

Peranan Pengawasan Pelabur Institusi dan Kekaburan Perolehan

(The Monitoring Role of Institutional Investors and Earning Opacity)

Azlina Ahmad
Norman Mohd Saleh
Takiyah Mohd Iskandar
Mohamad Adnan Alias

ABSTRAK

Pelabur institusi merupakan kumpulan pelabur canggih yang berpotensi mengawasi pengurusan firma serta menyumbang kepada pengurangan kos agensi. Kajian ini meneliti peranan pengawasan pelabur institusi dalam ekonomi yang melibatkan pelaburan dana awam serta campur tangan kerajaan yang tinggi. Kajian menfokus kepada kesan pemilikan pelabur institusi terhadap amalan pengurusan perolehan firma portfolio berasaskan tahap kekaburan perolehan. Selain itu, kajian turut melihat sama ada status awam/bukan awam pelabur institusi mempengaruhi keupayaan mereka melaksanakan pengawasan yang berkesan. Pemilikan pelabur institusi diukur berdasarkan tiga dimensi iaitu: (1) peratus pegangan ekuiti pelabur institusi; (2) konsentrasi pegangan pelabur institusi; dan (3) bilangan pelabur institusi. Kecenderungan mengurus perolehan ditentukan berdasarkan tahap kekaburan perolehan firma yang merupakan skor agregat empat ukuran iaitu: (1) keagresifan perolehan; (2) perlicinan perolehan; (3) pengelakan melapor kerugian; dan (4) pengelakan melapor penurunan dalam perolehan. Sampel kajian terdiri daripada syarikat tersenarai di Papan Utama dan Papan Kedua Bursa Malaysia dari tahun 1996 hingga 2005. Data dikutip daripada pengkalan data Datastream dan laporan tahunan syarikat. Perhubungan antara tahap kekaburan perolehan dengan pemilikan pelabur institusi diuji berdasarkan analisis regresi berganda dengan mengawal kesan tahap pegangan ekuiti pengurusan firma, saiz firma, tahap keumpulan firma dan kualiti juruaudit firma. Keputusan kajian menunjukkan bahawa pelabur institusi bukan awam dengan konsentrasi pegangan yang tinggi melaksanakan pengawasan yang lebih berkesan terhadap pihak pengurusan firma berbanding pelabur institusi awam.

ABSTRACT

Institutional investors are regarded as sophisticated investors who have the potential to monitor managers and help reduce firm's agency cost. This study examines the monitoring role of institutional investors in an environment of high public funds presence and high government intervention. It focuses on the effects of institutional ownership on portfolio firms' earnings management by examining the association between institutional ownership and earnings opacity. This study also provides evidence on the effect of public/non-public status of institutional investors on their monitoring effectiveness. Institutional presence is proxied by three measures: (1) percentage of institutional equity shareholdings; (2) concentration of institutional shareholdings; and (3) number of institutional investors. Propensity to manage earnings is measured by four attributes of earnings numbers that could lead to earnings opacity: (1) earnings aggressiveness; (2) earnings smoothness; (3) loss avoidance; and (4) earnings decreases avoidance, aggregated into firm level scores of earnings opacity. Data were obtained from Datastream and annual reports of samples firms listed on the Main Board and Second Board of Bursa Malaysia from 1996 to 2005. Association between institutional ownership and earnings opacity is tested via multiple regression analysis controlling for management shareholdings, firm size, firm's leverage level and audit quality. Results show that non-public institutional investors with concentrated shareholdings provide more effective monitoring in comparison to public institutional investors.

PENGENALAN

Kemunculan pelabur institusi sebagai peserta yang berpengaruh dalam pasaran modal sejak dua dekad kebelakangan telah membawa kepada perubahan dramatik struktur pemilikan korporat. Kumpulan pelabur ini secara kolektif memiliki pegangan yang besar dalam saham modal syarikat di banyak negara dengan purata pegangan di sekitar 40% - 60% (Gillian & Starks 2003; Suruhanjaya Sekuriti 2000). Pelabur institusi dianggap sebagai pelabur canggih kerana mereka mengurus kewangan mereka secara profesional dan berupaya mengesan sebarang manipulasi

perolehan yang ketara (Ali *et al.* 2000; Bartov *et al.* 2000; Collins *et al.* 2003; Nofsinger & Sias 1999; Wermers 2000). Selain daripada itu sebagai badan perantara pelaburan, pelabur institusi mempunyai tanggungjawab fudisiari untuk mengawasi pelaburan mereka (Barnard 1991; Black 1992; David & Kochhar 1996). Oleh yang demikian pelabur institusi dilihat berpotensi untuk mengawasi pengurusan firma dan mengurangkan masalah agensi. Kajian lepas mendapati bahawa apabila pelabur institusi mempunyai pegangan ekuiti yang besar dalam firma, amalan mengurus perolehan dapat dibendung dan pengurusan memberi lebih tumpuan kepada usaha memaksimumkan nilai jangka

panjang firma (Bushee 1988; Chung *et al.* 2002; Koh 2003, 2007; Matsumoto 2002).

Malaysia memberikan persekitaran yang berbeza untuk mengkaji peranan pengawasan pelabur institusi kerana kehadiran pelabur institusi awam yang tinggi. Pelabur institusi awam seperti Permodalan Nasional Berhad dan Kumpulan Wang Simpanan Pekerja mengurus lebih daripada 70% daripada jumlah dana diurus bagi tahun 2005 (Suruhanjaya Sekuriti Malaysia 2005). Menurut Funke dan Stadmann (2004) dana awam di negara membangun mempunyai kaitan yang sangat rapat dengan kerajaan dan mempunyai polisi pelaburan yang sangat terikat dengan dasar kerajaan. Oleh itu dana awam tidak boleh mementingkan keuntungan semata-mata malah perlu membantu memurnikan hasrat kerajaan (Iglesias & Palacios 2000). Kajian lepas mendapati bahawa pengurus dana awam berhadapan dengan tekanan politik dan sosial yang berpotensi menimbulkan konflik kepentingan di antara pengurus dana awam dan pemegang saham lain firma, yang mungkin membawa kepada pengawasan yang tidak akan mengambil kira kepentingan pemegang saham lain (Iglesias & Palacios 2000; Patibandla 2006; Romano 1993; Shleifer & Vishny 1994; Woidtke 2002). Selain daripada itu kebanyakan pengurus atasan dana awam merupakan pegawai yang dilantik kerajaan yang tidak semestinya mempunyai kepakaran dan pengetahuan kewangan yang bersesuaian yang membolehkan mereka melaksanakan tanggungjawab mereka dengan berkesan (Mohammad Badri Rozali & Fikriyah Abdullah 2006; Funke & Stadtmann 2004; Patibandla 2006; Romano 1993; Shamsheer Mohamed *et al.* 2000; Woidtke 2002). Justeru itu, timbul persoalan sama ada pelabur institusi Malaysia melaksanakan pengawasan yang berkesan dan sama ada kehadiran dana awam yang tinggi mempengaruhi keupayaan pelabur institusi untuk melaksanakan pengawasan yang berkesan.

Kajian ini mengkaji peranan pengawasan pelabur institusi daripada satu perspektif baru teori agensi iaitu *Nexus Agency Model* (NAM) yang melihat pelabur institusi sebagai agen yang memerhatikan agen (Black 1992, Schneider 2000). Kajian memberi fokus kepada kesan pemilihan pelabur institusi terhadap amalan pengurusan perolehan firma portfolio yang diukur berdasarkan tahap kebauran perolehan firma. Selain itu, kajian turut melihat sama ada status awam/bukan awam pelabur institusi mempengaruhi keupayaan mereka melaksanakan pengawasan yang berkesan.

ULASAN KARYA

INSENTIF MENGURUS PEROLEHAN

Maklumat penyata kewangan, khususnya angka perolehan yang dilaporkan, menjadi input penting kepada proses pembuatan keputusan ekonomi (Bushman & Smith 2001; Schipper & Vincent 2003). Maklumat kewangan yang berkualiti bukan sahaja akan menghasilkan keputusan

yang lebih baik, malah boleh membantu mengurangkan risiko yang dihadapi firma, sekaligus mengurangkan kos ekuiti serta kos agensi yang terpaksa ditanggung firma (Bhattacharya *et al.* 2003; Bushman & Smith 2001). Selain daripada memberi input penting kepada proses tadbir urus, maklumat perakaunan itu sendiri merupakan hasil daripada proses tadbir urus (Bushman & Smith 2001; Sloan 2001). Maklumat perakaunan disediakan oleh pihak pengurusan yang sedia maklum bahawa maklumat ini akan digunakan dalam proses tadbir urus. Oleh yang demikian mereka mempunyai insentif untuk mengurus angka perakaunan dengan menggunakan kelonggaran yang dibenarkan oleh prinsip perakaunan diterima umum dalam pemilihan polisi. Sungguhpun bukan semua pemilihan polisi dilakukan untuk memenuhi tujuan oportunistik namun lebih banyak ruang dibenarkan untuk penggunaan budi bicara maka lebih banyak peluang terbuka untuk mengurus perolehan secara oportunistik. Selain daripada kelonggaran peraturan pelaporan, faktor kekurangan atau kelonggaran akta dan peraturan yang melindungi hak pemegang saham serta kelemahan dalam implementasi peraturan juga boleh menyumbang kepada masalah agensi yang melibatkan pengurusan firma seperti yang dibuktikan oleh kajian Bhattacharya *et al.* (2003), Claessens *et al.* (2002) dan Leuz *et al.* (2003).

Kajian lepas mendapati pihak pengurusan mempunyai insentif untuk mengurus perolehan bagi mengelak daripada melanggar perjanjian pinjaman (DeFond & Jambalvo 1994; Sweeney 1994), apabila berhadapan dengan pengambilalihan (Easterwood 1997), apabila membuat terbitan awam (Darrough & Rangan 2004; DuCharme *et al.* 2004; Teoh *et al.* 1998), apabila sedang disiasat badan pengawal selia (Jones 1991; Cahan 1992) atau apabila sedang berhadapan dengan tuntutan mahkamah (Hall & Stammerjohan 1997). Pihak pengurusan juga mengurus perolehan bagi melicinkan pendapatan supaya dapat mengelak daripada melaporkan angka perolehan yang menunjukkan naik turun yang terlalu ketara untuk menjamin kedudukan mereka dalam firma (Fudenberg & Tirole 1995). Perolehan juga diurus bagi memastikan angka keuntungan yang dilaporkan melepasi tahap tertentu, iaitu mengelak daripada melapor kerugian, mengelak daripada melapor penurunan perolehan atau mengelak daripada melapor kejutan perolehan negatif (Beatty *et al.* 2002; Beaver *et al.* 2003; Brown 2001, 2003; Burgstahler & Dichev 1997; DeGeorge *et al.* 1999; Jacob & Jorgensen 2007; Matsumoto 2002; Norman *et al.* 2005a, 2005b; Shen & Chih 2005).

Sifat oportunistik pihak pengurusan firma boleh dibendung dengan mengadakan beberapa mekanisme kawalan yang boleh menjajarkan kepentingan pihak pengurusan agar selari dengan kepentingan pemegang saham. Kebebasan lembaga pengarah serta jawatankuasa audit (Klein 2002), juruaudit berkualiti (Becker *et al.* 1998; Francis *et al.* 1999; Krishnan 2003a, 2003b) dan pegangan ekuiti oleh pihak pengurusan (Warfield *et al.* 1995) merupakan antara mekanisme kawalan yang telah dikenalpasti dapat mengekang amalan pengurusan

perolehan. Satu lagi mekanisme kawalan luaran yang dijangka dapat membendung kelakuan oportunistik pihak pengurusan dan meningkatkan tadbir urus korporat ialah pegangan ekuiti oleh pelabur institusi.

PELABUR INSTITUSI DAN PENGURUSAN PEROLEHAN

Pelabur institusi, disebabkan kemahiran serta pegangan mereka yang besar, dilihat berpotensi untuk melaksanakan pengawasan yang berkesan. Walau bagaimanapun, ada juga yang berpendapat bahawa kehadiran pelabur institusi akan mendorong pihak pengurusan firma untuk mengurus perolehan kerana bimbang kejatuhan nilai perolehan semasa akan mengakibatkan penjualan saham oleh pelabur institusi yang boleh menyebabkan berlakunya pengurangan nilai saham sementara (Graves & Waddock 1990; Porter 1992).

Setakat ini hasil daripada kajian lepas belum mencapai kesepakatan berhubung persoalan sama ada pelabur institusi berupaya melaksanakan pengawasan yang berkesan. Beberapa kajian lepas menemui bukti yang menyokong pandangan bahawa pelabur institusi memainkan peranan pengawasan yang penting (Bushee 1998, Chung *et al.* 2002; Hsu & Koh 2005; Koh 2003; Koh 2007; Shamsul Nahar Abdullah 2006; Wahal & McConnell 2000). Sebaliknya, kajian Demetz dan Lehn (1985), Agrawal dan Knoeber (1996), Wahal (1996), Duggal dan Millar (1999) dan Renneboog (2000) pula gagal menemui bukti yang menyokong pandangan di atas.

Salah satu sebab kenapa hasil kajian lepas bercampur-campur ialah kerana pelabur institusi dilihat sebagai satu kumpulan yang homogen atau menyeluruh sedangkan, pada hakikatnya terdapat perbezaan di kalangan kumpulan pelabur ini yang mempengaruhi kemampuan mereka untuk melaksanakan pengawasan (Del Guercio & Hawkins 1999; Gillian & Starks 2003; Koh 2007; Ryan & Schnider 2003). Oleh yang demikian insentif untuk melaksanakan pengawasan dan keberkesanan pengawasan juga berbeza-beza di kalangan pelabur institusi berbeza. Kajian mendapati konflik kepentingan yang dihadapi pelabur institusi boleh mempengaruhi kemampuan mereka melaksanakan pengawasan. Konflik kepentingan dalam bentuk hubungan perniagaan atau potensi hubungan perniagaan didapati menjejaskan peranan pengawasan pelabur institusi (Brickely *et al.* 1988; Kochar & David 1996). Begitu juga konflik kepentingan dalam bentuk tekanan politik dan sosial boleh menjejaskan kemampuan pelabur institusi awam untuk melaksanakan pengawasan yang berkesan (Patibandla 2006; Woidtke 2002).

Semua kajian di atas memberi tumpuan kepada tahap pegangan ekuiti untuk melihat pengaruh pelabur institusi ke atas kelakuan pihak pengurusan. Kecuali Bushee (1998) dan Koh (2007) yang turut mengkaji bagaimana kelakuan pelaburan lepas pelabur institusi mempengaruhi kemampuan mereka mengekang amalan pengurusan perolehan, kajian lain tidak menyentuh persoalan tentang kepelbagaian pelabur institusi dan konflik kepentingan yang mereka hadapi.

Konsentrasi pegangan merupakan satu lagi faktor penting yang boleh mempengaruhi kemampuan pengawasan pelabur institusi. Pelabur dengan konsentrasi pegangan yang tinggi tentu mempunyai kecenderungan yang lebih tinggi untuk melaksanakan pengawasan memandangkan risiko kerugian yang dihadapi adalah lebih tinggi. Rajgopal & Venkatachalam (1998) serta Chen *et al.* (2005) telah membuktikan bahawa konsentrasi pegangan mempengaruhi kemampuan melaksanakan pengawasan yang berkesan. Peratus pegangan ekuiti oleh pelabur institusi yang lazim digunakan bagi mengukur pemilikan pelabur institusi walau bagaimanapun gagal mengambil kira kesan konsentrasi pegangan. Kecuali kajian Rajgopal dan Venkatachalam (1998) serta Chen *et al.* (2005) kajian lain tidak mengambil kira kesan konsentrasi pegangan. Kajian Bushee (1998) menggunakan konsentrasi pegangan sebagai salah satu kriteria bagi pengelasan pelabur institusi tetapi tidak menguji secara langsung pengaruh konsentrasi pegangan dalam model kajian.

Suara ramai pelabur institusi merupakan satu lagi opsyen yang boleh dipertimbangkan apabila tidak ada mana-mana pelabur institusi yang mempunyai pegangan yang besar dalam firma. Penemuan kajian Sias *et al.* (2006) dan Cornett *et al.* (2003) membuktikan kesan pengaruh suara ramai yang dicapai menerusi bilangan pelabur institusi yang tinggi.

Kajian ini cuba memperkemas beberapa kekurangan daripada model kajian lepas bagi menguji kemampuan pengawasan pelabur institusi dengan mengambil kira kesan konsentrasi pegangan pelabur institusi dan kesan suara ramai yang dilihat melalui bilangan pelabur institusi. Kajian turut menguji sama ada kehadiran pelabur institusi awam yang tinggi mempengaruhi keberkesanan pengawasan.

PEMBENTUKAN HIPOTESIS

Keberkesanan pengawasan oleh pelabur institusi boleh dilihat daripada dua perspektif teoretikal yang bertentangan dengan berasaskan teori agensi (Sundaramurthy 2000). Kedua-dua hipotesis berkenaan ialah hipotesis penajajaran dan hipotesis pengukuhan kedudukan.

HIPOTESIS PENAJAJARAN

Menurut hipotesis penajajaran, pelabur institusi boleh melaksanakan pengawasan yang berkesan terhadap pengurusan firma memandangkan mereka berupaya menajarkan kepentingan pihak pengurusan agar selari dengan kepentingan pemegang saham yang lain (Varma 2001). Sebagai badan perantara pelaburan, pelabur institusi mempunyai tanggungjawab fiduciari untuk mengawasi pelaburan mereka. Selain daripada itu, pelabur institusi merupakan pelabur canggih yang mengurus kewangan mereka dengan cara yang profesional dan berupaya mengesan sebarang manipulasi perolehan yang ketara (Ali *et al.* 2004; Bushee 1998; Lakonishock *et al.* 1992; Sias

et al. 2006; Wermers 1999). Tambahan pula dengan sumber kewangan yang besar, pelabur institusi mampu melibatkan kos yang tinggi untuk mengawasi pengurusan firma (Bushee 1998). Kajian juga mendapati pengurusan firma lebih berhati-hati apabila pelabur institusi mempunyai pegangan dalam firma untuk mengelak daripada berlaku jualan kepentingan secara beramai-ramai yang boleh menjejaskan nilai firma (Brown & Brooke 1993; Nofsinger & Sias 1999; Parrino *et al.* 2003).

Sungguhpun pelabur institusi dilihat berpotensi mengawasi pengurusan firma, namun pengawasan berkesan hanya boleh dilaksanakan sekiranya pelabur institusi mempunyai pegangan yang cukup besar untuk mempengaruhi pengurusan firma (Shleifer & Vishny 1997). Lazimnya pegangan pelabur institusi dalam ekuiti syarikat adalah kecil kerana mereka lebih mementingkan kecairan daripada pengawasan (Coffee 1991). Pegangan yang kecil ini memudahkan pelabur institusi menjual kepentingan merereka apabila firma tidak mencatatkan prestasi yang memberangsangkan. Dengan peningkatan tahap pegangan, opsyen untuk keluar menjadi lebih mahal kerana penjualan pegangan secara blok akan melibatkan diskaun yang tinggi (Coffee 1991; Rajgopal & Venkatachalam 1997). Kos keluar yang tinggi memberi insentif kepada pelabur institusi untuk 'bersuara' dan melaksanakan pengawasan demi menjaga pelaburan mereka.

PERATUS PEGANGAN EKUITI PELABUR INSTITUSI

Pegangan yang besar oleh pelabur institusi dalam ekuiti firma boleh dilihat daripada segi pegangan individu pelabur institusi atau pegangan semua pelabur institusi secara kolektif. Kebanyakan kajian lepas mengambil pegangan kolektif pelabur institusi sebagai mewakili pegangan besar kumpulan pelabur ini dalam firma. Kajian lepas mendapati pegangan ekuiti yang tinggi oleh pelabur institusi boleh membendung kelakuan oportunistik pengurusan firma (Bange & DeBondt 1998; Bushee 1998; Chung *et al.* 2002; Eng & Shackell 2001; Hsu & Koh 2005; Koh 2003; Rajgopal & Venkatachalam 1997; Wahal & McConnell 2000). Memandangkan purata pegangan ekuiti pelabur institusi di Malaysia juga berada pada tahap yang tinggi, maka pelabur institusi di Malaysia juga dijangka dapat membendung amalan pengurusan perolehan. Oleh kerana tahap pengurusan perolehan firma diukur berdasarkan tahap kekaburan perolehan, maka hipotesis kajian dibentuk bagi menguji hubungan antara tahap kekaburan perolehan dengan tahap pegangan ekuiti pelabur institusi yang diuji menerusi Hipotesis H₁ seperti berikut:

H₁ Peratus pegangan ekuiti pelabur institusi berhubung secara negatif dengan tahap kekaburan perolehan

KONSENTRASI PEGANGAN PELABUR INSTITUSI

Peratus pegangan yang tinggi boleh diperolehi sama ada daripada gabungan pegangan pelabur institusi dengan konsentration tinggi atau gabungan sekumpulan pelabur

dengan peratus pegangan individu yang kecil. Secara perbandingan tentu sekali pelabur dengan konsentration pegangan yang lebih tinggi berhadapan dengan risiko yang lebih tinggi dan dengan itu mempunyai kecenderungan yang lebih tinggi untuk melaksanakan pengawasan. Isu konsentration pegangan adalah lebih relevan bagi Malaysia memandangkan struktur pegangan ekuiti di negara ini adalah lebih tertumpu berbanding negara Barat (Asian Development Bank 1999; Claessens *et al.* 2002) yang menjadi latarbelakang kebanyakan kajian lepas. Rajgopal dan Venkatachalam (1997), Chen *et al.* (2005) serta Jennings (2005) mendapati bahawa tahap konsentration pegangan menyumbang ke arah keberkesanan pengawasan pelabur institusi. Oleh itu hubungan di antara tahap kekaburan perolehan dengan konsentration pegangan ekuiti pelabur diuji menerusi Hipotesis H₂ seperti berikut:

H₂ Konsentration pegangan pelabur institusi berhubung secara negatif dengan tahap kekaburan perolehan

BILANGAN PELABUR INSTITUSI

Sekiranya tidak ada mana-mana pelabur institusi yang mempunyai pegangan yang besar, tindakan kolektif beberapa pelabur institusi juga boleh memudahkan proses pengawasan. Melalui tindakan kolektif bukan sahaja kos pengawasan boleh dikongsi sesama ahli kumpulan malah bebanan *terhadap* sumber yang terhad juga dapat dikurangkan (Koh 2003). Kepentingan pengaruh suara ramai yang dicapai menerusi bilangan pelabur institusi yang tinggi dibuktikan oleh Sias *et al.* (2006) dan Cornett *et al.* (2003). Oleh itu, hubungan di antara tahap kekaburan perolehan dengan bilangan bilangan pelabur institusi diuji melalui Hipotesis H₃ seperti berikut:

H₃ Bilangan pelabur institusi berhubung secara negatif dengan tahap kekaburan perolehan

HIPOTESIS PENGUKUHAN KEDUDUKAN

Hipotesis pengukuhan kedudukan melihat pelabur institusi sebagai pengawas yang tidak berkesan kerana mereka dijangka membantu mengukuhkan lagi kedudukan pihak pengurusan. Ini mungkin disebabkan pengawasan yang dilaksanakan tidak berkesan, atau pelabur institusi tidak melaksanakan pengawasan atau mungkin juga kehadiran pelabur institusi itu sendiri yang menyebabkan pengurusan firma bertindak lebih oportunistik. Bushee (1998) dan Matsumoto (2002) mendapati bahawa pegangan ekuiti yang tinggi oleh pelabur jangka pendek boleh menyebabkan pihak pengurusan firma berkelakuan lebih oportunistik. Akibat terlalu mementingkan prestasi jangka pendek, pihak pengurusan mungkin mengambil keputusan untuk mengurangkan pelaburan yang akan mendatangkan pulangan dalam jangka masa panjang demi untuk melaporkan angka perolehan semasa yang tinggi (Bange & DeBondt 1998; Bushee 1998; Eng & Shackell 2001; Wahal & McConnell 2000).

Konflik kepentingan yang dihadapi oleh pelabur institusi boleh mempengaruhi keupayaan mereka untuk

melaksanakan pengawasan yang berkesan. Konflik ini boleh diterangkan oleh *Nexus Agency Model* (NAM) yang melihat pelabur institusi sebagai agen yang memerhatikan agen (Black 1992; Schneider 2000). Menurut Ingley dan Van der Walt (2004) pelabur institusi mempunyai konflik yang serius untuk melaksanakan tanggung jawab sebagai pemilik-pemegang saham dan pada masa yang sama sebagai badan pengantara. Apabila potensi konflik tinggi, maka badan fudisiari sukar untuk melaksanakan tanggungjawab semata-mata untuk kepentingan pemilik benefisiari. Ini disokong oleh kajian lepas yang mendapati bahawa pelabur institusi yang mempunyai hubungan perniagaan dengan firma portfolionya tidak berupaya melaksanakan pengawasan yang berkesan (Brickley *et al.* 1988; Cornett *et al.* 2003; Kochar & David 1996; Van Nuys 1993). Pelabur institusi awam pula, berhadapan dengan konflik yang berpunca daripada tekanan politik dan sosial. Institusi awam mempunyai matlamat yang lebih meluas berbanding dana swasta (Perry & Rainey 1988). Selain daripada itu pelabur institusi awam khususnya di negara membangun, mempunyai perhubungan yang sangat rapat dengan kerajaan (Funke & Stadmann 2004). Pengurusan atasan badan awam merupakan pegawai yang dilantik kerajaan dan polisi pelaburan badan berkenaan juga ditetapkan oleh kerajaan (Eng & Mak 2003). Keberkesanan badan awam juga boleh terjejas apabila ahli politik yang mengawal badan berkenaan menyalahgunakan kepentingan untuk memindahkan kekayaan demi menjaga kepentingan peribadi (La Porta *et al.* 2002; Sheifer 1998; Shleifer dan Vishny 1994). Ini disokong oleh kajian Gul (2006) serta Johnson dan Mitton (2003). Woidtke (2002) dan Patibandla (2006) juga mendapati bahawa pengaruh politik dan sosial mempengaruhi peranan pengawasan pelabur institusi awam.

Oleh kerana sebahagian besar daripada pelabur institusi di Malaysia terdiri daripada badan awam, maka kumpulan pelabur ini dijangka menghadapi konflik kepentingan dalam bentuk tekanan politik dan sosial yang boleh menjejaskan keberkesanan pengawasan mereka. Oleh yang demikian kehadiran pelabur institusi awam dijangka memberi kesan kepada hubungan antara pemilikan pelabur institusi dengan tahap kekaburan perolehan firma yang diuji melalui Hipotesis H₄, H₅ dan H₆ seperti berikut:

H₄ Hubungan negatif antara peratus pegangan ekuiti pelabur institusi dengan tahap kekaburan perolehan

adalah lemah (kukuh) apabila pelabur institusi awam mempunyai peratus pegangan besar (kecil) berbanding apabila pelabur institusi bukan awam mempunyai peratus pegangan besar (kecil).

H₅ Hubungan negatif antara konsentrasi pegangan pelabur institusi dengan tahap kekaburan perolehan adalah lemah (kukuh) apabila pelabur institusi awam mempunyai konsentrasi pegangan tinggi (rendah) berbanding apabila pelabur institusi bukan awam mempunyai konsentrasi pegangan tinggi (rendah).

H₆ Hubungan negatif antara bilangan pelabur institusi dengan tahap kekaburan perolehan adalah lemah (kukuh) apabila bilangan pelabur institusi awam ramai (sedikit) berbanding apabila bilangan pelabur institusi bukan awam ramai (sedikit).

REKA BENTUK KAJIAN

Kajian ini menggunakan reka bentuk rentas bahagian (Bushee 1988; Chung *et al.* 2002; Koh 2003; Shleifer & Vishny 1986; Wahal & McConnell 2000). Tahun 2005 dipilih sebagai tahun kajian memandangkan tahun 2005 merupakan tahun yang stabil, yang bebas daripada krisis ekonomi.

PENGUKURAN TAHAP KEKABURAN PEROLEHAN

Tahap kekaburan perolehan digunakan sebagai proksi bagi mengukur pengurusan perolehan. Lebih tinggi tahap kekaburan perolehan firma maka lebih tinggi kecenderungan mengurus perolehan. Tahap kekaburan perolehan firma ditentukan berdasarkan skor agregat daripada empat ukuran iaitu keagresifan perolehan, perlicinan perolehan, pengelakan melapor kerugian dan pengelakan melapor penurunan perolehan (Bhattacharya *et al.* 2003; Leuz *et al.* 2003; Norman *et al.* 2005a). Setiap firma diberi skor di antara 1 hingga 10 bagi setiap ukuran yang dicatat. Skor yang tinggi (10) bermakna firma mempunyai kecenderungan yang tinggi untuk mengurus perolehan berbanding skor yang rendah (1). Nilai purata bagi keempat-empat skor ini merupakan skor agregat yang mewakili tahap kekaburan perolehan firma. Jadual 1 memberi definisi ringkas dan ukuran yang digunakan bagi menentukan tahap kekaburan perolehan.

JADUAL 1. Definisi dan ukuran tahap kekaburan perolehan

Kekaburan Perolehan	Definisi	Ukuran
Keagresifan perolehan	Kecenderungan melewati pengiktirafan kerugian & mempercepatkan pengiktirafan laba	Jumlah Akruan / Jumlah Aset _{t-1}
Perlicinan perolehan	Mengurangkan penyerakan angka perolehan bagi mengelak turun naik yang ketara	σ Pendapatan Operasi / σ Aliran Tunai Operasi
Pengelakan melapor kerugian	Mengelak daripada melapor kerugian kecil	Pendapatan Bersih / Jumlah Aset
Pengelakan melapor penurunan perolehan	Mengelak daripada melapor penurunan perolehan kecil	Δ Pendapatan Bersih / Jumlah Aset

PENGUKURAN PEMILIKAN PELABUR INSTITUSI

Pelabur institusi didefinisikan sebagai perantara kewangan yang mengumpulkan dana yang besar untuk dilaburkan yang merangkumi firma insurans, dana pencen, dana unit amanah, bank, syarikat pengurus dana, dana pelaburan khusus, yayasan, endowmen kolej dan universiti serta badan kebajikan (Lang & McNichols 1997). Kehadiran pelabur institusi dilihat berdasarkan tiga ukuran berbeza iaitu peratus pegangan ekuiti pelabur institusi, konsentrasi pegangan pelabur institusi dan bilangan pelabur institusi.

Peratus Pegangan Pelabur Institusi

Peratus pegangan ekuiti pelabur institusi ditentukan berdasarkan jumlah saham modal yang dipegang oleh pelabur institusi firma dibahagi dengan jumlah saham modal yang diterbitkan (Bushee 1998, Chung *et al.* 2002; Hsu & Koh 2005; Koh 2003; Koh 2007; Rajgopal & Venkatachalam 1997; Wahal & McConnell 2000).

Konsentrasi Pegangan Pelabur Institusi

Konsentrasi pegangan pelabur institusi diukur berdasar indeks konsentrasi Herfindahl (Agrawal & Mandelker 1990; Bushee 1998; Duggal & Millar 1999). Indeks konsentrasi Herfindahl lazimnya ditentukan dengan menjumlahkan nilai kuasa dua bagi peratus pegangan lima pelabur institusi terbesar firma (Agrawal & Mandelker 1990). Walau bagaimana pun kajian ini mengambil pegangan daripada tiga pelabur institusi terbesar kerana pegangan daripada tiga pelabur institusi terbesar ini sudah menunjukkan tahap konsentrasi yang tinggi. Indeks konsentrasi Herfindahl ditentukan seperti berikut:

$$\text{Konsentrasi pegangan pelabur institusi} = \sum_{i=1}^3 \gamma_i^2$$

dengan

- γ_i – Peratus pegangan pelabur institusi
- i – merupakan tiga pelabur institusi terbesar firma daripada senarai limabelas pemegang saham terbesar firma

Bilangan Pelabur Institusi

Bilangan pelabur institusi ditentukan berdasarkan bilangan pelabur institusi daripada senarai lima belas pemegang saham terbesar firma.

KATEGORI PELABUR INSTITUSI

Kajian ini memperkenalkan pembolehubah kategori pelabur institusi sebagai pembolehubah penyederhana yang dijangka mempengaruhi hubungan di antara tahap kekaburan perolehan dengan pemilikan pelabur institusi. Pembolehubah patung digunakan bagi mengelaskan setiap firma kepada kategori awam atau bukan awam tertakluk kepada dua kriteria iaitu 1) peratus pegangan ekuiti pelabur institusi awam/bukan awam; dan 2) konsentrasi pegangan

pelabur institusi awam/bukan awam. Firma yang mempunyai peratus pegangan ekuiti pelabur institusi awam yang lebih tinggi berbanding peratus pegangan ekuiti pelabur institusi bukan awam dan konsentrasi pegangan pelabur institusi awam yang lebih tinggi berbanding konsentrasi pegangan pelabur institusi bukan awam, dikelaskan sebagai kategori awam dan diberi kod 1. Sebaliknya firma yang mempunyai peratus pegangan ekuiti pelabur institusi bukan awam yang lebih tinggi berbanding peratus pegangan ekuiti pelabur institusi awam dan konsentrasi pegangan pelabur institusi bukan awam yang lebih tinggi berbanding konsentrasi pegangan pelabur institusi awam dikelaskan sebagai kategori bukan awam dan diberi kod 0.

PEMBOLEH UBAH KAWALAN

Pembolehubah kawalan yang diambil kira ialah pembolehubah yang boleh mempengaruhi tahap pengurusan perolehan firma berdasarkan hasil penemuan kajian lepas. Pembolehubah tersebut ialah saiz firma, tahap keumpulan firma, kualiti juruaudit firma dan tahap pegangan ekuiti pihak pengurusan firma.

MODEL KAJIAN

Persoalan kajian diuji berdasarkan model regresi seperti berikut:

$$\begin{aligned} \text{Kekaburan} &= \beta_0 + \beta_1 \text{Saiz}_i + \beta_2 \text{Pegangan Pengurusan}_i \\ \text{Perolehan}_i &+ \beta_3 \text{Keumpulan}_i + \beta_4 \text{Juruaudit}_i \\ &+ \beta_5 \text{Kategori PI}_i + \beta_6 \text{Pemilikan PI}_i \\ &+ \beta_7 (\text{Pemilikan PI}_i \times \text{Kategori PI}_i) + \epsilon_i \end{aligned}$$

dengan:

- Kekaburan_i = Purata skor keagresifan perolehan, perolehan, perlicinan perolehan, pengeluaran melapor kerugian dan pengeluaran melapor penurunan perolehan
- Pemilikan PI_i = Pegangan PI_i
Peratus pegangan saham pelabur institusi daripada senarai 15 pemegang saham terbesar firma
Indeks Herfindahl - jumlah nilai kuasa dua bagi peratus pegangan tiga pelabur institusi terbesar firma daripada senarai 15 pemegang saham terbesar firma
Bilangan PI_i
Bilangan pelabur institusi daripada senarai 15 pemegang saham terbesar firma
- Kategori PI_i = Pembolehubah patung, 1 jika dana awam dan 0 jika dana bukan awam
- Saiz_i = Logarithma asli jumlah aset
- Keumpulan_i = Jumlah hutang kepada jumlah aset
- $\text{Pegangan pengurusan}_i$ = Peratus pegangan langsung dan tak langsung pengarah syarikat
- Juruaudit_i = Pembolehubah patung 1 jika firma yang diaudit firma audit besar 'Big-4' dan 0 jika

firma diaudit juruaudit yang bukan firma audit besar

Oleh kerana pemilikan pelabur institusi diukur berdasarkan tiga ukuran maka pengujian berdasarkan setiap ukuran dilakukan secara berasingan. Model 1 melihat kesan peratus pegangan pelabur institusi *terhadap* tahap kekaburan perolehan firma, Model 2 melihat kesan konsentrasi pegangan pelabur institusi *terhadap* tahap kekaburan perolehan firma manakala Model 3 melihat kesan bilangan pelabur institusi *terhadap* tahap kekaburan perolehan firma.

PEMILIHAN SAMPEL DAN PENGUMPULAN DATA

Sampel kajian diperolehi daripada syarikat yang tersenarai di Papan Utama dan Papan Kedua Bursa Malaysia dari tahun 1996 hingga tahun 2005. Sebanyak 207 buah syarikat

dikenal pasti mempunyai data lengkap untuk tempoh sepuluh tahun. Daripada jumlah ini, 24 syarikat yang terdiri daripada syarikat dalam industri kewangan dan 4 buah syarikat yang menukar tarikh akhir tahun perakaunan telah dikecualikan. Ini memberikan sampel akhir berjumlah 179 buah syarikat yang mewakili lapan sektor industri. Maklumat ini dibentangkan dalam Jadual 2.

Data dikumpul daripada laporan tahunan syarikat dan pengkalan data Datastream. Laporan tahunan syarikat dimuat turun daripada laman sesawang Bursa Malaysia. Maklumat pegangan ekuiti pelabur institusi dan pihak pengurusan syarikat diperolehi secara manual daripada bahagian Analisis Pegangan Saham dalam laporan tahunan syarikat bagi tahun 2005. Data yang diperlukan bagi mengukur tahap kekaburan perolehan diperolehi daripada pengkalan data Datastream untuk tempoh 10 tahun dari tahun 1996 hingga 2005.

JADUAL 2. Sampel kajian

Panel A: Pemilihan Sampel Kajian			
Syarikat dengan data lengkap untuk tempoh 1996-2005			<i>Bilangan syarikat</i> 207
Syarikat dalam industri kewangan			(24)
Syarikat yang menukar tarikh akhir tahun perakaunan			(4)
Sampel akhir			179
Panel B: Status Penyenaian dan Sektor Industri Sampel Kajian			
<i>Industri</i>	<i>Papan Utama</i>	<i>Papan Kedua</i>	<i>Jumlah</i>
Barang Industri	33 (18.4%)	6 (3.4%)	39 (21.8%)
Barang Pengguna	24 (13.4%)	1 (0.6%)	25 (14.0%)
Harta	35 (19.6%)	-	35 (19.6%)
Hotel	3 (1.7%)	tidak terpakai	3 (1.7%)
Khidmat Dagang	38 (21.2%)	3 (1.7%)	41 (22.9%)
Pembinaan	11 (6.1%)	2 (1.1%)	13 (7.3%)
Perladangan	18 (10.0%)	1 (0.6%)	19 (10.6%)
Teknologi	4 (2.2%)	-	4 (2.2%)
Jumlah	166 (92.7%)	13 (7.3%)	179 (100.0%)

HASIL KAJIAN

STATISTIK DESKRIPTIF

Statistik deskriptif bagi semua pembolehubah kajian dipaparkan dalam Jadual 3. Skor purata bagi tahap kekaburan perolehan ialah 5.14 dengan skor tertinggi 8.75 dan skor terendah 1.00. Statistik deskriptif untuk setiap skor individu turut disertakan dalam Lampiran 1. Merujuk kepada skor purata tahap kekaburan perolehan serta skor setiap ukuran individu, dapat disimpulkan bahawa terdapat bukti yang menunjukkan bahawa firma di Malaysia mempunyai kecenderungan yang tinggi untuk mengurus

perolehan secara agresif. Peratus pegangan purata pelabur institusi ialah 36% dengan peratus pegangan tertinggi 92% manakala peratus pegangan terendah 3%, selari dengan penemuan kajian lepas yang mendapati bahawa tahap pegangan ekuiti oleh pemegang saham di Malaysia adalah lebih tertumpu berbanding negara Barat (Asian Development Bank 1999; Classens *et al.* 2002). Pegangan yang tertumpu turut dikesan melalui data konsentrasi pegangan pelabur institusi yang mencatat nilai purata 0.069 dengan julat di antara 0.01 dan 0.34. Bilangan pelabur institusi purata ialah 8 dengan bilangan maksimum 14 dan bilangan minimum 1.

JADUAL 3. Statistik deskriptif

	n	Min	Median	Sisihan Piawai	Kepencongan	Kurtosis	Minimum	Maksimum
Kekaburan Perolehan	179	5.140	5.250	1.814	-0.139	-0.627	1.000	8.750
Keagresifan Perolehan	179	5.420	6.000	2.622	-0.008	-0.720	1.000	10.000
Perlicinan Perolehan	179	5.230	6.000	2.641	-0.101	-1.028	1.000	10.000
Pengelakan Kerugian	179	4.680	5.000	3.288	0.193	-1.498	1.000	10.000
Pengelakan P Perolehan	179	5.020	5.000	3.936	0.108	-1.806	1.000	10.000
Pegangan PI	179	0.360	0.334	0.215	0.555	-0.470	0.028	0.922
Konsentrasi PI	179	0.069	0.027	0.099	1.697	1.890	0.001	0.340
Bilangan PI	179	7.640	8.000	2.822	0.032	-0.625	1.000	14.000
Pegangan Pengurusan	179	0.254	0.247	0.255	0.586	-0.878	0.000	0.815
Saiz	179	5.814	5.793	0.565	-0.099	0.599	3.989	7.313
Keumpulan	179	0.420	0.399	0.229	0.499	-0.259	0.060	0.967
Juruaudit B4	Kekerapan		Peratusan		Dimensi PI		Kekerapan	Peratusan
Bukan B4	129		72.1		Awam		56	31.3
Jumlah	50		27.9		Bukan Awam		123	68.7
	179		100.0		Jumlah		179	100.0

PENGUJIAN HIPOTESIS

Hipotesis kajian diuji berdasarkan analisis regresi berhierarki. Model kajian diuji menggunakan skor terpiawai bagi semua pembolehubah selanjar. Pembolehubah bersandar, tahap kekaburan perolehan dan pembolehubah bebas yang diukur berdasarkan skala diskrit tidak ditukar kepada skor terpiawai. Model kajian diuji melalui dua langkah. Langkah pertama melibatkan pengujian model yang tidak mengambil kira kesan interaksi. Model penuh dengan interaksi diuji dalam langkah kedua. Jika model penuh menunjukkan padanan yang lebih baik berbanding model tanpa interaksi maka terdapat bukti kesan penyederhana. Selain daripada itu, analisis regresi berhierarki turut dijalankan *terhadap* setiap skor individu yang membentuk tahap kekaburan perolehan. Keputusan ujian regresi berhierarki dipaparkan dalam Jadual 4. Dalam jadual ini, setiap model dipecahkan kepada model a dan model b. Model a memberikan keputusan ujian regresi sebelum mengambil kira kesan penyederhana manakala model b menunjukkan keputusan ujian regresi selepas mengambil kira kesan penyederhana.

KESAN PEMILIKAN PELABUR INSTITUSI

Keputusan ujian regresi sebelum mengambil kira kesan penyederhana menunjukkan bahawa setiap ukuran pemilikan pelabur institusi mempunyai hubungan yang negatif dengan tahap kekaburan perolehan sepertimana yang dijangkakan. Sungguhpun begitu, hanya ukuran berdasarkan peratus pegangan pelabur institusi sahaja (Model 1a) yang mencatatkan hubungan negatif yang signifikan tetapi lemah pada tahap $p < 0.1$ dengan koefisien bernilai -0.246 ($t = -1.841$). Ini bermakna semakin tinggi peratus pegangan pelabur institusi maka semakin rendah tahap kekaburan perolehan firma. Keputusan signifikan

yang lemah ini memberi indikasi bahawa hipotesis H1 disokong secara sederhana. Hubungan negatif yang tidak signifikan bagi konsentrasi pegangan pelabur institusi dalam Model 2a dan bagi bilangan pelabur institusi dalam Model 3a pula menunjukkan bahawa hipotesis H2 dan H3 tidak disokong.

Kuasa signifikan yang rendah serta hubungan yang tidak signifikan membayangkan bahawa kemungkinan tidak semua pelabur institusi berupaya melaksanakan pengawasan yang berkesan. Konflik kepentingan daripada pengaruh politik dan sosial dijangka menjadikan pelabur institusi awam kurang efektif berbanding pelabur institusi bukan awam. Ini jelas terbukti apabila pembolehubah penyederhana kategori pelabur institusi diambil kira (Model 1b, Model 2b dan Model 3b). Keputusan ujian regresi selepas pembolehubah penyederhana dimasukkan menunjukkan hubungan yang semakin negatif antara tahap kekaburan perolehan dengan ketiga-tiga ukuran pemilikan pelabur institusi.

Merujuk kepada Model 1b dalam Jadual 4, peratus pegangan pelabur institusi mencatatkan nilai koefisien yang semakin negatif yang bernilai -0.375 ($t = -2.222$) yang signifikan pada tahap $p < 0.05$. Ini bermakna semakin tinggi peratus pegangan pelabur institusi bukan awam dalam firma berbanding peratus pegangan pelabur institusi awam, maka semakin rendah tahap kekaburan perolehan firma. Sungguhpun nilai koefisien yang dicatatkan negatif seperti yang dijangkakan, namun Model 1 tidak mencatatkan keputusan yang signifikan bagi kesan penyederhana. Langkah pertama pengujian Model 1 menghasilkan keputusan yang signifikan dengan nilai R^2 terlaras = 0.088 dan nilai $F = 3.846$ pada tahap $p = 0.001$. Walau bagaimanapun penambahan pembolehubah interaksi, *peratus pegangan pelabur institusi x kategori pelabur institusi* tidak menghasilkan peningkatan R^2 yang signifikan ($p = 0.214$) atau memberikan pemadanan model

yang lebih baik. Nilai R^2 terlaras = 0.090 dan nilai $F = 3.529$ pada tahap $p = 0.001$. Ini mencadangkan bahawa kategori awam/bukan awam pelabur institusi tidak mempengaruhi secara signifikan keupayaan mereka untuk melaksanakan pengawasan yang efektif *terhadap* amalan pengurusan perolehan pihak pengurusan firma. Oleh yang demikian hipotesis H_4 tidak disokong.

Satu sebab kenapa keputusan yang tidak signifikan diperolehi ialah kerana peratus pegangan ekuiti pelabur institusi tidak mengambil kira faktor konsentrasi pegangan. Pelabur institusi dengan konsentrasi pegangan yang tinggi berhadapan dengan risiko yang lebih tinggi dan dengan itu dijangka akan lebih cenderung untuk melaksanakan pengawasan *terhadap* pihak pengurusan firma, seperti yang dapat dilihat dalam Model 2b. Dalam Model 2b, hubungan negatif yang lebih kuat dicatatkan di antara konsentrasi pegangan pelabur institusi dengan tahap kekaburan perolehan setelah mengambil kira pembolehubah penyederhana. Sebelum pembolehubah penyederhana diambil kira, hubungan negatif yang diperolehi tidak signifikan (nilai koefisien bagi konsentrasi pegangan pelabur institusi ialah -0.178 dengan $t = -1.334$). Selepas pembolehubah kategori pelabur institusi dimasukkan, koefisien bagi konsentrasi pegangan pelabur institusi menjadi semakin negatif pada nilai -0.437 ($t = -2.365$) yang signifikan pada tahap $p < 0.05$. Selain daripada itu, keputusan yang signifikan turut dicatat bagi kesan penyederhana dalam Model 2. Selepas langkah pertama analisis regresi berhierarki (Model 2a), nilai R^2 terlaras = 0.079 dan nilai $F = 3.522$ pada tahap $p = 0.002$. Penambahan pembolehubah interaksi, *konsentrasi pegangan pelabur institusi x kategori pelabur institusi* (Model 2b), menghasilkan peningkatan R^2 yang signifikan pada tahap $p < 0.05$, sekaligus memberikan pepadanan model yang lebih baik dengan nilai R^2 terlaras = 0.095 dan nilai $F = 3.664$ pada tahap $p = 0.001$. Ini bermakna status awam/bukan awam pelabur institusi mempengaruhi hubungan antara tahap kekaburan perolehan dengan konsentrasi pegangan pelabur institusi. Oleh itu hipotesis H_5 disokong. Penemuan ini selari dengan Jennings (2005) yang mendapati konsentrasi pegangan pelabur institusi menyumbang ke arah keberkesanan pengawasan dan Patibandla (2006) yang merumuskan bahawa badan kerajaan kurang efektif dalam melaksanakan pengawasan kerana berhadapan dengan tekanan politik dan sosial.

Nilai koefisien bagi bilangan pelabur institusi yang meningkat daripada -0.074 ($t = -0.506$) dalam Model 3a ke -0.219 ($t = -1.301$) dalam Model 3b, juga menunjukkan hubungan yang semakin negatif antara bilangan pelabur institusi dengan tahap kekaburan perolehan. Walau bagaimanapun hubungan tersebut tidak signifikan. Tambahan pula Model 3 juga tidak mencatatkan keputusan yang signifikan bagi kesan penyederhana. Bagi Model 3, langkah pertama menghasilkan keputusan R^2 terlaras = 0.071 dan nilai $F = 3.265$ pada tahap $p = 0.005$. Sungguh pun penambahan pembolehubah interaksi, *bilangan pelabur institusi x kategori pelabur institusi*, memberikan padanan model yang lebih baik dengan nilai R^2 terlaras =

0.082 dan nilai $F = 3.269$ pada tahap $p = 0.003$, namun peningkatan R^2 hanya signifikan pada $p < 0.10$. Oleh yang demikian dapat disimpulkan bahawa kategori awam/bukan awam pelabur institusi tidak mempengaruhi secara signifikan hubungan antara tahap kekaburan perolehan dengan bilangan pelabur institusi. Oleh itu, hipotesis H_6 tidak disokong.

Keputusan ini mencadangkan bahawa pelabur institusi tidak bertindak secara kolektif. Pelabur institusi yang ramai boleh memberi impak jika mereka bertindak secara kolektif untuk memantau pihak pengurusan firma. Walau bagaimanapun, tindakan kolektif tanpa kesepakatan dalam bentuk yang lebih formal seperti penubuhan Badan Pengawas Pemegang Saham Minoriti, bukan mudah untuk dipraktikkan memandangkan setiap pelabur institusi mempunyai matlamat tersendiri yang perlu dicapai. Di samping itu juga usaha pengawasan itu sendiri melibatkan kos yang tinggi. Sehingga kini sejauh mana keberkesanan pakatan formal pelabur institusi seperti Badan Pengawas Pemegang Saham Minoriti masih belum terjawab. Jadual 5 memberikan rumusan keputusan pengujian hipotesis.

KESAN PEMBOLEHUBAH KAWALAN

Merujuk kepada Jadual 4, pembolehubah kawalan yang mencatatkan hubungan yang signifikan dengan tahap kekaburan perolehan, pada tahap konvensional ialah saiz firma. Saiz firma mencatatkan hubungan positif yang signifikan pada tahap $p < 0.001$ dalam ketiga-tiga model yang diuji. Ini bermakna semakin besar saiz firma maka semakin tinggi tahap kekaburan perolehannya. Hubungan yang dicatatkan berlawanan daripada hubungan negatif yang dijangkakan. Hubungan positif yang diperolehi boleh diterangkan dengan merujuk kepada keputusan analisis regresi berhierarki yang dilaksanakan *terhadap* setiap skor individu yang membentuk skor agregat tahap kekaburan perolehan. Keputusan ujian regresi berasaskan skor individu yang dipaparkan dalam jadual dalam Lampiran 3 hingga Lampiran 6. Keputusan ini selari dengan Moses (1987) yang mendapati firma bersaiz besar mempunyai lebih insentif untuk melicin perolehan. Hubungan positif antara saiz firma dengan kecenderungan melicin perolehan boleh dikaitkan dengan hipotesis kos politik atau usaha mengurangkan perhatian pihak berkuasa *terhadap* firma dengan mengelak daripada melaporkan naik turun yang terlalu ketara dalam angka perolehan. Selain daripada itu usaha meminimakan varians dalam angka perolehan yang dilaporkan juga boleh dikaitkan dengan percubaan untuk mengurus persepsi pemegang kepentingan tentang ketegaran perolehan ekonomi firma. Hubungan positif antara saiz firma dengan skor pengelakan penurunan perolehan pula boleh dikaitkan dengan usaha mengurus persepsi pelabur demi menjaga reputasi firma. Ini memandangkan penurunan dalam angka perolehan yang dilaporkan boleh memberi kesan kepada nilai pasaran firma seperti yang telah dibuktikan oleh Barth, Elliot dan Finn (1999).

JADUAL 4. Keputusan ujian regresi berhierarki

	Model 1a	Model 1b	Model 2a	Model 2b	Model 3a	Model 3b
Pemalar	5.355 (20.326)***	5.359 (20.374)***	5.348 (20.200)***	5.345 (20.362)***	5.347 (19.999)***	5.324 (20.007)***
Saiz	0.557 (4.137)***	0.556 (4.134)***	0.532 (3.967)***	0.531 (3.990)***	0.550 (3.772)***	0.552 (3.577)***
Pegangan pengurusan	0.084 (0.603)	0.105 (0.749)	0.095 (0.681)	0.109 (0.787)	0.119 (0.848)	0.155 (1.099)
Keumpulan	-0.225 (-1.656)*	-0.244 (-1.790)*	-0.225 (-1.652)*	-0.263 (-1.930)*	-0.214 (-1.564)	-0.227 (-1.668)*
Juruaudit	-0.300 (-0.992)	-0.317 (-1.050)	-0.311 (1.026)	-0.348 (-1.156)	-0.296 (0.967)	0.296 (0.973)
Kategori PI	0.004 (0.014)	0.000 (0.000)	0.053 (0.179)	0.017 (0.059)	0.021 (0.070)	-0.022 (-0.077)
Pegangan PI	-0.246 (-1.841)*	-0.375 (-2.222)**				
Konsentrasi PI			-0.178 (-1.334)	-0.437 (-2.365)**		
Bilangan PI					-0.074 (-0.506)	-0.219 (-1.301)
Pegangan PI x Kategori PI		0.337 (1.247)				
Konsentrasi PI x Kategori PI				0.519 (1.991)**		
Bilangan PI x Kategori PI						0.503 (1.749)*
R ² terlaras	8.80%	9.00%	7.90%	9.50%	7.10%	8.20%
Perubahan R ²	11.80%	0.80%	11.00%	2.00%	10.20%	1.60%
Perubahan F	3.846	1.556	3.552	3.966	3.265	3.060
Sig. Perubahan F	(0.001)	(0.214)	(0.002)	(0.048)	(0.005)	(0.082)
Statistik F	3.846	3.529	3.552	3.664	3.265	3.269
nilai p	(0.001)	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.005)	(0.003)

Nota: *** signifikan pada 0.001, **signifikan pada 0.05, *signifikan pada 0.1

JADUAL 5. Ringkasan keputusan pengujian hipotesis

Hipotesis	Sokongan
H ₁ Peratus pemilikan ekuiti oleh pelabur institusi berhubung secara negatif dengan tahap kekaburan perolehan.	Disokong
H ₂ Tahap konsentrasi pegangan pelabur institusi berhubung secara negatif dengan tahap kekaburan perolehan.	Tidak disokong
H ₃ Bilangan pelabur institusi berhubung secara negatif dengan tahap kekaburan perolehan.	Tidak disokong
H ₄ Hubungan negatif antara peratus pegangan ekuiti pelabur institusi dengan tahap kekaburan perolehan adalah lemah (kukuh) apabila pelabur institusi awam mempunyai peratus pegangan besar (kecil) berbanding apabila pelabur institusi bukan awam mempunyai peratus pegangan besar (kecil).	Tidak disokong
H ₅ Hubungan negatif antara konsentrasi pegangan pelabur institusi dengan tahap kekaburan perolehan adalah lemah (kukuh) apabila pelabur institusi awam mempunyai konsentrasi pegangan tinggi (rendah) berbanding apabila pelabur institusi bukan awam mempunyai konsentrasi pegangan tinggi (rendah).	Disokong
H ₆ Hubungan negatif antara bilangan pelabur institusi dengan tahap kekaburan perolehan adalah lemah (kukuh) apabila bilangan pelabur institusi awam ramai (sedikit) berbanding apabila bilangan pelabur institusi bukan awam ramai (sedikit).	Tidak disokong

Pembolehubah tahap keumpulan mencatatkan hubungan yang negatif dengan tahap kekaburan perolehan yang hanya signifikan pada tahap $p < 0.1$ (Jadual 4). Hubungan yang dicatatkan berlawanan daripada hubungan positif yang dijangkakan. Analisis berasaskan skor individu mendapati tahap keumpulan hanya signifikan bagi skor keagresifan perolehan (Lampiran 3) berbanding skor individu lain. Hubungan negatif yang dicatatkan ini selari dengan penemuan Norman Mohd Saleh dan Kamran Ahmed (2005) serta Becker *et al.* (1998). Sungguh pun sampel firma bukan terdiri daripada firma yang mempunyai masalah kewangan seperti dalam sampel Norman Mohd Saleh dan Kamran Ahmed (2005) namun banyak firma dalam sampel mempunyai keumpulan yang tinggi. Tambahan pula, lima daripada firma berkenaan merupakan firma yang disenaraikan sebagai firma yang mengalami masalah kewangan oleh Bursa Malaysia (satu firma PN4 dan empat firma PN17). Menurut DeAngelo *et al.* (1994) firma yang mempunyai tahap keumpulan yang sangat tinggi berkemungkinan akan banyak terlibat dalam rundingan dengan pekerja, kesatuan sekerja dan pemberi pinjaman dan dengan itu akan mempunyai kecenderungan yang tinggi untuk melaporkan angka keuntungan yang lebih rendah. Keputusan tidak berubah walaupun larian semula ujian regresi dilaksanakan dengan mengecualikan kelima-lima firma yang mengalami masalah kewangan. Kedua-dua pembolehubah kualiti juruaudit dan pegangan pengurusan tidak mencatatkan keputusan yang signifikan sama ada berdasarkan skor agregat mahu pun berdasarkan skor individu.

ANALISIS TAMBAHAN

Ujian tambahan dilaksanakan dengan melihat kesan langsung peratus pegangan, konsentrasi pegangan dan bilangan pelabur institusi awam dan pelabur institusi bukan awam *terhadap* tahap kekaburan perolehan. Lampiran 2 memberikan keputusan ujian regresi berganda yang telah dijalankan. Selain daripada itu, analisis regresi berhierarki turut dijalankan *terhadap* setiap skor individu yang membentuk tahap kekaburan perolehan. Keputusan ujian regresi berdasarkan skor individu dipaparkan dalam Lampiran 3 hingga Lampiran 6. Secara umumnya dapat disimpulkan bahawa keputusan analisis tambahan menyokong penemuan kajian.

IMPLIKASI DAN KESIMPULAN

Kehadiran pelabur institusi yang tinggi telah terbukti berupaya mendisiplin pihak pengurusan firma. Hasil kajian ini mendapati bahawa hanya konsentrasi pegangan yang tinggi oleh pelabur institusi bukan awam boleh membantu mendisiplin pihak pengurusan firma manakala kehadiran pelabur institusi awam yang tinggi tidak berkesan untuk mengekang tindakan oportunistik pihak pengurusan. Ini mencadangkan bahawa pengawasan yang dilaksanakan dana awam tidak berkesan. Lebih membimbangkan ialah

sekiranya pelabur institusi awam tidak melaksanakan pengawasan *terhadap* firma portfolionya. Sungguhpun pelabur institusi awam tidak boleh terlalu mementingkan keuntungan kerana mempunyai tanggungjawab sosial yang lebih luas, namun sewajarnya dalam melaksanakan tanggungjawab sosial, kebajikan pemilik benefisiari tidak harus dikorbankan. Polisi pelaburan yang berhemah seharusnya boleh memastikan kedua-dua matlamat kebajikan sosial dan pulangan yang berpatutan kepada pemilik benefisiari dapat dicapai.

Selain daripada itu dengan kuasa beli yang besar yang terletak di tangan kumpulan pelabur awam, mereka seharusnya boleh memainkan peranan yang lebih aktif untuk memantau serta mendisiplin pihak pengurusan firma. Peranan aktif dana pencen awam di US seperti CalPERS, TIAA-CREF serta tindakan kolektif beberapa kumpulan dana awam telah membuahkan hasil apabila pengawasan yang dilaksanakan membawa kepada peningkatan dalam nilai jangka panjang firma (Nesbit 1994; Strickland *et al.* 1996), pertukaran pengurusan atasan, perubahan polisi syarikat yang lebih mengambil kira kebajikan pemegang saham serta penyemakan semula dan perubahan peraturan suruhanjaya sekuriti.

Penubuhan Badan Pengawas Pemegang Saham Minoriti yang merupakan gabungan beberapa pelabur institusi awam yang diketuai oleh Kumpulan Wang Simpanan Pekerja yang bertujuan untuk meningkatkan penglibatan pelabur institusi dalam tadbir urus korporat merupakan langkah positif yang diharap dapat membuka lembaran baru bagi pelabur institusi untuk merealisasikan potensi mereka melaksanakan pengawasan berkesan sekaligus membantu meningkatkan tadbir urus korporat.

Kajian ini memberikan bukti tentang peranan pengawasan pelabur institusi dalam persekitaran ekonomi di mana campur tangan kerajaan adalah tinggi dan kehadiran dana awam yang tinggi. Namun masih banyak lagi persoalan berhubung pelabur institusi di Malaysia khususnya yang belum terjawab. Kajian lanjut boleh dijalankan untuk mengenalpasti kumpulan pelabur mana sebenarnya yang lebih efektif dengan mengelaskan pelabur institusi mengikut jenis dana (contohnya dana pencen, dana amanah, pengurus aset dan firma insurans) dan mengambil kira matlamat dana serta polisi pelaburan yang diamalkan. Memandangkan kehadiran pelabur institusi awam di Malaysia begitu tinggi kajian lanjut juga boleh ditumpukan kepada dana awam dengan melihat keberkesanan pengawasan di antara dana awam yang berbeza.

RUJUKAN

- Agrawal, A. & Knoeber, C.R. 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31: 377-397.
- Agrawal, A. & Mandelker, G.N. 1990. Large shareholders and the monitoring of managers: the case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25(2): 143-161.

- Ali, A., Hwang, L. & Trombley, M. 2000. Accruals and future stock returns: Tests of naive investor hypothesis. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 15: 161-181.
- Ali, A., Durtschi, C., Lev, B. & Trombley, M. 2004. Changes in institutional ownership and subsequent earnings announcement abnormal returns. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 19(3): 221-248.
- Annuar Md. Nassir, Shamser Mohamed & Ngu, M.H. 1997. Selectivity and timing: Evidence from the performance of Malaysian unit trusts. *Pertanika Journal Social Sciences and Humanities* 5(1): 45-57.
- Asian Development Bank. 1999. *Corporate governance and finance in Malaysia*. Manila: ADB.
- Balsam, S., Bartov, E & Marquardt, C. 2002. Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10-Q Filings. *Journal of Accounting Research* 40: 987-1012.
- Bange, M.M. & De Bondt, W.F.M. 1998. R&D budgets and corporate earnings targets. *Journal of Corporate Finance* 4: 153-184.
- Barnard, J. 1991. Institutional investors and the new corporate governance. *North Carolina Law Review* 69: 1135-1167.
- Barth, M.E., Elliot, J.A. & Finn, M.W. 1999. Market rewards associated with patterns of increasing earnings. *Journal of Accounting Research* 37: 387-413.
- Bartov, E., Radhakrishnan, S. & Krinsky, I. 2000. Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements. *The Accounting Review* 75: 43-63.
- Beasley, M.S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review* 71: 443-465.
- Beatty, A.L., Ke, B. & Petroni, K.R. 2002. Earnings management to avoid earnings declines across publicly and privately held banks. *The Accounting Review* 77(3): 547-570.
- Beaver, W.H., McNichols, M.F. & Nelson, K. 2003. Management of the loss reserve accrual and the distribution of earnings in the property-casualty insurance industry. *Journal of Accounting & Economics* 35(3): 347-376.
- Becker, C.L., DeFond, M.L., Jiambalvo, J. & Subramanyam, K.R. 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15(1): 1-24.
- Bhattacharya, U., Daouk, H. & Welker, M. 2003. The world price of earnings opacity. *The Accounting Review* 78(3): 641-678.
- Black, B.S. 1992. Agents watching agents: The promise of institutional voice. *UCLA Law Review* 39: 811-895.
- Brickley, J.A., Lease, R.C. & Smith, C.W. Jr. 1988. Ownership structure and voting in antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics* 20: 267-291.
- Brown, L.D. 2001. Temporal analysis of earnings surprises: profits versus losses. *Journal of Accounting Research* 39: 221-241.
- Brown, L.D. 2003. Small negative surprises: Frequency and consequence. *International Journal of Forecasting* 19: 149-159.
- Brown, K. & Brooke, B. 1993. Institutional demand and security price pressure: the case of corporate spin-offs. *Financial Analysts Journal* 49(5): 53-62.
- Burgstahler, D. & Dichev, I. 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24: 99-126.
- Bursa Malaysia. 2006. Bursa Malaysia enhances quality of PLCs by amending its listing requirements in relation to financial condition and level of operation. Press Release, 5 May.
- Bushee, B.J. 2001. Do institutional investors prefer near-term earnings over long-term value? *Contemporary Accounting Research* 18(2): 207-246.
- Bushee, B.J. 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review* 73(3): 305-333.
- Bushman, R.M. & Smith, A.J. 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32: 237-333.
- Cahan, S. 1992. The effect of antitrust investigation on discretionary accruals: A refined test of the political-cost hypothesis. *The Accounting Review* 67: 77-95.
- Chen, X., Harford, J. & Li, K. 2005. Monitoring: which institutions matter? Working paper, University of British Columbia.
- Chung, R., Firth, M. & Kim, J.B. 2005. Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of Business Research* 58: 766-776.
- Chung, R., Firth, M. & Kim, J.B. 2002. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance* 8: 29-48.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H. & Lang, L.H.P. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance* 57(6): 2741-2771.
- Coffee, J.C. 1991. Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor. *Columbia Law Review* 91(6): 1277-1368.
- Collins, D.W., Gong, G. & Haribar, P. 2003. Investor sophistication and the mispricing of accruals. *Review of Accounting Studies* 8: 251-276.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A. & Tehranian, T. 2003. The impact of institutional ownership on corporate operating performance. Working paper, New York University.
- Darrrough, M. & Rangan S. 2004. Do insiders manipulate earnings when they sell their shares in an initial public offering? *Journal of Accounting Research* 43(1): 1-33.
- David, P. & Kochhar, R. 1996. Barriers to effective corporate governance by institutional investors: implications for theory and practice. *European Management Journal* 14(5): 457-466.
- DeAngelo, L.E. 1986. Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review* 61: 400-420.
- DeFond, M. & Jiambalvo, J. 1994. Debt covenant violation and the manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17: 145-176.
- DeGeorge, F., Patel, J. & Zeckhauser, R. 1999. Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business* 72(1): 1-33.
- Del Guercio, D. & Hawkins, J. 1999. The motivation impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics* 52(3): 293-340.
- Demetz, H. & Lehn, K. 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93: 1155-1177.
- DuCharme, L.L., Malatesta, P.H. & Sefcik, S.E. 2004. Earnings management, stock issues, and shareholders lawsuits. *Journal of Financial Economics* 71(1): 3-202.

- Duggal, R. & Millar, J.A. 1999. Institutional ownership and firm performance: The case of bidder returns. *Journal of Corporate Finance* 5: 103-117.
- Easterwood, C.M. 1997. Takeovers and Incentives for earnings management: An empirical analysis. *Journal of Applied Business Research* 14(1): 29-47.
- Eng, L.L & Mak, Y.T. 2003. Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* 22: 325-345.
- Francis, J.R. & Krishnan, J. 1999. Accounting accruals and auditor reporting conservatism. *Contemporary Accounting Research* 16: 135-165.
- Francis, J.R., Maydew, E.L. & Sparks, H.C. 1999. The role of big 6 auditors in the credible reporting of accruals. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 18(2): 19-34.
- Fudenberg, K. & Tirole, J. 1995. A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. *Journal of Political Economy* 103: 75-93.
- Funke, K. & Stadmann, G. 2004. Operation of a pension fund after the Asian crisis: The Thai experience. *Asian Economic Journal* 18(4): 439-470.
- Gillian, S.L. & Starks, L.T. 2003. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investor: a global perspective. *Journal of Applied Finance* 13(2): 4-22.
- Graves, S.B. & Waddock, S. 1990. Institutional ownership and control: Implications for long-term corporate strategy. *Academy of Management Executive* 4: 75-83.
- Gul, F. 2006. Auditors' response to political connections and cronyism in Malaysia. *Journal of Accounting Research* 44(5): 931-963.
- Hall, S.C. & Stammerjohan, W.W. 1997. Damage awards and earnings management in the oil industry. *The Accounting Review* 72(1): 47-65.
- Hsu, G.C.M. & Koh, P.S. 2005. Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia. *Corporate Governance* 13(6): 809-823.
- Iglesias, A. & Palacios, R.J. 2000. Managing public pension reserves Part I: Evidence from the international experience. Social Protection Discussion Paper Series No. 0013, The World Bank: Washington, D.C.
- Ingle, C.B. & Van der Walt, N.T. 2004. Corporate governance, institutional investors and conflicts of interest. *Corporate Governance* 12(4): 534-551.
- Jacob, J. & Jorgensen, B.N. 2007. Earnings management and accounting income aggregation. *Journal of Accounting and Economics* 43(2-3): 369-390.
- Jennings, W.W. 2005. Further evidence on institutional ownership and corporate value. *Advances in Financial Economics* 11: 167-207.
- Johnson, S. & Mitton, T. 2003. Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics* 67: 351-382.
- Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29: 193-228.
- Kaplan, S.N. & Minton, B.A. 1994. Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers. *Journal of Financial Economics* 36(2): 225-258.
- Kerr, J.L. & Kren, L. 1992. Effect of relative decision monitoring on chief compensation. *Academy of Management Journal* 35(2): 370-397.
- Klein, A. 2002. Audit committee, board director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33: 375-400.
- Koh, P.S. 2007. Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters. *Journal of Accounting and Public Policy* 26(3): 267-386.
- Koh, P.S. 2003. On the association between institutional ownership and aggressive earnings management in Australia. *The British Accounting Review* 35: 105-128.
- Krishnan, G.V. 2003a. Audit quality and the pricing of discretionary accruals. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 22(1): 109-126.
- Krishnan, G.V. 2003b. Does big 6 auditor industry expertise constrain earnings management? *Accounting Horizons* 17: 1-16.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Schleifer, A. 2002. Government ownership of banks. *Journal of Finance* 57(1): 265-301.
- Lakonishock, J., Shleifer, A. & Vishny, R. 1992. The impact of institutional trading on stock prices. *Journal of Financial Economics* 32: 23-43.
- Lang, M & McNichols, M. 1997. Institutional trading corporate earnings and returns. Research paper series, Graduate School of Business Stanford University.
- Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P.D. 2003. Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics* 69: 505-527.
- Matsumoto, D.A. 2002. Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review* 77(3): 483-514.
- McConnell, J. & Servaes, H. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Economics* 27: 595-612.
- McNichols, M. & Wilson, G.P. 1988. Evidence of earnings management from the provisions for bad debts. *Journal of Accounting Research* 26(Supplement): 1-31.
- Mohamad Badri Rozali & Fikriyah Abdullah. 2006. An investigation of the selectivity and market timing in Malaysian unit trusts. *Proceeding of the Malaysian Finance Association 8th Annual Conference: Managing Finance for Global Business Growth* 566-574.
- Moses, O.D. 1987. Income smoothing and incentives: Empirical tests using accounting changes. *The Accounting Review* 62: 358-377.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R.W. 1988. Alternative mechanisms for corporate control. *American Economic Review* 79: 842-852.
- Nesbitt, S.L. 1994. Long-term rewards from shareholder activism: a study of the 'CalPERS effect'. *Journal of Applied Corporate Finance* 6: 75-80.
- Nofsinger, J.R. & Sias, R.W. 1999. Herding feedback trading by institutional and individual investors. *Journal of Finance* 54: 2236-2295.
- Norman Mohd Saleh & Kamran Ahmed. 2005. Earnings management of distress firms during debt renegotiation. *Accounting and Business Research* 35(1): 69-86.
- Norman Mohd Saleh, Takiah Mohd Iskandar & Mohd Mohid Rahmat. 2005a. Avoidance of reported earnings decreases and losses: Evidence from Malaysia. *Malaysian Accounting Review* 4(1): 25-37.
- Norman Mohd Saleh, Takiah Mohd Iskandar & Mohd Mohid Rahmat. 2005b. Earnings management and board characteristics: Evidence from Malaysia. *Jurnal Pengurusan* 24: 77-103.

- Parrino, R., Sias, R.W. & Starks, L.T. 2003. Voting with their feet: institutional investors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 68(1): 3-46.
- Patibandla, M. 2006. Equity pattern, corporate governance and performance: A study of India's corporate sector. *Journal of Economic Behaviour & Organization* 59: 29-44.
- Perry, J.L. & Rainey, H.G. 1988. The public-private distinction in organizational theory: A critique and research agenda. *Academy of Management Review* 13(2): 182-210.
- Porter, G. 1992. Accounting earnings announcements, institutional investor concentration, and common stock returns. *Journal of Accounting Research* 30(Spring): 146-155.
- Rajgopal, S. & Venkatachalam, M. 1997. The role of institutional investors in corporate governance: An empirical investigation. Working paper, Stanford University.
- Renneboog, L. 2000. Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange. *Journal of Banking and Finance* 24: 1959-1995.
- Ryan, L.V. & Schneider, M. 2002. Institutional investor power and heterogeneity. *Business and Society* 42(4): 398-429.
- Schneider, M. 2000. When financial intermediaries are corporate owners: An agency model of institutional ownership. *Journal of Management and Governance* 4: 207-237.
- Shamsher Mohamed, Annuar Md Nassir & Taufiq Hassan. 2000. Investment in unit trusts: performance of active and passive funds. *Proceedings of FEP Seminar 2000: Issues in Accounting and Finance* 2: 129-141.
- Shamsul Nahar Abdullah. 2006. Board structure and ownership in Malaysia: The case of distressed listed companies. *Corporate Governance* 6(5): 582-594.
- Shen, C. H. & Chih, H. L. 2005. Investor protection, prospect theory, and earnings management: an international comparison of the banking industry. *Journal of Banking & Finance* 29: 2675-2695.
- Shipper, K. & Vincent, L. 2003. Earnings quality. *Accounting Horizons* (Supplement): 97-110.
- Shleifer, A. 1998. State versus private ownership. *Journal of Economic Perspective* 12(4): 133-150.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52: 737-783.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. 1994. Politicians and firms. *Quarterly Journal of Economics* 109(4): 995-1025.
- Sias, R.W., Starks, L.T. & Titman, S. 2006. Changes in institutional ownership and stock returns: Assessment and methodology. *Journal of Business* 79(6): 2869-2910.
- Sloan, R.G. 2001. Financial accounting and corporate governance: a discussion. *Journal of Accounting and Economics* 32: 335-347.
- Strickland, D., Wiles, K.W. & Zenner, M. 1996. A requirement for the USA: Is small shareholder monitoring effective? *Journal of Financial Economics* 40: 319-338.
- Sundaramythy, C. 2000. Anti-takeover provisions and shareholder value implications: A review and a contingency framework. *Journal of Management* 26: 1005-1030.
- Suruhanjaya Sekuriti. 2000. *Capital Market Master Plan Malaysia*. Kuala Lumpur.
- Suto, M. 2003. Capital structure and the investment behaviour of Malaysian firms in the 1990s: a study of corporate governance before the crisis. *Corporate Governance* 11(1): 25-38.
- Sweeney, A.P. 1994. Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics* 17: 281-308.
- Teoh, S.H., Wong, J. & Rao, A. 1998. Are accruals during initial public offering opportunistic? *Review of Accounting Studies* 3: 175-208.
- Van Nuys, K. 1993. Corporate governance through the proxy process: Evidence from the 1989 Honeywell Proxy solicitation. *Journal of Financial Economics* 34(1): 101-132.
- Varma, R. 2001. Role of institutional investors in equity financing and corporate monitoring. *Journal of Business and Economic Studies* 7(1): 39-53.
- Wahal, S. 1996. Pension fund activism and firm performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31: 1-23.
- Wahal, S. & McConnell, J.J. 2000. Do institutional investors exacerbate managerial myopia? *Journal of Corporate Finance* 6: 307-329.
- Warfield, T.D., Wild, J.J. & Wild, K.L. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20: 61-91.
- Watts, R.L. & Zimmerman, J.L. 1990. Positive theory: A ten year perspective. *The Accounting Review* 65(1): 131-157.
- Wermers, R. 2000. Mutual fund performance: an empirical decomposition into stock-picking talent, style, transaction costs, and expenses. *Journal of Finance* 55: 1655-1703.
- Woidtke, T. 2002. Agents watching agents: Evidence from pension funds ownership and firm value. *Journal of Financial Economics* 63(1): 99-131.

LAMPIRAN 1. Statistik deskriptif data sebelum pemberian skor ukuran individu kekaburan perolehan

	n	Min	Median	Sisihan Piawai	Kepencongan	Kurtosis	Minimum	Maksimum
Keagresifan Perolehan	179	-0.020	-0.018	0.099	-0.936	7.492	-0.544	0.328
Perlicinan Perolehan	179	0.972	0.804	0.872	4.028	21.453	0.092	6.836
Pengelakan Kerugian	179	0.028	0.026	0.098	-1.120	9.847	-0.550	0.420
Pengelakan Penurunan Perolehan	179	0.020	0.002	0.246	0.242	34.199	-1.872	1.609

LAMPIRAN 2. Keputusan ujian regresi berganda

	Model 1	Model 2	Model 3
Malar	0.503 (0.351)	0.508 (0.353)	0.391 (0.266)
Saiz	0.965 (4.075)***	0.918 (3.900)***	0.926 (3.565)***
Pegangan pengurusan	0.449 (0.921)	0.549 (1.026)	0.564 (1.051)
Keumpilan	-0.938 (-1.597)	-1.042 (-1.772)*	-0.848 (-1.421)
Juru audit	-0.353 (-1.165)	-0.365 (-1.209)	-0.339 (-1.105)
Pegangan PI awam	-0.496 (-0.617)		
Pegangan PI bukan awam	-1.665 (-2.245)**		
Konsentrasi PI awam		0.412 (0.254)	
Konsentrasi PI bukan awam		-3.883 (-2.054)**	
Bilangan PI awam			0.064 (0.698)
Bilangan PII bukan awam			-0.049 (-0.068)
R ² terlaras	9.60%	9.40%	7.80%
Statistik F	4.152	3.233	3.526
nilai p	(0.001)	(0.003)	(0.003)

Nota: *** signifikan pada 0.001, **signifikan pada 0.05, *signifikan pada 0.1

Model 1

$$\begin{aligned} \text{Kekaburan Perolehan} &= \beta_0 + B_1 \text{Saiz}_i + \beta_2 \text{Pegangan Pengurusan}_i \\ &+ \beta_3 \text{Keumpilan}_i + \beta_4 \text{Juruaudit}_i \\ &+ \beta_5 \text{Peratus Pegangan PI awam}_i \\ &+ \beta_6 \text{Peratus Pegangan PI bukan awam}_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Model 2

$$\begin{aligned} \text{Kekaburan Perolehan} &= \beta_0 + B_1 \text{Saiz}_i + \beta_2 \text{Pegangan Pengurusan}_i \\ &+ \beta_3 \text{Keumpilan}_i + \beta_4 \text{Juruaudit}_i \\ &+ \beta_5 \text{Konsentrasi Pegangan PI awam}_i \\ &+ \beta_6 \text{Konsentrasi Pegangan PI bukan awam}_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Model 3

$$\begin{aligned} \text{Kekaburan Perolehan} &= \beta_0 + B_1 \text{Saiz}_i + \beta_2 \text{Pegangan Pengurusan}_i \\ &+ \beta_3 \text{Keumpilan}_i + \beta_4 \text{Juruaudit}_i \\ &+ \beta_5 \text{Bilangan PI awam}_i \\ &+ \beta_6 \text{Bilangan PI bukan awam}_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

LAMPIRAN 3. Keputusan ujian regresi berhierarki berasaskan skor individu keagresifan perolehan

	Model 1a	Model 1b	Model 2a	Model 2b	Model 3a	Model 3b
Malar	5.620 (14.719)***	5.620 (14.676)***	5.604 (14.653)***	5.603 (14.615)***	5.622 (14.462)***	5.591 (14.431)***
Saiz	0.201 (1.030)	0.201 (1.027)	0.165 (0.854)	0.165 (0.850)	0.161 (0.760)	0.123 (0.580)
Pegangan pengurusan	-0.047 (-0.235)	-0.046 (-0.225)	-0.045 (-0.225)	-0.041 (-0.203)	-0.018 (-0.091)	-0.067 (-0.326)
Keumpilan	-0.770 (-3.916)***	-0.771 (-3.886)***	-0.775 (-3.935)***	-0.786 (-3.943)***	-0.756 (-3.796)***	-0.773 (-3.897)***
Juruaudit	0.022 (0.050)	0.021 (0.046)	0.003 (0.008)	-0.007 (-0.017)	0.012 (0.027)	0.012 (0.027)
Kategori PI	-0.693 (-1.623)	-0.693 (-1.619)	-0.591 (-1.376)	-0.602 (-1.395)	-0.676 (-1.560)	-0.241 (-0.985)
Pegangan PI	-0.402 (-2.075)**	-0.412 (-1.676)*				
Konsentrasi PI			-0.397 (-1.983)**	-0.455 (-1.686)*		
Bilangan PI					-0.048 (-0.223)	-0.241 (-0.985)
Pegangan PI x Kategori PI		0.025 (0.063)				
Konsentrasi PI x Kategori PI				0.152 (0.400)		
Bilangan PI x Kategori PI						0.647 (1.611)
R ² terlaras	8.60%	8.40%	8.40%	8.00%	6.30%	7.20%
Perubahan R ²	11.70%	0.00%	11.50%	0.10%	9.50%	1.40%
Perubahan F	3.793	0.004	3.724	0.160	3.009	2.596
Signifikan perubahan F	(0.001)	(0.950)	(0.002)	(0.690)	(0.008)	(0.109)
Statistik F (nilai p)	3.793 (0.001)	3.233 (0.003)	3.724 (0.002)	3.199 (0.003)	3.009 (0.008)	2.974 (0.006)

Nota: *** signifikan pada 0.001, **signifikan pada 0.05, *signifikan pada 0.1

LAMPIRAN 4. Keputusan ujian regresi berhierarki berasaskan skor individu perlicinan perolehan

	Model 1a	Model 1b	Model 2a	Model 2b	Model 3a	Model 3b
Malar	5.550 (13.783)***	5.547 (13.749)***	5.554 (13.788)***	5.603 (13.751)***	5.566 (13.749)***	5.557 (13.678)***
Saiz	0.437 (2.126)**	0.438 (2.126)**	0.438 (2.147)**	0.438 (2.142)**	0.409 (1.853)*	0.398 (1.789)*
Pegangan pengurusan	0.161 (0.756)	0.145 (0.677)	0.168 (0.433)	0.165 (0.733)	0.167 (0.787)	0.180 (0.840)
Keumpilan	0.092 (0.445)	0.107 (0.511)	0.094 (0.476)	0.100 (0.476)	0.088 (0.432)	0.083 (0.398)
Juruaudit	-0.383 (-0.829)	-0.370 (-0.799)	-0.382 (-0.827)	-0.376 (-0.811)	-0.400 (-0.861)	-0.400 (-0.859)
Kategori PI	-0.144 (-0.320)	-0.141 (-0.313)	-0.160 (-0.354)	-0.155 (-0.341)	-0.157 (-0.347)	-0.173 (-0.381)
Pegangan PI	0.030 (0.149)**	0.127 (0.489)*				
Konsentrasi PI			0.064 (0.319)	0.103 (0.362)		
Bilangan PI					0.086 (0.385)	0.032 (0.123)
Pegangan PI x Kategori PI		-0.252 (-0.608)				
Konsentrasi PI x Kategori PI				-0.078 (-0.194)		
Bilangan PI x Kategori PI						0.190 (0.432)
R ² terlaras	-0.20%	-0.50%	00.10%	-0.70%	-0.10%	-0.60%
Perubahan R ²	3.20%	0.20%	3.20%	0.00%	3.30%	0.10%
Perubahan F	0.948	0.370	0.962	0.038	0.970	0.187
Sig. Perubahan F	(0.462)	(0.544)	(0.453)	(0.846)	(0.447)	(0.666)
Statistik F (nilai p)	0.948 (0.462)	0.862 (0.538)	0.962 (0.453)	0.825 (0.568)	0.970 (0.447)	0.854 (0.544)

Nota: *** signifikan pada 0.001, **signifikan pada 0.05, *signifikan pada 0.1

LAMPIRAN 5. Keputusan ujian regresi berhierarki berasaskan skor individu pengelakan kerugian

	Model 1a	Model 1b	Model 2a	Model 2b	Model 3a	Model 3b
Malar	4.826 (9.482)***	4.835 (9.531)***	4.814 (9.452)***	4.808 (9.521)***	4.799 (9.353)***	4.785 (9.296)***
Saiz	0.496 (1.908)*	0.494 (1.904)*	0.472 (1.831)*	0.469 (1.836)*	0.524 (1.873)*	0.508 (1.8008)
Pegangan pengurusan	0.241 (0.894)	0.288 (1.065)	0.240 (0.891)	0.267 (0.998)	0.268 (0.998)	0.288 (1.060)
Keumpilan	-0.270 (-1.031)	-0.314 (-1.195)	-0.274 (-1.046)	-0.347 (-1.324)	-0.255 (-0.969)	-0.262 (-0.994)
Juruaudit	-0.248 (-0.425)	-0.288 (-0.494)	-0.261 (-0.447)	-0.332 (-0.573)	-0.224 (-0.381)	-0.224 (-0.381)
Kategori PI	0.522 (0.917)	0.513 (0.904)	0.595 (1.040)	0.526 (0.926)	0.553 (0.968)	0.528 (0.919)
Pegangan PI	-0.280 (-1.082)	-0.571 (-1.754)*				
Konsentrasi PI			-0.275 (-1.080)	-0.455 (-2.175)**		
Bilangan PI					-0.178 (-0.629)	-0.260 (-0.799)
Pegangan PI x Kategori PI		0.762 (1.463)				
Konsentrasi PI x Kategori PI				0.998 (1.990)**		
Bilangan PI x Kategori PI						0.286 (0.514)
R ² terlaras	1.00%	1.70%	1.00%	2.70%	6.00%	1.00%
Perubahan R ²	4.40%	1.20%	4.30%	2.20%	3.90%	0.10%
Perubahan F	1.304	1.431	1.304	3.958	1.170	0.264
Sig. Perubahan F	(0.258)	(0.145)	(0.258)	(0.048)	(0.324)	(0.608)
Statistik F (nilai p)	1.304 (0.258)	1.431 (0.196)	1.304 (0.258)	1.702 (0.111)	1.170 (0.324)	1.036 (0.407)

Nota: *** signifikan pada 0.001, **signifikan pada 0.05, *signifikan pada 0.1

LAMPIRAN 6. Keputusan ujian regresi berhierarki berdasarkan skor individu pengeluaran penurunan perolehan

	Model 1a	Model 1b	Model 2a	Model 2b	Model 3a	Model 3b
Malar	5.592 (9.675)***	5.589 (9.645)***	5.565 (9.570)***	5.565 (9.542)***	5.571 (9.397)***	5.545 (9.336)***
Saiz	1.112 (3.764)***	1.113 (3.757)***	1.037 (3.522)***	1.037 (3.511)***	1.079 (3.339)***	1.047 (3.217)***
Pegangan pengurusan	-0.021 (-0.070)	-0.034 (-0.111)	-0.036 (-0.012)	-0.018 (-0.006)	0.093 (0.301)	0.135 (0.429)
Keumpulan	-0.088 (-0.295)	-0.076 (-0.253)	-0.095 (-0.316)	-0.10 (-0.328)	-0.055 (-0.183)	-0.071 (-0.232)
Juruaudit	-0.693 (-1.045)	-0.682 (-1.025)	-0.730 (-1.095)	-0.734 (-1.096)	-0.687 (-1.010)	-0.687 (-1.010)
Kategori PI	-0.224 (-0.347)	-0.222 (-0.342)	-0.041 (-0.063)	-0.046 (-0.069)	-0.174 (-0.263)	-0.223 (-0.337)
Pegangan PI	-0.797 (-2.714)**	-0.717 (-1.928)*				
Konsentrasi PI			-0.675 (-2.326)**	-0.709 (-1.728)*		
Bilangan PI					-0.216 (-0.661)	-0.381 (-1.015)
Pegangan PI x Kategori PI		-0.209 (-0.351)				
Konsentrasi PI x Kategori PI				0.067 (0.115)		
Bilangan PI x Kategori PI						0.575 (0.897)
R ² terlaras	7.10%	6.60%	6.10%	5.50%	3.30%	3.20%
Perubahan R ²	10.20%	0.10%	9.20%	0.00%	6.60%	0.40%
Perubahan F	3.261	0.123	2.913	0.013	2.027	0.805
Sig. Perubahan F	(0.005)	(0.726)	(0.010)	(0.908)	(0.065)	(0.371)
Statistik F (nilai p)	3.261 (0.005)	2.798 (0.009)	2.913 (0.010)	2.484 (0.019)	2.027 (0.065)	1.850 (0.081)

Nota: *** signifikan pada 0.001, **signifikan pada 0.05, *signifikan pada 0.1

Azlina Ahmad
 Pusat Pengajian Perakaunan
 Fakulti Ekonomi dan Pengurusan
 Universiti Kebangsaan Malaysia
 43600 Bangi, Selangor
 Emel: azlina@ukm.my