

## BAB II

### LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

#### 2.1 Teori Keagenan

Jensen dan Meckling (1976), mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak antara *principal* dan *agent* untuk menjalankan aktivitas perusahaan. Hubungan keagenan dibagi menjadi 2 tipe, yaitu *Agency problem type I* dan *Agency problem type II*. Dalam *Agency problem type I*, prinsipal adalah pemegang saham dan agen adalah manajer. Dalam hubungan keagenan ini, pemegang saham memberi wewenang kepada manajer untuk menjalankan aktivitas perusahaan demi kepentingan pemegang saham. Ini berarti pemegang saham sebagai pemberi amanah dan agen sebagai penerima amanah untuk menjalankan perusahaan. Jika kedua belah pihak dalam hubungan ini memaksimalkan utilitas maka ada alasan yang kuat bahwa agen tidak selalu bertindak untuk kepentingan terbaik prinsipal.

Masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer timbul karena adanya isu kepemilikan dan kontrol dimana pemegang saham selaku pemilik tidak dapat mengontrol tindakan manajemen dalam menjalankan perusahaan. Manajer tidak selalu bertindak untuk kepentingan terbaik pemegang saham dan manajer cenderung melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya sendiri. Oleh karena itu, pemegang saham mengawasi tindakan manajer dan berusaha untuk membatasi perbedaan kepentingan ini melalui insentif kepada manajer.

Ketika pemegang saham mengelompokkan diri secara substansial menjadi pemegang saham pengendali untuk mengumpulkan informasi dan mengawasi manajemen. Pemegang saham pengendali memiliki kendali yang cukup besar untuk melakukan tekanan kepada manajemen. Akan tetapi, pemegang saham pengendali menimbulkan masalah keagenan yang baru. Pemegang saham pengendali mengendalikan aset perusahaan untuk memenuhi kepentingan pribadi dan tidak memperdulikan pemegang saham minoritas atau non pengendali. Masalah keagenan ini disebut *Agency problem type II*, dimana Prinsipal adalah pemegang saham non pengendali dan agen adalah pemegang saham pengendali.

Pemegang saham pengendali berperan langsung dan dapat mengelola langsung perusahaan sedangkan pemegang saham non pengendali atau minoritas tidak dapat berperan langsung dalam mengelola perusahaan. Isu yang terjadi pada konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali adalah pemisahan hak kontrol dan hak aliran kas. Pemegang saham pengendali menggunakan mekanisme seperti kepemilikan piramida untuk menciptakan deviasi hak kontrol dan hak aliran kas (La Porta *et al.*, 1999).

Ketika deviasi hak kontrol dan hak aliran kas besar atau hak kontrol lebih besar daripada hak aliran kasnya, pemegang saham pengendali melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya sendiri (mengambil manfaat privat atas kontrol yang dimiliki). Selain itu, Pemegang saham pengendali juga akan menekan manajemen untuk menyembunyikan manfaat privat yang diperoleh. Pemegang saham pengendali dapat mengendalikan produksi informasi akuntansi

perusahaan dan kebijakan-kebijakan pelaporan sehingga kredibilitas informasi akuntansi menurun (Sanjaya, 2010).

## 2.2 Pemegang saham biasa dan hak-hak pemegang saham

Klasifikasi pemegang saham biasa terbagi menjadi 2, yaitu:

### 1. Pemegang saham pengendali

Pemegang saham pengendali adalah individu, keluarga, atau institusi yang memiliki kontrol baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap perusahaan publik pada tingkat pisah batas hak kontrol tertentu (Claessens *et al.*, 2000). Kontrol langsung pemegang saham pengendali menggambarkan persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali tersebut pada perusahaan publik atas nama dirinya. Kontrol tidak langsung menggambarkan kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali terhadap sebuah perusahaan publik melalui rantai kepemilikan. La Porta *et al.* (1999) mengklasifikasikan pemegang saham pengendali menjadi lima, yaitu:

#### a. Keluarga

Sebuah perusahaan publik dikategorikan sebagai perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga apabila pemegang saham pengendali terbesar perusahaan adalah individu atau keluarga pada tingkat hak

kontrol tertentu. Pengklasifikasian keluarga didasarkan pada kesamaan nama belakang dan ada tidaknya hubungan perkawinan.

b. Pemerintah

Perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan yang dikendalikan oleh pemerintah apabila pemegang saham pengendali perusahaan terbesar adalah pemerintah pada tingkat hak kontrol tertentu. Pemerintah dikategorikan sebagai pemegang saham pengendali tersendiri karena tujuan pemerintah mengendalikan perusahaan relatif berbeda dari tujuan pemegang saham pengendali lainnya. Umumnya pemerintah mengendalikan perusahaan untuk tujuan peningkatan kesejahteraan masyarakat dan tujuan politik (Shleifer dan Vishny, 1994).

c. Institusi Keuangan dengan Kepemilikan Luas

Perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan yang dikendalikan oleh institusi keuangan publik apabila pemegang saham pengendali perusahaan terbesar adalah institusi keuangan publik yang dimiliki secara luas oleh masyarakat pada tingkat hak kontrol tertentu. Menurut Siregar (2006) apabila pemegang saham sebuah perusahaan publik adalah institusi keuangan yang juga perusahaan publik, maka ada dua kemungkinan klasifikasi pemegang saham pengendali. Pertama, setelah kepemilikan terhadap institusi keuangan sebagai pemegang saham perusahaan publik tersebut ditelusuri, bisa jadi ada pemilik

ultimat pada pisah batas tertentu. Apabila hal ini terjadi, maka institusi keuangan tersebut bukanlah pemegang saham pengendali yang termasuk dalam klasifikasi ini. Kedua, setelah kepemilikan terhadap institusi keuangan sebagai pemegang saham perusahaan publik dapat ditelusuri, bisa jadi tidak ada pemilik ultimat pada pisah batas hak kontrol tertentu. Institusi keuangan seperti inilah yang termasuk pemegang saham pengendali dalam klasifikasi ini, yaitu institusi keuangan dengan kepemilikan luas.

d. Perusahaan dengan Kepemilikan Luas

Perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan yang dikendalikan oleh perusahaan publik lainnya apabila pemegang saham pengendali terbesar adalah perusahaan publik yang dimiliki secara luas oleh masyarakat pada tingkat hak kontrol tertentu.

e. Pemegang saham pengendali lainnya

Perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali lainnya apabila pemegang saham pengendali terbesar dalam perusahaan tersebut adalah investor asing, koperasi dan karyawan pada tingkat hak kontrol tertentu. Pada dasarnya, setiap perusahaan publik termasuk dalam kategori ini apabila pemegang saham pengendalinya bukan keluarga, pemerintah, institusi keuangan publik, serta perusahaan publik lain pada tingkat hak kontrol tertentu.

## 2. Pemegang saham non-pengendali

Pemegang saham non-pengendali yaitu pemegang saham yang membeli saham di bursa, namun tidak terlibat dalam manajemen perusahaan.

Pemegang saham biasa secara umum memiliki hak yang terbagi atas tiga, yaitu:

### 1. Hak *Preemptive*

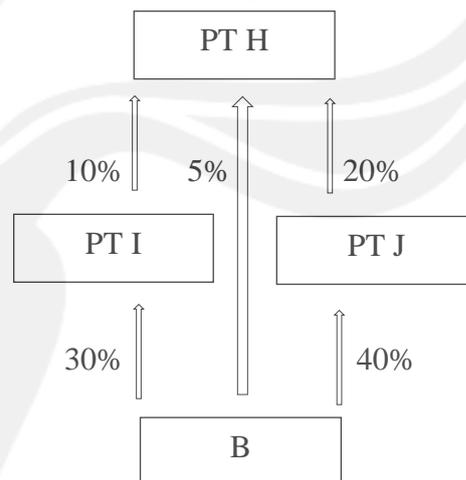
Hak *Preemptive* merupakan hak untuk mendapatkan persentase kepemilikan yang sama jika perusahaan mengeluarkan tambahan lembar saham. Jika perusahaan mengeluarkan tambahan lembar saham, maka jumlah saham yang beredar akan lebih banyak dan akibatnya persentase kepemilikan pemegang saham yang lama akan turun. Hak preemptif memberi prioritas kepada pemegang saham lama untuk membeli tambahan saham yang baru, sehingga persentase kepemilikannya tidak berubah. Hak preemptif mempunyai dua tujuan yaitu untuk melindungi hak kontrol dari pemegang saham lama dan melindungi pemegang saham lama dari nilai yang merosot. (Hartono, 2014).

### 2. Hak kontrol

Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak kontrol terdiri atas dua, yaitu:

- a. Hak kontrol langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali atas nama dirinya pada sebuah perusahaan.
- b. Hak kontrol tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil kontrol minimum dalam setiap rantai kepemilikan. Dengan kata lain dapat dikatakan bahwa hak kontrol adalah penjumlahan hubungan paling lemah (*weakest link*) dalam setiap rantai kepemilikan. La Porta *et al.* (1999) memperkenalkan hak kontrol pemegang saham pengendali ditentukan sebesar jumlah kepemilikan minimum dalam rantai kepemilikan. Angka kepemilikan minimum (bukan maksimum) ditentukan sebagai ukuran pemegang saham pengendali untuk mempengaruhi sebuah perusahaan yang ada pada ujung rantai kepemilikan.

**Gambar 2.1 Contoh Struktur Kepemilikan**



Siregar (2006) mengilustrasikan seperti tampak pada gambar 2.1., B memiliki saham di PT H, PT I dan PT J masing-masing 5%, 30%

dan 40%. Ketiga perusahaan tersebut merupakan perusahaan publik. Selain itu, PT I dan PT J memiliki saham PT H masing-masing 10% dan 20%. Seperti tampak pada gambar 2.1., B memiliki saham pada PT H melalui tiga jalur kepemilikan, satu kepemilikan langsung dan dua rantai kepemilikan. Rantai kepemilikan pertama adalah melalui PT I dan rantai kepemilikan kedua melalui PT J. Besarnya hak kontrol B pada PT H, PT I dan PT J masing-masing adalah 35%, 30% dan 40%.

**Tabel 2.1 Tabel Perhitungan Hak Kontrol**

Keterangan	Hak Kontrol Langsung	Hak Kontrol tidak langsung	Total
Hak Kontrol B di PT H	5%	Minimum (30%,10%) = 10% Minimum (40%,20%) = 20%	35%
Hak Kontrol B di PT I	30%	0	30%
Hak Kontrol B di PT J	40%	0	40%

### 3. Hak aliran kas

Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak aliran kas terdiri atas dua, yaitu:

- a. Hak aliran kas langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali pada perusahaan publik atas nama dirinya sendiri.
- b. Hak aliran kas tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil perkalian persentase saham dalam setiap rantai kepemilikan. Hak aliran kas tidak langsung menunjukkan klaim pemegang saham

pengendali terhadap dividen secara tidak langsung melalui mekanisme kontrol terhadap perusahaan.

Berdasarkan ilustrasi gambar 2.1., besarnya hak aliran kas B pada PT H, PT I dan PT J masing-masing 16%, 30% dan 40%.

**Tabel 2.2 Tabel Perhitungan Hak Aliran Kas**

Keterangan	Hak Aliran Kas Langsung	Hak Aliran Kas tidak langsung	Total
Hak Aliran Kas B di PT H	5%	$30\% \times 10\% = 3\%$ $40\% \times 20\% = 8\%$	16%
Hak Aliran Kas B di PT I	30%	0	30%
Hak Aliran Kas B di PT J	40%	0	40%

### 2.3 Konsep Kepemilikan

Menurut La Porta *et al.* (1999), Konsep untuk mengidentifikasi keberadaan konsentrasi kepemilikan dibagi menjadi 2, yaitu:

#### 1. Konsep Kepemilikan Imediat

Konsep kepemilikan imediat adalah konsep yang paling lazim digunakan untuk mengidentifikasi keberadaan struktur kepemilikan. Konsep kepemilikan imediat merupakan kepemilikan langsung dalam perusahaan publik. Dengan konsep kepemilikan imediat, klasifikasi kepemilikan tersebar atau terkonsentrasi semata-mata ditentukan berdasarkan persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham.

Konsep kepemilikan imediat memiliki beberapa kelemahan, kelemahan tersebut muncul karena rangkaian kepemilikan tidak dapat ditelusuri sampai dengan pemilik akhir teridentifikasi. Kelemahan pada konsep kepemilikan imediat adalah sebagai berikut (Siregar, 2006):

- Konsep kepemilikan imediat tidak mengkaji kemungkinan adanya rantai kepemilikan perusahaan publik.
- Konsep kepemilikan imediat tidak dapat digunakan untuk mengidentifikasi pemilik ultimat.
- Konsep kepemilikan imediat tidak dapat digunakan untuk mengkaji adanya pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol oleh pemegang saham.
- Konsep kepemilikan imediat tidak bisa mengidentifikasi mekanisme peningkatan kontrol pemegang saham terhadap perusahaan publik.

## 2. Konsep Kepemilikan Ultimat

Berbeda dari kepemilikan imediat, konsep kepemilikan ultimat dapat digunakan untuk mengidentifikasi pemegang saham pengendali, hak aliran kas, hak kontrol, serta deviasi antara hak aliran kas dengan hak kontrol. Konsep Kepemilikan ultimat adalah kepemilikan langsung dan tidak langsung terhadap perusahaan publik. Kepemilikan langsung menggambarkan persentase saham yang dimiliki pemegang saham atas nama dirinya sendiri. kepemilikan tidak langsung adalah kepemilikan terhadap sebuah perusahaan publik melalui rantai kepemilikan.

Berdasarkan konsep kepemilikan ini, rangkaian kepemilikan harus ditelusuri sampai dengan pemilik ultimat dapat diidentifikasi. Dengan konsep kepemilikan ultimat, kepemilikan perusahaan publik dapat diklasifikasi menjadi dua bentuk yaitu kepemilikan luas dan kepemilikan ultimat. Pengklasifikasian kepemilikan luas dan kepemilikan ultimat tergantung pada pisah batas kontrol yang digunakan.

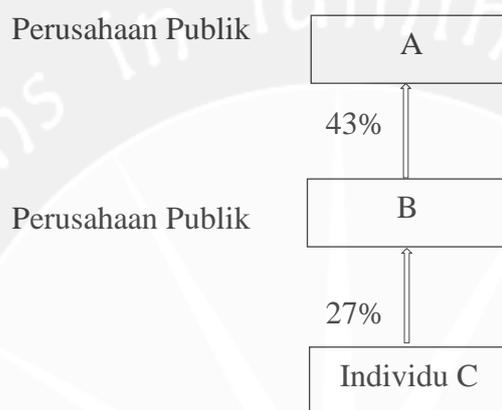
#### **2.4 Struktur Kepemilikan Piramida**

Dengan konsep kepemilikan ultimat, mekanisme pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol dapat diidentifikasi. Salah satu mekanisme pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol yang paling lazim di perusahaan Indonesia adalah Struktur piramida (Siregar, 2008). Struktur kepemilikan piramida merupakan kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain, baik perusahaan publik maupun perusahaan non publik (Claessens *et al.*, 2000). Terdapat dua hal yang harus dipenuhi agar kepemilikan dapat dikategorikan sebagai kepemilikan piramida yaitu:

- Terdapat pemegang saham pengendali atau pemilik ultimat pada pisah batas hak kontrol yang ditentukan.
- Terdapat perusahaan lain yang dalam kepemilikan tersebut antara pemegang saham pengendali dengan perusahaan publik yang dikendalikan.

La Porta *et al.* (1999) memberi ilustrasi struktur kepemilikan piramida. Individu C memiliki saham perusahaan publik di perusahaan B sebesar 27% dan Perusahaan publik B memiliki saham di perusahaan A sebesar 43%.

**Gambar 2.2 Struktur Kepemilikan Piramida**

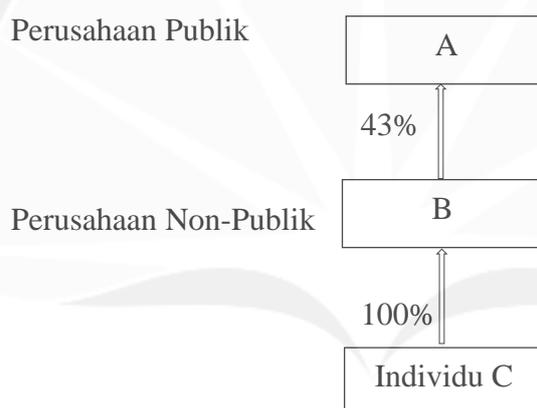


Dalam gambar 2.2 individu C tidak dapat dikategorikan sebagai pemegang saham pengendali di perusahaan A apabila menggunakan konsep kepemilikan imediat. Jika konsep kepemilikan ultimat digunakan, individu C adalah pemegang saham pengendali di perusahaan A dengan pisah batas 20% melalui kepemilikan secara piramida.

Berdasarkan struktur kepemilikan secara piramida, jumlah hak aliran kas individu C di perusahaan A adalah 11.61% dan hak kontrol individu C di perusahaan A adalah 27%. Hak aliran kas sebesar 11.61% diperoleh dari 43% dikali dengan 27%. Hak kontrol 27% diperoleh dari kontrol minimum antara 27% dan 43%. *Cash Flow Right Leverage* individu C di perusahaan A adalah 15.39% yaitu 27%-11.61%.

Individu C adalah pemegang saham pengendali di perusahaan A melalui piramida pada pisah batas 20% hak suara. Selain di perusahaan A, individu C juga sebagai pemegang saham pengendali di perusahaan B melalui kepemilikan langsung pada pisah batas 20% tetapi tidak melalui piramida. Jumlah hak aliran kas dan hak kontrol individu C di perusahaan B adalah sama yaitu 27%. Kondisi ini menunjukkan tidak ada perbedaan antara hak aliran kas dan hak kontrol karena kepemilikan individu C di PT B adalah langsung.

**Gambar 2.3 Struktur Kepemilikan Bukan Piramida**



La Porta *et al.* (1999) juga menjelaskan ada bentuk kepemilikan yang menyerupai piramida tetapi bukan kepemilikan secara piramida. Misalkan perusahaan B bukan perusahaan publik yang dimiliki 100% oleh individu C. Perusahaan B memiliki saham di perusahaan A sebesar 43%. Jumlah hak aliran kas dan hak kontrol individu C di perusahaan A adalah masing-masing 43% dengan kepemilikan langsung. Kondisi ini tidak mencerminkan kepemilikan piramida karena tidak ada pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol.

## 2.5 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Apabila perusahaan tersebut menawarkan sahamnya ke publik maka nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Maka dari itu, semakin tinggi harga saham suatu perusahaan, semakin tinggi pula nilai dari perusahaan tersebut (Husnan, 2009).

Salah satu hal yang sangat penting dilakukan oleh perusahaan adalah memaksimalkan nilai suatu perusahaan, dengan memaksimalkan suatu perusahaan maka akan memakmurkan pemegang sahamnya. Disamping itu, optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan suatu perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana suatu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak terhadap nilai perusahaan.

Investor dapat mengetahui nilai pasar suatu perusahaan dengan menggunakan rasio keuangan. Rasio tersebut memberikan indikasi bagi perusahaan mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan dimasa lalu dan prospeknya dimasa depan. Terdapat beberapa pengukuran untuk mengukur nilai perusahaan. Salah satunya adalah rasio *market to book value ratio*. Rasio *Market to Book Value* menunjukkan nilai sebuah perusahaan yang diperoleh dengan membandingkan nilai pasar perusahaan dengan nilai bukunya. Nilai pasar merupakan persepsi pasar yang berasal dari investor, kreditur, dan *stakeholder* lain terhadap kondisi perusahaan dan biasanya tercermin dari nilai pasar saham

perusahaan. Nilai pasar adalah harga saham yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar (Hartono, 2014). *Market to Book Value* yang tinggi akan meningkatkan kepercayaan pasar terhadap prospek perusahaan dan mengindikasikan kemakmuran pemegang saham yang tinggi.

## 2.6 Hubungan Antar Variabel

Perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi akan meningkatkan hak kontrol pemegang saham pengendali dengan berbagai mekanisme, seperti kepemilikan piramida. Kepemilikan piramida adalah kepemilikan secara langsung dan tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain, baik perusahaan publik dan non publik (Claessens *et al.*, 2000). Ketika hak kontrol meningkat melebihi hak aliran kasnya, pemegang saham pengendali mempunyai hak kontrol yang superior sehingga mampu secara efektif mempengaruhi kebijakan perusahaan dan mengambil manfaat privat tanpa memperdulikan pemegang saham minoritas. Perusahaan seperti ini menunjukkan masalah keagenan yang besar dan menjadi tidak menarik lagi dimata calon investor. Maka perusahaan seperti ini, akan dinilai lebih rendah.

## 2.7 Penelitian Terdahulu

Beberapa peneliti terdahulu mengenai hubungan struktur piramida terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa struktur piramida berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

**Tabel 2.3 Tabel Penelitian Terdahulu**

Peneliti	Variabel	Objek	Hasil Penelitian
Malan <i>et al.</i> (2012)	<b>Variabel independen:</b> Struktur Piramida. <b>Variabel Dependen:</b> Nilai Perusahaan.	Perusahaan <i>go public</i> di Malaysia 1990-2010.	Struktur Piramida berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.
Malan <i>et al.</i> (2013)	<b>Variabel independen:</b> Struktur Piramida. <b>Variabel Dependen:</b> Nilai Perusahaan.	Perusahaan <i>go public</i> di Malaysia tahun 1990-2010.	Perusahaan dengan hak aliran kas lebih rendah menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan perusahaan dengan hak aliran kas tinggi menunjukkan pengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
Verne dan Santos (2009)	<b>Variabel independen:</b> Struktur Piramida. <b>Variabel Dependen:</b> Nilai Perusahaan dan <i>return</i> saham satu tahun setelah IPO.	100 Perusahaan <i>go public</i> di Brazil tahun 2004-2007.	Struktur Piramida berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Struktur Piramida berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>return</i> saham satu tahun setelah IPO.
Diyanti <i>et al.</i> (2015)	<b>Variabel independen:</b> Kontrol keluarga dari kepemilikan langsung kepemilikan piramida. <b>Variabel Dependen:</b> Kinerja Perusahaan. <b>Variabel Moderasi:</b> <i>Founding family</i> CEO dan keefektifan BOC.	Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2009-2013.	Posisi CEO meningkatkan pengaruh positif kontrol keluarga dari kepemilikan langsung terhadap kinerja. Posisi CEO mengurangi pengaruh negatif kepemilikan piramida terhadap kinerja. Keefektifan dewan komisaris tidak mempengaruhi kontrol keluarga terhadap kinerja.
Siregar (2008)	<b>Variabel independen:</b> hak kontrol, hak aliran kas dan <i>cash flow right leverage</i> . <b>Variabel dependen:</b> Nilai perusahaan.	Perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2000-2004.	Hak aliran kas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hak kontrol dan <i>cash flow right leverage</i> tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik keluarga terlibat dalam manajemen atau terdapat pemegang saham pengendali kedua.

## 2.8 Pengembangan Hipotesis

Argumen NEE (*Negative Entrenchment Effect*) menyatakan bahwa pemegang saham pengendali menggunakan kemampuannya mengendalikan manajemen untuk kepentingan pribadi dengan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Ekspropriasi adalah proses penggunaan kontrol untuk kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000). Kemampuan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi ini ditunjukkan oleh besar kecilnya kontrol yang dimiliki pemegang saham pengendali tersebut terhadap perusahaan. Pemegang saham minoritas (investor luar) yang mengetahui akan kemampuan pemegang saham pengendali dalam mempengaruhi kebijakan perusahaan untuk kepentingan pribadi akan menilai perusahaan lebih rendah. Karena itu, argumen ini menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Inti argumen ini adalah pemegang saham pengendali lebih tertarik untuk mendapatkan manfaat privat atas kontrol yang dimiliki (Siregar, 2008).

Perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi akan meningkatkan kontrol dengan berbagai mekanisme seperti kepemilikan piramida. Kepemilikan piramida adalah kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain, baik perusahaan publik maupun perusahaan non publik (Claessens *et al.*, 2000). Perusahaan dapat dikatakan memiliki struktur kepemilikan piramida apabila pemegang saham pengendali dapat diidentifikasi

dan terdapat satu atau lebih perusahaan lain diantara pemegang saham pengendali dengan perusahaan publik yang dikendalikan. Dengan adanya perusahaan lain diantara pemegang saham pengendali dengan perusahaan publik yang dikendalikan, akan terdapat pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol. Hak aliran kas pemegang saham pengendali terhadap perusahaan publik yang dikendalikan akan semakin kecil sedangkan hak kontrolnya tetap atau melebihi hak aliran kasnya.

Hak kontrol adalah hak untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak kontrol terdiri atas dua, yaitu hak kontrol langsung dan hak kontrol tidak langsung. Hak kontrol langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali atas nama dirinya pada sebuah perusahaan. Sedangkan, Hak kontrol tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil kontrol minimum dalam setiap rantai kepemilikan.

Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak aliran kas terdiri atas dua, yaitu hak aliran kas langsung dan hak aliran kas tidak langsung. Hak aliran kas langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali pada perusahaan publik atas nama dirinya sendiri. Hak aliran kas tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil perkalian persentase saham dalam setiap rantai kepemilikan. Hak aliran kas tidak langsung menunjukkan klaim pemegang saham pengendali terhadap dividen secara tidak langsung melalui mekanisme kontrol terhadap perusahaan.

Ketika terdapat pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol, pemegang saham pengendali memiliki motivasi untuk mengambil manfaat privat atas perusahaan yang dikendalikan tersebut sehingga muncul konflik kepentingan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas (Siregar, 2008). Perusahaan dengan konflik keagenan yang besar seperti ini akan kurang menarik bagi calon investor karena itu perusahaan tersebut dapat dinilai lebih rendah karena calon investor menjadi percaya adanya pengambilalihan yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali.

Peneliti Diyanti *et al.* (2015) membuktikan bahwa pemegang saham pengendali (keluarga) menggunakan kepemilikan piramida agar terdapat pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol. Pemisahan hak berarti risiko kerugian ditanggung oleh keluarga melalui kepemilikan piramida lebih kecil jika dibandingkan dengan risiko kerugian ditanggung oleh keluarga melalui kepemilikan langsung dan akibatnya keluarga akan memiliki motivasi lebih tinggi untuk mengambil alih. Pengambilalihan dilakukan oleh keluarga akan menyebabkan pemanfaatan optimal sumber daya perusahaan yang akan mempengaruhi kinerja perusahaan.

Peneliti Malan *et al.* (2012) menyatakan bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan piramida berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil serupa juga didapatkan oleh peneliti Malan *et al.* (2013) dan peneliti Verne dan Santos (2009) bahwa perusahaan dengan struktur piramida dapat menurunkan nilai perusahaan karena pasar percaya bahwa struktur piramida meningkatkan pengambilalihan pemegang saham minoritas.

Oleh karena itu, ketika perusahaan memiliki struktur kepemilikan piramida berarti pemegang saham pengendali perusahaan memiliki hak kontrol yang lebih besar dari hak aliran kasnya. Perbedaan ini akan memunculkan motivasi pemegang saham pengendali untuk mengambil manfaat privat. Ketika pemegang saham pengendali mengambil manfaat privat, terjadi konflik kepentingan. Ketika konflik kepentingan suatu perusahaan besar, perusahaan akan dinilai lebih rendah. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, hipotesis penelitian ini adalah:

**H<sub>a</sub>** : Struktur piramida berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.