi perusahaan yang rentan terhadap *over investment* ([Biddle, Hilary, dan Verdi 2009](#)).

Manajemen laba berdampak pada alokasi sumber daya, yang salah satunya adalah keputusan investasi. Lebih detail diungkapkan bahwa kesalahan akuntansi (*accounting mis-statements*) secara potensial dimotivasi oleh target kompensasi dan ekspektasi pasar modal. Konsekuensi manajemen laba relevan terhadap keputusan yang dibuat oleh investor, manajer, direktur, serta regulator ([McNichols dan Stubben 2008](#)).

Pengujian hubungan manajemen laba terhadap keputusan investasi telah dilakukan dan memperoleh temuan bahwa manajemen laba berhubungan signifikan positif terhadap keputusan investasi. Secara lebih lanjut dinyatakan bahwa manajemen laba dapat menyebabkan biaya langsung kepada investor dalam bentuk investasi yang tidak efisien dan mengarah pada *over investment* ([McNichols dan Stubben 2008, Lenard dan Yu 2012](#)). Temuan penelitian tersebut mendukung temuan penelitian sebelumnya terkait adanya hubungan antara informasi akuntansi dan keputusan investasi ([Biddle dan Hilary 2006, Dechow, Sloan, dan Sweeney 1996, Kedia dan Philippon 2009](#)).

H₁: Manajemen laba berhubungan positif terhadap keputusan investasi.

Beberapa penelitian terdahulu menyatakan bahwa kompensasi (bonus) berhubungan positif terhadap manajemen laba. Manajer melakukan manajemen laba untuk memainkan bonus yang diperolehnya ([Healy 1985](#)). *CEO stock option grant* berhubungan negatif terhadap kejahatan laporan keuangan ([O'Connor dkk. 2006](#)). Secara empiris, kompensasi berhubungan signifikan positif dengan

² Arus kas bebas (*free cash flow*) merupakan arus kas yang melampaui apa yang diperlukan untuk mempertahankan aset di tempat dan untuk membiayai investasi baru yang diharapkan ([Richardson 2006](#)).

manajemen laba ([Cheng dan Warfield 2005](#), [Sun 2012](#)), meskipun ada penelitian sebelumnya yang tidak menemukan hubungan signifikan antara kompensasi dan manajemen laba ([Shrieves dan Gao 2002](#)). Di sisi lain, terdapat hubungan positif antara kompensasi eksekutif dan keputusan akuisisi perusahaan, dengan mengontrol kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) dan *previous option grant* ([Datta, Iskandar-Datta, dan Raman 2001](#)).

Kompensasi berbasis ekuitas merupakan salah satu cara untuk memotivasi manajer dalam membuat keputusan investasi jangka panjang yang optimal daripada meningkatkan laba jangka pendek ([Cheng 2004](#), [Kang, Kumar, dan Lee 2006](#)). Investasi jangka panjang berhubungan positif terhadap kompensasi CEO, dengan mempertimbangkan mekanisme *corporate governance* yang kuat, serta mengontrol *internal financing* dan *Investment Opportunity Set* (IOS) ([Kang, Kumar, dan Lee 2006](#)). Efisiensi pengambilan keputusan investasi dapat ditingkatkan dengan pemberian kompensasi berbasis ekuitas ([Xian, Chen, dan Moldousupova 2011](#)).

H₂: Perusahaan dengan manajemen laba yang tinggi dan kompensasi berbasis ekuitas yang tinggi akan cenderung melakukan penambahan investasi rendah pada tahun berjalan.

METODOLOGI PENELITIAN

Data dan Sumber Data

Penelitian ini mengambil sampel perusahaan-perusahaan manufaktur di Amerika Serikat pada periode 2009-2012³ yang diperoleh melalui *database* COMPUSTAT. Penentuan periode tersebut didasarkan pada alasan bahwa periode sebelumnya, tahun 2008, terjadi krisis keuangan global yang berdampak pada fluktuasi laporan keuangan perusahaan. Sementara batas tahun 2012 dikarenakan ketersediaan data tahun setelahnya sangat sedikit.

Pengambilan data dilakukan secara *purposive sampling*, dengan kriteria;

- Ketersediaan data laporan keuangan tahunan (dalam *database* COMPUSTAT) secara konsisten selama periode 2009-2012.
- Adanya data kompensasi berbasis ekuitas.

Adapun data yang akan digunakan dalam penelitian ini di antaranya; investasi perusahaan (*capital expenditures*), biaya *research and development*, penjualan aset tetap, total aset, kas, total Arus kas bersih (Arus kas operasi, Arus kas investasi, dan Arus kas pendanaan), utang (*debt*), modal (*equity*), piutang, pendapatan, laba bersih, jumlah saham beredar, harga penutupan saham tahunan (fiskal), kompensasi berbasis ekuitas (opsi saham), dan total kompensasi.

Model Penelitian

Pola hubungan antara manajemen laba dan keputusan investasi masih menjadi perbedaan pendapat. Penelitian ini mengacu pada hasil studi McNichols dan Stubben (2008) serta Lenard dan Yu (2012) yang telah melakukan *granger causality test*, dan memperoleh hasil bahwa hubungan manajemen laba dan keputusan investasi merupakan hubungan searah, dari manajemen laba ke keputusan investasi.

Penelitian ini akan menganalisis hubungan manajemen laba terhadap keputusan investasi perusahaan, dengan mempertimbangkan kompensasi berbasis ekuitas. Semakin tinggi nilai kompensasi berbasis ekuitas diduga akan menyebabkan pengaruh manajemen laba terhadap keputusan investasi semakin tidak berarti. Kompensasi berbasis ekuitas mengarahkan manajer untuk membuat perencanaan jangka panjang, daripada sekedar mencapai target laba jangka pendek.

Analisis (regresi) akan dilakukan dengan *software Statistical Analysis System* (SAS). Adapun model (regresi) yang akan diuji adalah;

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 KE_{it} + \beta_3 PA_{it} + \beta_4 INV_{i,t-1} + \beta_5 AKO_{it} + \beta_6 MBT_{it} + \beta_7 UT_{it} + \beta_8 KE_DA_{it} + \varepsilon_{it}$$

³ Penelitian ini dilakukan selama tahun 2009-2012, tetapi data tahun 1997-2008 juga diperlukan untuk mengestimasi manajemen laba (*discretionary accrual*) dengan analisis regresi *firm level*, yang membutuhkan data 11 tahun pada masing-masing perusahaan tiap tahun.

Keterangan;

- INV_{it} : Investasi perusahaan *i* pada periode *t*
- INV_{i,t-1} : Investasi perusahaan *i* pada periode *t-1*
- DA_{it} : *Discretionary accrual* perusahaan *i* pada periode *t*
- KE_{it} : Kompensasi berbasis ekuitas perusahaan *i* pada periode *t*
- PA_{it} : Pertumbuhan aset perusahaan *i* pada periode *t*
- MBT_{it} : *Market to book value equity ratio* perusahaan *i* pada periode *t*
- AKO_{it} : Arus kas dari aktivitas operasi perusahaan *i* pada periode *t*
- UT_{it} : Total utang perusahaan *i* pada periode *t*
- KE_DA_{it} : Interaksi antara DA dan KE perusahaan *i* pada periode *t*
- ε_{it} : Residual perusahaan *i* pada periode *t*

Pengukuran Variabel

a) Manajemen laba (DA_{it})

Manajemen laba diproksikan dengan *discretionary accrual*, mengikuti Model Jones Modifikasian, yang memisahkan komponen *non-discretionary accrual* dan *discretionary accruals* (Dechow, Sloan, dan Sweeney 1995). Konsep *discretionary accrual* Model Jones Modifikasian merupakan perbaikan dari Model Jones atas asumsi implisit bahwa pendapatan bersifat *non-discretionary* (tidak dalam keadaan dimanipulasi oleh pihak manajemen). Jika pihak manajemen melakukan manipulasi, maka *discretionary accrual* (residual persamaan regresi) akan cenderung bias mendekati nilai nol (Jones 1991).

Discretionary accrual tidak dapat diobservasi secara langsung dari laporan keuangan, sehingga harus diestimasi secara bertahap melalui beberapa model. Estimasi *discretionary accrual* dalam penelitian ini dilakukan pada rentang waktu 11 tahun dengan analisis regresi *firm level*.

$$TA_{it} = N_{it} - CFO_{it} \tag{1a}$$

$$TA_{it} = a(1/A_{i,t-1}) + b_1(\Delta REV_{it}) + b_2(PPE_{it}) + \epsilon_{it} \tag{1b}$$

Keterangan;

- N_{it} : Laba perusahaan *i* pada periode *t*
- CFO_{it} : Nilai arus kas operasi bersih perusahaan *i* pada periode *t*
- TA_{it} : Akrual total perusahaan *i* pada periode *t* (diskalakan dengan A_{i,t-1})⁴
- A_{i,t-1} : Aset total perusahaan *i* pada periode *t-1*
- ΔREV_{it} : Perubahan pendapatan perusahaan *i* pada periode *t* (diskalakan dengan A_{i,t-1})
- PPE_{it} : *Gross property, plant, and equipment* perusahaan *i* pada periode *t* (diskalakan dengan A_{i,t-1})
- ε_{it} : Residual perusahaan *i* pada periode *t*

Dari persamaan (1b), maka *non-discretionary accrual* (NDA) Model Jones dinotasikan dengan;

$$NDA_{it} = a(1/A_{i,t-1}) + b_1(\Delta REV_{it}) + b_2(PPE_{it}) \tag{2}$$

Keterangan;

- NDA_{it} : *Non-discretionary accruals* perusahaan *i* pada periode *t*
- A_{i,t-1} : Aset total perusahaan *i* pada periode *t-1*
- ΔREV_{it} : Perubahan pendapatan perusahaan *i* pada periode *t* (diskalakan dengan A_{i,t-1})
- PPE_{it} : *Gross property, plant, and equipment* perusahaan *i* pada periode *t* (diskalakan dengan A_{i,t-1})

⁴ Akrual total (TA_{it}) pada persamaan (1a) tidak diskalakan dengan A_{i,t-1}

Perbedaan Model Jones Modifikasian terhadap Model Jones adalah adanya pengurangan variabel perubahan piutang dari variabel perubahan pendapatan untuk menghitung *non-discretionary accrual* pada periode berjalan ([Dechow, Sloan, dan Sweeney 1995](#)). *Non-discretionary accrual* (NDA) Model Jones Modifikasian dinotasikan dengan;

$$NDA_{it} = a(1/A_{i,t-1}) + b_1(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + b_2(PPE_{it}) \quad (3)$$

Keterangan;

NDA_{it} : *Non-discretionary accruals* perusahaan i pada periode t

$A_{i,t-1}$: Aset total perusahaan i pada periode $t-1$

ΔREV_{it} : Perubahan pendapatan perusahaan i pada periode t (diskalakan dengan $A_{i,t-1}$)

ΔREC_{it} : Perubahan piutang perusahaan perusahaan i pada periode t (diskalakan dengan $A_{i,t-1}$)

PPE_{it} : *Gross property, plant, and equipment* perusahaan i pada periode t (diskalakan dengan $A_{i,t-1}$)

Berdasarkan persamaan (1a) dan persamaan (3), *discretionary accrual* (DA_{it}) dapat dihitung dengan;

$$DA_{it} = TA_{it} - NDA_{it} \quad (4)$$

Tahap pertama penghitungan *discretionary accrual* (DA_{it}) Model Jones Modifikasian adalah melakukan analisis regresi *ordinary least squares* (OLS) dengan persamaan (1b) secara *firm level* (dengan data 11 tahun) untuk memperoleh estimator a , b_1 , dan b_2 . Misalnya, untuk mengestimasi manajemen laba perusahaan i pada tahun 2012, maka data yang diregres adalah data tahun 2002-2012.

Estimator a , b_1 , dan b_2 dimasukkan dalam persamaan (3), dengan data perusahaan i setiap tahun.

$$NDA_{i,2002} = a(1/A_{i,2001}) + b_1(\Delta REV_{i,2002} - \Delta REC_{i,2002}) + b_2(PPE_{i,2002})^5$$

dan seterusnya hingga...

$$NDA_{i,2012} = a(1/A_{i,2011}) + b_1(\Delta REV_{i,2012} - \Delta REC_{i,2012}) + b_2(PPE_{i,2012})$$

Selanjutnya, hasil perhitungan tersebut dimasukkan ke dalam persamaan (4).

$$DA_{i,2002} = TA_{i,2002} - NDA_{i,2002}$$

dan seterusnya hingga...

$$DA_{i,2012} = TA_{i,2012} - NDA_{i,2012}$$

Langkah berikutnya adalah mencari variabilitas dari hasil perhitungan DA selama 11 periode (2002-2012). Variabilitas itulah manajemen laba perusahaan i pada tahun 2012. Langkah yang sama digunakan untuk mengestimasi manajemen laba seluruh perusahaan tiap tahun (DA_{it}).

b) Keputusan investasi (INV_{it})

Keputusan investasi (INV_{it}), yang merupakan penambahan investasi pada periode berjalan, dihitung dengan ([Biddle, Hilary, dan Verdi 2009](#), [McNichols dan Stubben 2008](#), [Xian, Chen, dan Moldousupova 2011](#));

$$INV_{it} = \frac{TBM_{it} + BRD_{it} - PAT_{it}}{AT_{it}}$$

Keterangan;

⁵ ΔREV , ΔREC , dan PPE diskalakan dengan $A_{i,t-1}$ (aset total perusahaan i pada periode $t-1$)

- INV_{it} : Investasi perusahaan i pada periode t
 TBM_{it} : Total belanja modal perusahaan i pada periode t
 BRD_{it} : Biaya R&D perusahaan i pada periode t
 PAT_{it} : Penjualan aset tetap perusahaan i pada periode t
 AT_{it} : Aset total perusahaan i pada periode t .

c) Kompensasi berbasis ekuitas (KE_{it})

Kompensasi berbasis ekuitas sering diproksikan dengan opsi saham (*stock option*) dan *restricted stock* ([Xian, Chen, dan Moldousupova 2011](#), [Hall dan Murphy 2002](#)). Opsi saham memiliki efek yang lebih kuat daripada *restricted stock* dalam mengurangi konflik antara eksekutif dan pemegang saham, terkait dengan pencapaian target investasi dan return jangka panjang ([Hall dan Murphy 2002](#)). Opsi saham lebih efektif dalam mengendalikan manajemen laba dibandingkan dengan *restricted stock* ([Xian, Chen, dan Moldousupova 2011](#), [Hall dan Murphy 2002](#)). Sehingga, kompensasi berbasis ekuitas dalam penelitian ini diproksikan dengan nilai transaksi pemberian opsi saham⁶ kepada CEO ([Xian, Chen, dan Moldousupova 2011](#)), yang diformulasikan dengan;

$$KE_{it} = \frac{VOS_{it}}{KT_{it}}$$

Keterangan;

- KE_{it} : Kompensasi berbasis ekuitas perusahaan i pada periode t
 VOS_{it} : Nilai opsi saham CEO tahunan perusahaan i pada periode t
 KT_{it} : Kompensasi total perusahaan i pada periode t .

d) Market to book value equity ratio (MBT_{it})

Market to book value equity ratio (MBT_{it}), sebagai salah satu proksi dari *Investment Opportunity Set* (IOS), digunakan sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini, karena *market to book value equity ratio* merupakan proksi IOS yang paling sering digunakan dalam penelitian keuangan ([Gaver dan Gaver 1993](#)). *Market to book value equity ratio* dianggap sebagai proksi IOS yang paling valid ([Kallapur dan Trombley 1999](#), [Adam dan Goyal 2008](#), [Lenard dan Yu 2012](#)). *Market to book value equity ratio* diformulasikan dengan;

$$MBT_{it} = \frac{OS_{it} \times HPS_{it}}{ET_{it}}$$

Keterangan;

- MBT_{it} : *Market to book value equity ratio* perusahaan i pada periode t
 OS_{it} : Jumlah lembar saham beredar perusahaan i pada periode t
 HPS_{it} : Harga penutupan saham (tahun fiskal) perusahaan i pada periode t
 ET_{it} : Ekuitas total perusahaan i pada periode t .

e) Pertumbuhan aset (PA_{it})

Pertumbuhan aset (PA_{it}) diukur dengan ([McNichols dan Stubben 2008](#));

$$PA_{it} = \frac{AT_{it} - AT_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}}$$

Keterangan;

- PA_{it} : Pertumbuhan aset perusahaan i pada periode t
 AT_{it} : Aset total perusahaan i pada periode t
 $AT_{i,t-1}$: Aset total perusahaan i pada periode $t-1$.

⁶ Opsi saham (*share option*) terkadang diberikan sebagai bagian dari bonus, dan bukan sebagai bagian dari remunerasi pokok, misalnya sebagai insentif kepada karyawan untuk tetap bekerja di entitas atau untuk menghargai mereka atas usahanya dalam meningkatkan kinerja entitas ([IASB 2012](#)).

f) **Arus kas operasi (AKO_{it})**

Arus kas operasi (AKO_{it}) merupakan nilai arus kas operasi bersih perusahaan *i* pada periode *t*, yang dihitung dengan;

$$AKO_{it} = \frac{AKOB_{it}}{AT_{it}}$$

Keterangan;

AKO_{it} : Arus kas operasi perusahaan *i* pada periode *t*

AKOB_{it} : Arus kas operasi bersih perusahaan *i* pada periode *t*

AT_{it} : Aset total perusahaan *i* pada periode *t*

g) **Utang (UT_{it})**

Utang (UT_{it}) dihitung dengan ([Xian, Chen, dan Moldousupova 2011](#));

$$UT_{it} = \frac{UTK_{it} + UTG_{it}}{AT_{it}}$$

Keterangan;

UT_{it} : Utang perusahaan *i* pada periode *t*

UTK_{it} : Utang jangka pendek perusahaan *i* pada periode *t*

UTG_{it} : Utang jangka panjang perusahaan *i* pada periode *t*

AT_{it} : Aset total perusahaan *i* pada periode *t*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Data

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur di Amerika Serikat, selama 2009-2012. Keseluruhan data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari *database* COMPUSTAT. Sebagaimana dalam tabel 1, jumlah sampel akhir yang memenuhi kriteria *purposive sampling* hanya 14.23 persen dari jumlah keseluruhan observasi perusahaan manufaktur yang terdapat di *database* COMPUSTAT selama periode penelitian. Analisis data penelitian ini fokus pada tahun 2009-2012, tetapi data tahun 1997-2008⁷ juga diobservasi untuk keperluan estimasi manajemen laba (*discretionary accrual*), yang membutuhkan 11 tahun pada masing-masing perusahaan per tahun (analisis regresi *firm level*). Hal ini dikarenakan manajemen laba tidak dapat diobservasi secara langsung, sehingga harus diestimasi.

Tabel 1 sampel penelitian

Kriteria	Jumlah Perusahaan				Jumlah Observasi
	2009	2010	2011	2012	
Perusahaan manufaktur AS di <i>database</i> Compustat	5,842	6,056	6,546	6,241	24,685
a. Ketersediaan laporan keuangan	(1,251)	(1,351)	(1,560)	(1,355)	(5,517)
b. Adanya kompensasi berbasis ekuitas.	(2,502)	(2,703)	(3,199)	(2,706)	(11,110)
c. Data yang tidak lengkap (<i>missing data</i>) serta konsistensi ketersediaan data tiap tahun	(1,211)	(1,124)	(909)	(1,302)	(4,546)
Jumlah sampel akhir	878	878	878	878	3,512

⁷ Data yang diperlukan hanya unsur manajemen laba (*discretionary accrual*) Model Jones Modifikasian, yaitu; laba, arus kas operasi bersih, aset, pendapatan, piutang, serta *property plan and equipment (gross)*.

Tabel 2 mendeskripsikan karakteristik perusahaan berdasarkan kategori sektor dan jenis industri yang menjadi sampel dalam penelitian ini. Sampel yang paling dominan adalah perusahaan manufaktur di sektor teknologi informasi, sebesar 29.27 persen. Pada sektor ini didominasi oleh perusahaan manufaktur yang bergerak di bidang teknologi *hardware*, *storage* dan *peripherals* (43.19 persen dari keseluruhan sampel perusahaan manufaktur di sektor teknologi informasi), diikuti dengan peralatan dan komponen elektronik serta peralatan semikonduktor, masing-masing 28.79 persen dan 28.02 persen.

Sektor perawatan kesehatan berada di posisi ke-dua, yaitu sebesar 24.03 persen. Pada sektor ini, seluruh perusahaan yang menjadi sampel bergerak di bidang peralatan dan perawatan kesehatan.

Jumlah sampel perusahaan manufaktur di sektor industri menempati urutan ke-tiga, yaitu sebesar 17.20 persen. Pada sektor ini, sampel terbanyak adalah perusahaan manufaktur yang bergerak di bidang mesin (54.30 persen), khususnya pembuatan mesin-mesin industri dan konstruksi mesin berat.

Tabel 2 karakteristik sampel penelitian

No	Sektor	Industri	Jumlah
1	Energi	- Peralatan energi	14
		- Minyak, gas, dan bahan bakar	9
2	Material	- Bahan kimia	34
		- Kontainer dan pengepakan	5
3	Industri	- Kedirgantaraan dan pertahanan	23
		- Produk bangunan (<i>building products</i>)	17
		- Peralatan listrik (<i>electrical equipment</i>)	23
		- <i>Industrial conglomerates</i>	6
4	<i>Consumer discretionary</i>	- Mesin	82
		- Komponen suku cadang	51
5	<i>Consumer staples</i>	- <i>Textiles, apparel, and luxury goods</i>	31
		- Makanan, minuman, dan tembakau	52
6	Perawatan kesehatan	- Peralatan rumah tangga	63
		- Peralatan dan perawatan kesehatan	211
7	Teknologi informasi	- Teknologi <i>hardware</i> , <i>storage</i> dan <i>peripherals</i>	111
		- Peralatan dan komponen elektronik	74
		- Peralatan semikonduktor	72
Total			878

Tabel 3 merepresentasikan statistik deskriptif untuk investasi (INV_{it}), manajemen laba (DA_{it}), *market to book value equity ratio* (MBT_{it}), arus kas operasi bersih (AKO_{it}), investasi tahun sebelumnya ($INV_{i,t-1}$), pertumbuhan aset (PA_{it}), utang perusahaan (UT_{it}), serta kompensasi berbasis ekuitas (KE_{it}) dari sejumlah 3,512 observasi pada perusahaan manufaktur di Amerika Serikat selama periode 2009-2012. Statistik deskriptif pada keseluruhan variabel menunjukkan nilai *median* kurang dapat menggambarkan *mean*, kecuali pada utang (UT_{it}) yang nilainya relatif sama.

Deviasi standar merupakan salah satu ukuran variabilitas (penyebaran) data terhadap nilai pusatnya (*mean*) atau nilai yang diharapkan. Semakin rendah nilai deviasi standar mengindikasikan bahwa data cenderung mendekati nilai rata-rata. Dalam kasus ini, terdapat nilai deviasi standar yang relatif tinggi. Hal ini berarti bahwa data tersebar pada area yang lebih luas.

Tabel 3 statistik deskriptif

Variabel	Mean	Deviasi Standar	Median
INV_{it}	0.37492529	4.10532979	0.095457
DA_{it}	4.55322716	13.8193084	0.937475
KE_{it}	0.02617192	0.04053729	0.011144

PA _{it}	0.09814406	0.30152413	0.056977
INV _{it,t-1}	0.08433304	0.05751018	0.069485
AKO _{it}	609.351276	2742.03674	12.4320
MBT _{it}	0.12091702	0.38210473	0.007275
UT _{it}	0.43799607	0.2058953	0.441590

Hasil Pengujian Empiris dan Diskusi

Berikut model regresi dalam penelitian ini;

Persamaan 1: Model Regresi Efek Utama

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 KE_{it} + \beta_3 PA_{it} + \beta_4 INV_{i,t-1} + \beta_5 AKO_{it} + \beta_6 MBT_{it} + \beta_7 UT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Persamaan 2: Model Regresi Efek Utama dan Efek Interaksi

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 KE_{it} + \beta_3 PA_{it} + \beta_4 INV_{i,t-1} + \beta_5 AKO_{it} + \beta_6 MBT_{it} + \beta_7 UT_{it} + \beta_8 KE_DA_{it} + \varepsilon_{it}$$

Sebagaimana dalam tabel 4, hasil analisis pada persamaan 1 menunjukkan adanya hubungan signifikan positif manajemen laba (DA_{it}) terhadap keputusan investasi (INV_{it}), dengan level signifikansi 5 persen ($prob\ t = 0.1454$). Temuan ini mendukung temuan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh McNichols dan Stubben (2008) serta Lenard dan Yu (2012). Temuan ini juga sejalan dengan Kedia dan Philippon (2009) yang menyatakan adanya keterkaitan antara informasi akuntansi (dalam hal ini informasi laba)⁸ terhadap keputusan investasi. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa temuan penelitian ini konsisten terhadap hipotesis 1 (H_1).

Investasi tahun sebelumnya ($INV_{i,t-1}$) berhubungan signifikan positif terhadap keputusan investasi (INV_{it}), pada tingkat signifikansi 1 persen ($prob\ t < 0.0001$). Hal ini didasarkan pada argumen bahwa keputusan investasi periode berjalan (INV_{it}) selalu mengacu pada investasi tahun sebelumnya ($INV_{i,t-1}$) (McNichols dan Stubben 2008). Fungsinya adalah untuk mengevaluasi dan memaksimalkan investasi tahun sebelumnya ($INV_{i,t-1}$), sehingga diharapkan investasi periode berjalan (INV_{it}) dapat lebih baik.

Utang (UT_{it}) berhubungan signifikan positif terhadap keputusan investasi ($prob\ t < 0.0001$). Hal ini dapat terjadi karena utang digunakan untuk penambahan investasi (Cheng dan Warfield 2005, Xian, Chen, dan Moldousupova 2011). Argumen ini dikuatkan dengan hubungan signifikan negatif arus kas operasi bersih (AKO_{it}) terhadap keputusan investasi (INV_{it}). Temuan ini senada dengan Jensen (1986) yang menyatakan bahwa dana internal (arus kas operasi bersih) diutamakan untuk membayar dividen dan membeli kembali saham perusahaan, sehingga pendanaan investasi dilakukan dengan dana eksternal atau utang.

Market to book value equity ratio (MBT_{it}) berhubungan signifikan negatif terhadap keputusan investasi (INV_{it}) pada tingkat signifikansi 1 persen ($prob\ t < 0.0001$). *Market to book value equity ratio* merupakan indikator untuk menilai keadaan perusahaan (memiliki *growth opportunities* atau tidak). Tidak semua *growth opportunities* mampu menghasilkan *net present value* positif (Kallapur dan Trombley 2001), sehingga dasar pengambilan keputusan investasi (INV_{it}) tidak mutlak didasarkan pada *market to book value equity ratio* (MBT_{it}).

Pada persamaan 2, interaksi manajemen laba dan kompensasi berbasis ekuitas (KE_DA_{it}) berpengaruh signifikan negatif terhadap keputusan investasi ($prob\ t < 0.0001$). Hal ini mengindikasikan adanya efek interaksi manajemen laba dan kompensasi berbasis ekuitas (KE_DA_{it}). Jadi, meskipun manajemen laba tinggi (DA_{it}) jika kompensasi berbasis ekuitas juga tinggi (KE_{it}) maka perusahaan akan cenderung melakukan penambahan investasi yang rendah pada tahun berjalan (INV_{it}). Manajemen laba (DA_{it}) berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi (INV_{it}). Meskipun demikian, pola hubungan ini menjadi tidak relevan karena terdapat efek interaksi manajemen laba dan kompensasi berbasis ekuitas (KE_DA_{it}).

⁸ Penelitian ini menggunakan perspektif *opportunistic earnings management*, di mana pihak manajemen melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan utilitas pribadi.

Tabel 4 koefisien regresi (variabel dependen: INV_{it})

Variabel	Koefisien Regresi Persamaan 1	Koefisien Regresi Persamaan 2
Konstanta	-0.04303	-0.09939
DA_{it}	0.01690*	-0.07513*
KE_{it}	-0.17403	0.22691
PA_{it}	-0.20913**	-0.22093**
$INV_{i,t-1}$	3.02296**	2.97355**
AKO_{it}	-516.880**	-514.886**
MBT_{it}	-0.05506**	-0.05513**
UT_{it}	0.33798**	0.33480**
KE_DA_{it}		-0.63662**
Jumlah Observasi	3,512	3,512
<i>R-Square</i>	0.2116	0.2169
<i>Adj R-Sq</i>	0.2100	0.2151
<i>F Value</i>	134.36**	121.25**

** Korelasi signifikan pada level 0.01

* Korelasi signifikan pada level 0.05

Kompensasi berbasis ekuitas memberikan kesempatan kepada pihak manajemen untuk menjadi bagian dari pemilik perusahaan. Dengan mekanisme ini, pihak manajemen akan membuat perencanaan investasi jangka panjang dengan penuh pertimbangan dan memprioritaskan profitabilitas investasi, tidak hanya berdasarkan pada laporan keuangan yang dihasilkannya dalam rangka memaksimalkan utilitas pribadi (Kang, Kumar, dan Lee 2006).

Cheng, dkk (2004) menjustifikasi bahwa kompensasi berbasis ekuitas dapat memotivasi pihak manajemen dalam membuat keputusan investasi jangka panjang yang baik, dan menggeser motif pihak manajemen untuk memaksimalkan utilitas pribadi. Keputusan investasi jangka panjang yang baik dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Baker, Collins, dan Reitenga 2003), yang dampaknya juga akan dirasakan oleh para eksekutif.

KESIMPULAN

Kesimpulan

Penelitian ini menguji pengaruh manajemen laba terhadap keputusan investasi dengan mempertimbangkan kompensasi berbasis ekuitas. Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Amerika Serikat pada tahun 2009-2012, dengan teknik penyampelan *purposive sampling*. Data diperoleh dari *database* COMPUSTAT.

Sebagaimana penelitian terdahulu, penelitian ini memberikan bukti empiris hubungan signifikan positif manajemen laba (DA_{it}) terhadap keputusan investasi perusahaan (INV_{it}). Artinya, jika manajemen laba (DA_{it}) tinggi (dengan asumsi *opportunistic earnings management*), perusahaan akan melakukan penambahan investasi yang tinggi pada periode berjalan (INV_{it}). Hipotesis 1 (H_1) terdukung secara statistik. Pada analisis sensitivitas juga diperoleh temuan yang sama.

Secara umum dapat dikatakan terdapat efek interaksi manajemen laba dan kompensasi berbasis ekuitas (KE_DA_{it}) pada hubungan antara manajemen laba (DA_{it}) terhadap keputusan investasi (INV_{it}). Hipotesis 2 (H_2) terdukung secara statistik. Perusahaan dengan manajemen laba yang tinggi (DA_{it}), jika kompensasi berbasis ekuitas juga tinggi (KE_{it}), akan cenderung melakukan penambahan investasi rendah pada tahun berjalan (INV_{it}).

Saran

Sampel penelitian ini (dalam analisis utama) relatif kecil, hanya sekitar 14.23 persen dari keseluruhan observasi perusahaan yang terdapat di database COMPUSTAT pada periode 2009-2012, sehingga perlu analisis dengan presentase sampel yang lebih besar. Hal ini dimaksudkan untuk menunjukkan *robustness* model. Apakah jika analisis dilakukan dengan presentase sampel yang lebih besar, akan diperoleh hasil yang sama? Presentase sampel yang kecil dalam penelitian ini disebabkan oleh sedikitnya jumlah sampel yang memenuhi kriteria *purposive sampling*. Penggunaan teknik *purposive sampling* rentan terhadap *survivorship bias*.

Penelitian ini menggunakan asumsi *opportunistic earnings management*, sehingga belum menggambarkan makna manajemen laba secara keseluruhan. Maka dari itu, perlu suatu pengujian dengan model yang sama, tetapi dapat mengakomodasi makna manajemen laba secara keseluruhan.

Asumsi yang lain dalam penelitian ini adalah bahwa kompensasi (berbasis ekuitas) manajemen selalu naik. Realita dalam dunia praktis, pemberian kompensasi bersifat fluktuatif, senantiasa mengalami kenaikan dan penurunan setiap periode.

REFERENSI

- Adam, T., dan V.K. Goyal. 2008. "The investment opportunity set and its proxy variables." *Journal of Financial Research* no. 31 (1):41-63.
- Armstrong, Christopher S., George Foster, dan Daniel J. Taylor. 2009. *Earnings management around initial public offerings: a re-examination*. Last rev.: September 29, 2009 ed, *Rock Center for Corporate Governance working paper*: Philadelphia, Pa: Wharton School, University of Pennsylvania.
- Baker, Terry, Denton Collins, dan Austin Reitenga. 2003. "Stock option compensation and earnings management incentives." *Journal of Accounting, Auditing & Finance* no. 18 (4):557-582.
- Ball, Ray, dan Lakshmanan Shivakumar. 2008. "Earnings quality at initial public offerings." *Journal of Accounting and Economics* no. 45 (2-3):324-349. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.12.001>.
- Bar-Gill, Oren, dan Lucian A. Bebchuk. 2002. Misreporting corporate performance In *Harvard Law and Economics Discussion Paper*. New York: New York University School of Law, Harvard Law School; National Bureau of Economic Research (NBER); Centre for Economic Policy Research (CEPR) and European Corporate Governance Institute (ECGI)
- Biddle, G., dan G. Hilary. 2006. "Accounting quality and firm-level capital investment." *The Accounting Review* no. 81:963-982.
- Biddle, Gary C., Gilles Hilary, dan Rodrigo S. Verdi. 2009. "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?" *Journal of Accounting and Economics* no. 48 (2-3):112-131. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>.
- Cheng, Qiang, dan Terry D. Warfield. 2005. "Equity incentives and earnings management." *The Accounting Review* no. 80 (2):441-476. doi: 10.2307/4093065.
- Cheng, Shijun. 2004. "R&D expenditures and CEO compensation." *The Accounting Review* no. 79 (2):305-328. doi: 10.2307/3203246.
- Datta, Sudip, Mai Iskandar-Datta, dan Kartik Raman. 2001. "Executive compensation and corporate acquisition decisions." *The Journal of Finance* no. 56 (6):2299-2336. doi: 10.1111/0022-1082.00406.
- Dechow, P., R. Sloan, dan A. Sweeney. 1996. "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC." *The Accounting Review* no. 70:193-225.

- Dechow, Patricia M., Richard G. Sloan, dan Amy P. Sweeney. 1995. "Detecting earnings management." *The Accounting Review* no. 70 (2):193-225. doi: 10.2307/248303.
- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth 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* no. 16 (1-3):125-160. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90007-3](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(93)90007-3).
- Gavious, Ilanit. 2007. "Market reaction to earnings management: the incremental contribution of analysts." *International Research Journal of Finance and Economics*. no. 8 (1):196-200.
- Hagerman, Robert L., dan Mark E. Zmijewski. 1979. "Some economic determinants of accounting policy choice." *Journal of Accounting and Economics* no. 1 (2):141-161. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(79\)90004-1](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(79)90004-1).
- Hall, Brian J., dan Kevin J. Murphy. 2002. "Stock options for undiversified executives." *Journal of Accounting & Economics* no. 33 (2):3-42.
- Healy, Paul M. 1985. "The effect of bonus schemes on accounting decisions." *Journal of Accounting and Economics* no. 7 (1-3):85-107. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1).
- Healy, Paul M., dan James Michael Wahlen. 1999. "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting." *Accounting Horizons* no. 13:365-383.
- IASB. 2012. Technical summary - IFRS 2 share-based payment.
- Jensen, Michael C., dan William H. Meckling. 1976. "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of Financial Economics* no. 3 (4):305-360. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Jones, Jennifer J. 1991. "Earnings management during import relief investigations." *Journal of Accounting Research* no. 29 (2):193-228.
- Kallapur, Sanjay, dan Mark A Trombley. 2001. "The investment opportunity set: determinants, consequences and measurement." *Managerial Finance* no. 27 (3):3-15.
- Kallapur, Sanjay, dan Mark A. Trombley. 1999. "The association between investment opportunity set proxies and realized growth." *Journal of Business Finance & Accounting* no. 26 (3-4):505-519. doi: 10.1111/1468-5957.00265.
- Kang, Sok-Hyon, Praveen Kumar, dan Hyunkoo Lee. 2006. "Agency and corporate investment: the role of executive compensation and corporate governance." *Journal of Business* no. 79 (3):1127-1148.
- Kedia, S., dan T. Philippon. 2009. "The economics of fraudulent accounting." *Review of Financial Studies* no. 22 (6):2169-2199.
- Kwag, Seung-Woog, dan Alan A. Stephens. 2010. "Investor reaction to earnings management." *Managerial Finance* no. 36 (1):44-56.
- Lenard, Mary Jane, dan Bing Yu. 2012. "Do earnings management and audit quality influence over-investment by Chinese companies?" *International Journal of Economics and Finance* no. 4 (2):21-30.
- Li, Feng. 2011. "Earnings quality based on corporate investment decisions." *Journal of Accounting Research* no. 49 (3):721-752. doi: 10.1111/j.1475-679X.2010.00397.x.
- McNichols, Maureen F., dan Stephen R. Stubben. 2008. "Does earnings management affect firms' investment decisions?" *Accounting Review* no. 83 (6):1571-1603.

- O'Connor, J. P, R. L. Priem, J. E Coombs, dan K. M. Gilley. 2006. "Do CEO stock options prevent or promote fraudulent financial reporting?" *Academy of Management Journal of Accounting – Business & Management* no. 49 (3):483-500.
- Palmrose, Zoe-Vonna, Vernon J. Richardson, dan Susan Scholz. 2004. "Determinants of market reactions to restatement announcements." *Journal of Accounting and Economics* no. 37 (1):59-89. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.06.003>.
- Qi, Sun. 2014. "Corporate sustainability investment and over-investment of free cash flow." *Global Conference on Business & Finance Proceedings* no. 9 (1):491-492.
- Richardson, Scott. 2006. "Over-investment of free cash flow." *Review of Accounting Studies* no. 11 (2-3):159-189. doi: 10.1007/s11142-006-9012-1.
- Rokhaniyah, Siti. 2015. Dampak Manajemen Laba terhadap Alokasi Investasi Perusahaan. "Jurnal Akuntansi dan Sistem Teknologi Informasi". no 11: 390-400.
- Scott, William R. 2003. *Financial accounting theory*. Edited by 4. 4 ed. Toronto: Prentice-Hall International Edition.
- Shrieves, Ronald E., dan Pengjie Gao. 2002. Earnings management and executive compensation: a case of overdose of option and underdose of salary? Paper read at EFA 2002 Berlin Meetings, at Berlin
- Stein, Jeremy C. 2003. "Chapter 2 agency, information and corporate investment." In *Handbook of the Economics of Finance*, edited by M. Harris G.M. Constantinides dan R. M. Stulz, 111-165. Elsevier.
- Sun, Lan. 2012. "Executive compensation and contract-driven earnings management." *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* no. 8 (2):111–127.
- Tang, Vicki Wei. 2007. Earnings management and future corporate investment. Georgetown University - Robert Emmett McDonough School of Business.
- Teoh, SiewHong, T. J. Wong, dan GitaR Rao. 1998. "Are accruals during initial public offerings opportunistic?" *Review of Accounting Studies* no. 3 (1-2):175-208. doi: 10.1023/a:1009688619882.
- Watts, Ross L., dan Jerold L. Zimmerman. 1986. *Positive accounting theory*. Toronto: Prentice-Hall International Edition.
- Watts, Ross L., dan Jerold L. Zimmerman. 1978. "Towards a positive theory of the determination of accounting standards." *The Accounting Review* no. 53 (1):112-134. doi: 10.2307/245729.
- Xian, Chunwei, Hong Chen, dan Asel Moldousupova. 2011. "Investment, earnings management and equity-based compensation." *Journal of Accounting – Business & Management* no. 18 (2):121-136.