

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Teori Keagenan

Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak satu orang atau lebih pemegang saham dalam memerintah orang lain untuk melakukan suatu jasa atas nama pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Pada perusahaan, orang lain yang melakukan jasa atas nama pemegang saham biasanya disebut dengan manajer. Manajer berwenang untuk mengambil keputusan terkait dengan operasional perusahaan, berdasarkan kewenangan yang dimiliki tersebut manajer diharapkan mampu bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham (*goal congruence*).

Sebagai pengelola perusahaan, manajer mengetahui lebih banyak informasi tentang perusahaan daripada pemegang saham karena manajer memiliki akses yang lebih luas. Sedangkan pemegang saham (*principal*) tidak memiliki informasi yang cukup mengenai kinerja manajer dan kondisi perusahaan yang sesungguhnya. Kondisi ini menimbulkan adanya asimetri informasi antara manajemen (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*), dimana hal ini memberikan kesempatan kepada manajer untuk bisa bertindak tidak sesuai dengan keinginan pemegang saham namun sesuai dengan kepentingan pribadi mereka. Menurut Scott (2012), asimetri informasi ada dua macam, yaitu :

1. *Adverse Selection*

Manajer mengetahui semua informasi perusahaan dengan baik, entah itu keadaan perusahaan ataupun prospek perusahaan yang mungkin dicapai. Keadaan ini dimanfaatkan oleh manajer untuk tidak memberikan informasi yang sesungguhnya atau cenderung menyesatkan kepada pemegang saham.

2. *Moral Hazard*

Kegiatan yang dilakukan oleh manajer tidak diketahui secara seutuhnya oleh pemegang saham, hal ini dimanfaatkan oleh manajer untuk melakukan pekerjaan diluar kontrak kerjanya dengan pemegang saham.

Selain asimetri informasi yang mungkin dihasilkan, ada pula biaya agensi yang mungkin timbul sebagai akibat dari adanya konflik keagenan tipe 1 ini. Biaya ini muncul karena adanya persepsi saling tidak percaya antara prinsipal dengan agen. Menurut Godfrey (2010), biaya agensi tersebut terbagi menjadi tiga jenis, yaitu :

1. *Monitoring Cost*

Biaya pemantauan perilaku agen dimana prinsipal mengeluarkan biaya untuk mengukur, mengamati dan mengendalikan perilaku agen.

2. *Bonding Cost*

Biaya pembuatan dan penyesuaian mekanisme yang dilakukan oleh agen untuk menjamin mereka, biaya ini ditanggung oleh agen.

3. *Residual Loss*

Biaya yang terjadi karena adanya dampak atas tindakan yang dilakukan agen yang terkadang berbeda tanggung jawabnya yakni untuk memaksimalkan kepentingan atau kekayaan dari prinsipal.

Konflik keagenan yang terjadi antara manajer (*agent*) dengan pemegang saham (*principal*) ini disebut dengan konflik keagenan tipe 1. Sedangkan konflik keagenan tipe 2 terjadi pada perusahaan dengan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Pada perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham secara bersama-sama mengelompokkan diri mereka menjadi pemegang saham pengendali untuk mengumpulkan informasi sekaligus mengawasi kinerja manajemen, sehingga konflik yang terjadi bukan lagi antara pemegang saham dengan manajemen namun antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali. Pemegang saham pengendali adalah prinsipal dan pemegang saham non pengendali adalah agen.

Pemegang saham pengendali mampu mengendalikan dan berperan langsung terhadap perusahaan, sedangkan pemegang saham non pengendali tidak memiliki hak secara langsung untuk ikut serta dalam mengelola perusahaan. Konflik keagenan tipe 2 ini terjadi skema pemisahan hak kontrol dengan hak aliran kas yang terjadi antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham non pengendali. Pemegang saham pengendali menggunakan mekanisme kepemilikan piramida dalam menciptakan *cash flow right leverage* (La Porta *et al.*, 1999). Ketika *cash flow right leverage* atau hak kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali lebih besar daripada hak aliran kasnya, maka

pemegang saham pengendali akan melakukan tindakan dan mengambil keputusan yang akan menguntungkan dirinya sendiri, selain itu pemegang saham pengendali mampu meminta dan mengendalikan manajer untuk menghasilkan informasi akuntansi perusahaan yang tidak sesuai dengan keadaan aslinya (menyembunyikan informasi privat mengenai keuntungan pribadi) sehingga akan menurunkan kredibilitas informasi akuntansi (Sanjaya, 2010)

Konflik agen tipe 2 ini menyudutkan pemegang saham non pengendali karena mereka tidak mampu menerima keuntungan yang sesuai dengan harapan atas adanya keputusan yang dapat diambil oleh pemegang saham pengendali dengan mengabaikan kepentingan pemegang saham non pengendali. Konflik keagenan tipe 2 ini berlaku di Indonesia, karena di Indonesia keputusan perusahaan ditentukan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Hal ini berarti bahwa RUPS memiliki hak untuk membuat keputusan berkaitan dengan perusahaan. RUPS di Indonesia merupakan kumpulan pemegang saham pengendali pada suatu perusahaan publik.

2.2. Klasifikasi Pemegang Saham

Pemegang saham biasa terbagi menjadi dua klasifikasi, yaitu:

2.2.1. Pemegang Saham Pengendali

La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000s) mengklasifikasi pemegang saham pengendali menjadi lima, yaitu keluarga, pemerintah, institusi keuangan dengan kepemilikan luas, perusahaan dengan kepemilikan luas, dan pemegang saham pengendali lainnya (seperti investor asing, koperasi

dan karyawan). Para pemegang saham pengendali ini bisa memiliki kontrol yang langsung dan tidak langsung terhadap perusahaan publik dengan tingkat pisah batas hak kontrol tertentu. Kontrol langsung pemegang saham pengendali menggambarkan jumlah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali dalam suatu perusahaan publik, sedangkan untuk kontrol tidak langsung pemegang saham pengendali menggambarkan kontrol yang dimiliki seseorang melalui rantai kepemilikan perusahaan publik. Pada dasarnya, semakin rendah pisah batas hak kontrol yang ditentukan maka akan semakin banyak jumlah pemegang saham pengendali pada perusahaan publik. Sebaliknya, semakin tinggi pisah batas hak kontrol yang ditentukan maka akan semakin sedikit jumlah pemegang saham pengendali. Klasifikasi pemegang saham pengendali menjadi lima menurut La Porta *et al.* (1999) dapat diuraikan sebagai berikut:

2.2.1.1. Keluarga

Suatu perusahaan diklasifikasikan sebagai perusahaan dengan pemegang saham pengendali adalah keluarga apabila perusahaan tersebut dimiliki oleh individu dengan hubungan keluarga yang ditunjukkan berdasarkan kesamaan nama belakang dan ada tidaknya hubungan perkawinan pada tingkat hak kontrol tertentu.

2.2.1.2. Pemerintah

Suatu perusahaan diklasifikasikan sebagai perusahaan dengan pemegang saham pengendali adalah pemerintah apabila pemegang

saham pengendali perusahaan tersebut terbesar adalah pemerintah pada tingkat hak kontrol tertentu. Pada umumnya pemerintah mengendalikan perusahaan dengan tujuan untuk meningkatkan kesejahteraan masyarakat dan kepentingan politik (Shleifer dan Vishny, 1994) sehingga pemerintah dapat dikategorikan sebagai pemegang saham pengendali tersendiri.

2.2.1.3. Institusi Keuangan dengan Kepemilikan Luas

Suatu perusahaan diklasifikasikan sebagai perusahaan yang dikendalikan oleh institusi keuangan publik apabila pemegang saham pengendali terbesar adalah institusi keuangan publik yang dimiliki oleh masyarakat secara luas pada tingkat hak kontrol tertentu. Siregar (2006) menyatakan bahwa apabila pemegang saham sebuah perusahaan publik yang juga perusahaan publik, maka terdapat dua kemungkinan klasifikasi pemegang saham pengendali, yaitu :

- a) Terdapat kemungkinan adanya pemilik ultimat pada pisah batas hak kontrol tertentu, sehingga institusi keuangan tersebut bukanlah pemegang saham pengendali yang termasuk dalam klasifikasi ini.
- b) Terdapat kemungkinan tidak adanya pemilik ultimat pada pisah batas hak kontrol tertentu, sehingga institusi keuangan tersebut merupakan pemegang saham

pengendali dalam klasifikasi ini, yaitu institusi keuangan dengan kepemilikan luas

2.2.1.4. Perusahaan dengan Kepemilikan Luas

Suatu perusahaan diklasifikasikan sebagai perusahaan yang dikendalikan oleh perusahaan publik lainnya apabila pemegang saham pengendali terbesar merupakan perusahaan publik yang dimiliki secara luas oleh masyarakat pada tingkat hak kontrol tertentu.

2.2.1.5. Pemegang Saham Pengendali Lainnya

Suatu perusahaan diklasifikasikan sebagai perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali lainnya apabila pemegang saham terbesar dalam perusahaan tersebut adalah investor asing, koperasi dan karyawan pada tingkat hak kontrol tertentu. Selain keluarga, pemerintah, institusi keuangan publik, dan perusahaan publik maka pemegang saham pengendali lainnya termasuk dalam klasifikasi pemegang saham pengendali ini.

2.2.2. Pemegang Saham Non-Pengendali

Pemegang saham non-pengendali adalah pemegang saham yang membeli saham di bursa, namun tidak terlibat didalam manajemen perusahaan. La Porta *et al.* (1999), mengklasifikasi perusahaan menjadi dua yaitu perusahaan dengan kepemilikan luas dan perusahaan dengan kepemilikan ultimat. Perusahaan dengan kepemilikan luas adalah perusahaan yang tidak memiliki pemegang saham pengendali pada pisah batas hak kontrol

tertentu, sedangkan perusahaan dengan kepemilikan ultimat adalah perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali pada pisah batas hak kontrol tertentu.

2.3. Hak – Hak Pemegang Saham

Pemegang saham biasa memiliki hak yang dapat dibagi menjadi tiga, yaitu:

1. Hak *Preemptive*

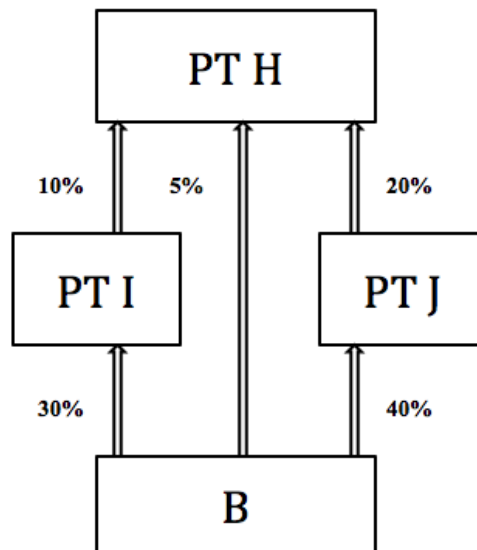
Hak *preemptive* merupakan hak untuk mendapatkan presentase kepemilikan yang sama apabila perusahaan mengeluarkan tambahan lembar saham. Suatu perusahaan yang akan menerbitkan tambahan saham untuk menambah dana maka akan menambah jumlah lembar saham perusahaan yang beredar. Hak *preemptive* ini memberikan kesempatan bagi para pemegang sahamnya untuk membeli saham baru yang akan diterbitkan agar presentase kepemilikan pemegang saham pada perusahaan tersebut tidak berubah. Hak *preemptive* memiliki dua tujuan yaitu melindungi hak kontrol dari pemegang saham lama dan melindungi pemegang saham lama dari kemerosotan nilai (Hartono, 2014)

2. Hak Aliran Kas

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

- a) Hak aliran kas langsung adalah persentase 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 ini menunjukkan klaim pemegang saham pengendali terhadap dividen secara tidak langsung melalui mekanisme kontrol terhadap perusahaan.

Gambar 2.1 menurut Siregar (2006) mengilustrasikan bahwa PT H, PT I dan PT J adalah perusahaan publik. B memiliki saham di PT H sebesar 5%, PT I sebesar 30%, dan PT J sebesar 40%. PT I dan PT J memiliki saham di PT H masing-masing sebesar 10% dan 20%. Berdasarkan gambar 2.1, B memiliki saham pada PT H melalui tiga jalur kepemilikan yaitu kepemilikan langsung dan kepemilikan tidak langsung yang berasal dari rantai kepemilikan. Rantai kepemilikan B berasal dari dua jalur, pertama adalah melalui PT I dan kedua melalui PT J. Besarnya kontrol B terhadap tiga perusahaan tersebut masing-masing adalah 35%, 30% dan 40%.

Gambar 2.1 Contoh Struktur Kepemilikan

Berdasarkan ilustrasi yang digambarkan pada gambar 2.1, hak aliran kas yang dimiliki oleh B pada PT H adalah sebesar 16%, pada PT I sebesar 30% dan pada PT J sebesar 40%. Perhitungan ketiganya diilustrasikan dalam tabel 2.1.

Tabel 2.1 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%

3. Hak Kontrol

Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak kontrol merupakan penjumlahan hubungan yang paling lemah (*weakest link*) dalam setiap rantai kepemilikan. Hak kontrol terbagi menjadi dua jenis, 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 (La Porta *et al.*, 1999).

Hak kontrol pemegang saham pengendali ditentukan sebesar jumlah kepemilikan minimum dalam rantai kepemilikan (La Porta *et al.*, 1999). Angka kepemilikan minimum ditentukan sebagai ukuran pemegang saham pengendali untuk mempengaruhi sebuah perusahaan pada ujung rantai kepemilikan.

Berdasarkan ilustrasi yang digambarkan pada gambar 2.1, hak kontrol yang dimiliki oleh B pada PT H, PT I dan PT J masing-masing adalah 35%, 30% dan 40%. Perhitungan ketiganya diilustrasikan seperti pada tabel 2.2.

Tabel 2.2 Perhitungan Hak Kontrol

KETERANGAN	HAK KONTROL LANGSUNG	HAK KONTROL TIDAK LANGSUNG	TOTAL
Hak Kontrol B di PT H	5%	Minimum antara 30% dan 10% yaitu 10% Minimum antara 40% dan 20% yaitu 20%	35%
Hak Kontrol B di PT I	30%	0	30%
Hak Kontrol B di PT J	40%	0	40%

2.4. Konsep Kepemilikan

Penelitian yang dilakukan oleh La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000a) mengkaji struktur kepemilikan dengan konsep yang berbeda dari penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya. Penelitian sebelumnya menggunakan konsep kepemilikan immediat, sedangkan ketiga penelitian diatas menggunakan konsep kepemilikan ultimat. Hasil yang didapatkan oleh ketiga penelitian ini pun berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya. Berdasarkan penelitian dengan konsep kepemilikan ultimat, didapatkan hasil bahwa kepemilikan perusahaan publik di semua negara adalah terkonsentrasi kecuali Amerika Serikat, Inggris dan Jepang.

Berdasarkan konsep kepemilikan immediat, maka hak aliran kas dan hak kontrol tidak dapat dipisahkan dengan mengkaji persentase kepemilikan sahamnya, sehingga jumlah hak aliran kas dan hak kontrolnya akan sama. Selain itu berdasarkan kepemilikan dengan konsep immediat, peneliti tidak mampu mengidentifikasi kemungkinan peningkatan hak kontrol yang melebihi hak aliran kas yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali. Lain halnya dengan konsep kepemilikan ultimat, pada konsep kepemilikan ultimat adanya kemungkinan

pemegang saham pengendali melaksanakan hak kontrol yang melebihi hak aliran kas dapat terjadi. Konsep kepemilikan ultimat ini juga dapat digunakan untuk mengidentifikasi pemegang saham pengendali, hak aliran kas, hak kontrol serta deviasi antara hak aliran kas dengan hak kontrol (*cash flow right leverage*).

2.4.1. Konsep Kepemilikan Immediat

Kepemilikan immediat adalah kepemilikan langsung terhadap perusahaan publik. Berdasarkan konsep kepemilikan ini, rangkaian kepemilikan tidak ditelusuri dan besarnya kepemilikan pemegang saham ditentukan berdasarkan persentase saham yang tertulis atas nama dirinya. Hal ini terjadi karena dalam konsep kepemilikan immediat, kepemilikan seseorang digambarkan atau ditunjukkan berdasarkan persentase saham yang dimiliki dalam suatu perusahaan. Sehingga pemilik immediat didalam suatu perusahaan publik lebih mudah untuk diidentifikasi karena informasinya dapat dilihat dalam laporan keuangan perusahaan.

Konsep kepemilikan immediat ini tentunya memiliki beberapa kelemahan. Pertama, konsep kepemilikan immediat tidak dapat mengkaji adanya rantai kepemilikan pada perusahaan publik, sehingga peneliti tidak mampu menentukan siapa pemegang saham pengendali dalam suatu perusahaan. Kedua, konsep kepemilikan immediat tidak mampu mengidentifikasi siapakah pemilik ultimat dalam suatu perusahaan. Ketiga, konsep kepemilikan immediat tidak dapat mengkaji ada atau tidaknya pemisahan hak kepemilikan dengan hak kontrol seseorang didalam suatu perusahaan. Keempat, konsep kepemilikan immediat tidak mampu mengidentifikasi

adanya peningkatan hak kontrol seseorang dalam sebuah perusahaan publik.

2.4.2. Konsep Kepemilikan Ultimat

Kepemilikan ultimat adalah kepemilikan langsung dan tidak langsung terhadap perusahaan publik. Kepemilikan langsung adalah kepemilikan yang dimiliki oleh seseorang berdasarkan persentase saham yang dimiliki pada perusahaan publik. Kepemilikan tidak langsung adalah kepemilikan seseorang yang ditelusuri melalui rantai kepemilikan. Konsep kepemilikan ultimat digunakan oleh peneliti untuk menelusuri rantai kepemilikan, identifikasi pemilik ultimat, pemisahan kepemilikan dan kontrol, serta mekanisme peningkatan kontrol sehingga dapat diketahui siapakah pemilik ultimat dalam suatu perusahaan. Konsep kepemilikan ultimat dapat digunakan untuk mengidentifikasi pemegang saham pengendali, hak aliran kas, hak kontrol, serta *cash flow right leverage*.

Konsep kepemilikan ultimat dapat diklasifikasikan menjadi dua, yaitu kepemilikan luas (*widely held*) dan kepemilikan ultimat. Pemisahan kedua klasifikasi ini ditentukan berdasarkan pisah batas (*cut-off*) hak kontrol yang dapat digunakan oleh peneliti. Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000a), menunjukkan bahwa dengan pisah batas hak kontrol sebesar 10% dan 20% terdapat hasil yang berbeda antara jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh masyarakat dengan pemilik ultimat. Namun, penelitian dari ketiganya memiliki kesamaan bahwa dengan pisah batas hak kontrol

sebesar 10% maupun 20% hasil menunjukkan bahwa lebih dari 50% perusahaan yang dijadikan sampel dikendalikan oleh pemilik ultimat. Hal ini semakin memperkuat bahwa konsentrasi kepemilikan perusahaan publik terjadi di hampir semua Negara di Asia, Eropa, Amerika dan Australia yang menjadi sampel dalam ketiga penelitian yang telah dilakukan.

2.4.3. Cash Flow Right Leverage

Cash flow right leverage merupakan deviasi antara hak aliran kas dengan hak kontrol. Semakin besar deviasinya, maka semakin tinggi kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali terhadap perusahaan. Peningkatan hak kontrol ini bisa dilakukan dengan mekanisme kepemilikan piramida dan lintas kepemilikan. Kemampuan pemegang saham pengendali untuk terlibat secara langsung dalam kegiatan manajemen perusahaan membuat pemegang saham pengendali mampu memiliki hak kontrol yang lebih besar daripada hak aliran kasnya. Kontrol dari pemegang saham pengendali akan menjadi semakin besar ketika ada pemegang saham pengendali lain yang terlibat didalam kegiatan manajemen perusahaan.

2.5. Struktur Kepemilikan

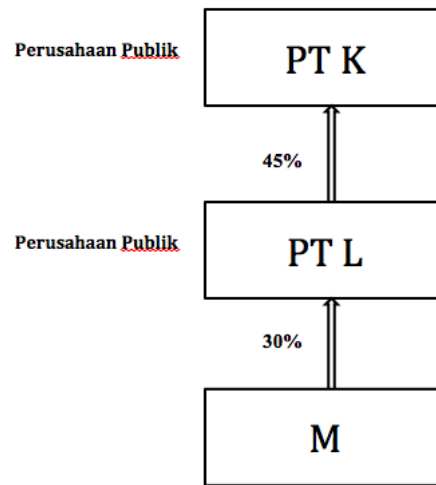
Konsep kepemilikan ultimat mampu mengidentifikasi adanya pemisahan hak aliran kas dengan hak kontrol. Siregar, 2008 menyatakan terdapat dua mekanisme yang lazim digunakan oleh pemegang saham pengendali untuk

meningkatkan hak kontrol melebihi hak aliran kas pada suatu perusahaan. Mekanisme ini dapat diketahui melalui kepemilikan piramida (*pyramid ownership*) dan lintas kepemilikan (*cross-holding*). Kontrol pemegang saham pengendali juga dapat meningkat apabila pemegang saham tersebut terlibat dalam manajemen atau merupakan satu-satunya pemegang saham pengendali dalam perusahaan.

2.5.1. Struktur Kepemilikan Piramida

Kepemilikan piramida adalah kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain, baik melalui perusahaan publik maupun perusahaan non publik (Claessens *et al.*, 2000). Suatu kepemilikan dapat dikatakan memiliki struktur kepemilikan piramida apabila terdapat pemegang saham pengendali atau pemilik ultimat pada pisah batas hak kontrol yang ditentukan dan terdapat perusahaan lain dalam kepemilikan tersebut antara pemegang saham pengendali dengan perusahaan publik yang dikendalikan. La Porta *et al.*, 2000 memberikan ilustrasi mengenai struktur kepemilikan piramida seperti pada gambar 2.2 dibawah ini.

Gambar 2.2 Kepemilikan Piramida



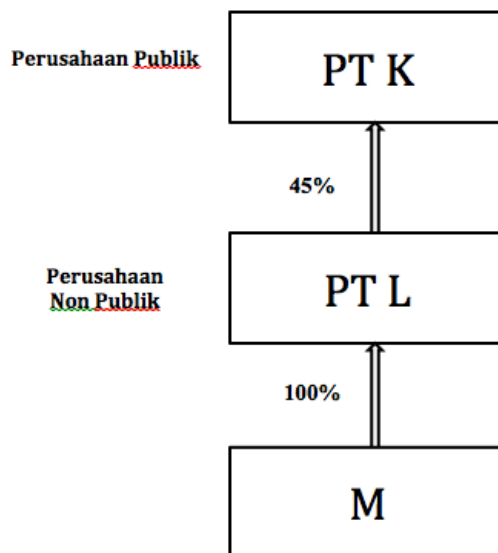
M adalah seorang individu yang memiliki saham di perusahaan publik dengan nama PT L sebesar 30% dan PT L memiliki saham di perusahaan publik dengan nama PT K sebesar 45%. Berdasarkan konsep immediat, M tidak bisa dikategorikan sebagai pemegang saham pengendali di PT K. Namun berdasarkan konsep ultimat, M adalah pemegang saham pengendali di PT K dengan pisah batas sebesar 20% melalui kepemilikan piramida. Melalui mekanisme kepemilikan piramida, jumlah hak aliran kas tidak langsung M pada PT K sebesar $30\% \times 45\%$ yaitu 13,5% sedangkan hak kontrol tidak langsung adalah angka minimum dari 30% dan 45% yaitu 30%. *Cash flow right leverage* M pada PT K adalah sebesar $30\% - 13,5\%$ yaitu 16,5%.

M sebagai pemegang saham pengendali pada PT K melalui kepemilikan piramida dengan pisah batas sebesar 20% hak suara. Selain pada PT K, M juga merupakan pemegang saham pengendali pada PT L melalui

kepemilikan langsung dengan pisah batas sebesar 20% tanpa melalui piramida. Jumlah hak aliran kas dan hak kontrol M pada PT L adalah sama yaitu 30% karena kepemilikannya adalah kepemilikan secara langsung. Mekanisme peningkatan hak kontrol yang paling sering digunakan di negara berkembang dan negara dengan perlindungan hukum terhadap investor yang lemah adalah struktur kepemilikan piramida (La Porta *et al.*, 1999).

Selain mekanisme kepemilikan piramida, terdapat pula bentuk kepemilikan yang menyerupai kepemilikan piramida tetapi bukan kepemilikan secara piramida (La Porta *et al.*, 1999). Kepemilikan ini diilustrasikan sebagai M merupakan individu yang memiliki saham sebesar 100% pada PT L, PT L adalah perusahaan non-publik. PT L memiliki saham sebesar 45% pada PT K, dimana PT K adalah perusahaan publik. Kepemilikan M pada PT K sebesar 45% dengan jumlah hak aliran kas dan hak kontrol yang sama secara kepemilikan langsung. Kondisi ini tidak mencerminkan adanya pemisahan hak aliran kas dengan hak kontrol sehingga tidak mencerminkan adanya kepemilikan piramida. Ilustrasi diatas dapat digambarkan melalui gambar 2.3.

Gambar 2.3 Kepemilikan Bukan Piramida



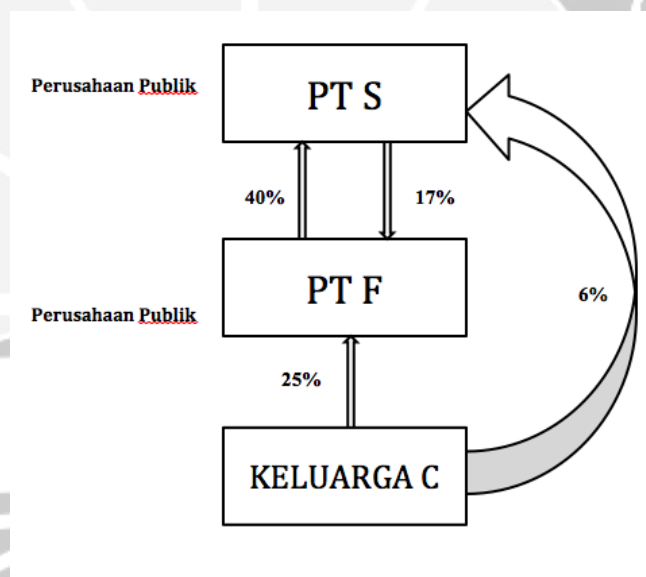
2.5.2. Lintas Kepemilikan

Lintas kepemilikan adalah kepemilikan pemegang saham pengendali terhadap dua atau lebih perusahaan yang saling memiliki satu dengan lainnya. Kepemilikan dapat diklasifikasikan sebagai lintas kepemilikan apabila melibatkan dua atau lebih perusahaan serta perusahaan tersebut saling memiliki. Sebagai contoh pada gambar 2.4 mengilustrasikan mengenai lintas kepemilikan. PT F dan PT S adalah perusahaan publik, PT F memiliki saham pada PT S sebesar 40%, sebaliknya PT S memiliki saham pada PT F sebesar 17%. Keluarga C memiliki saham pada PT F sebesar 25%.

Berdasarkan ilustrasi yang digambarkan pada gambar 2.4, hak aliran kas langsung keluarga C pada PT S sebesar 6%, sedangkan untuk hak aliran kas tidak langsung berdasarkan lintas kepemilikan sebesar 10% yang berasal dari $25\% \times 40\%$. Jumlah hak kontrol tidak langsung berdasarkan

lintas kepemilikan keluarga C pada PT S sebesar 25% (angka terendah dari 25% dan 40%), sedangkan untuk hak kontrol langsung sebesar 6% sesuai dengan hak aliran kasnya. Jumlah hak aliran kas dan hak kontrol keluarga C pada PT S masing-masing sebesar 16% dan 31%. Oleh karena itu terjadi peningkatan hak kontrol sebesar 15% dari perhitungan ($31\% - 16\%$).

Gambar 2.4 Lintas Kepemilikan



Berdasarkan gambar 2.4, hak aliran kas langsung keluarga C pada PT F sebesar 25%, sedangkan untuk hak aliran kas tidak langsung sebesar 1,02% yang berasal dari $6\% \times 17\%$. Sehingga jumlah hak aliran kas keluarga C melalui mekanisme lintas kepemilikan pada PT F sebesar 26,02% yang berasal dari $25\% + 1,02\%$. Jumlah hak kontrol tidak langsung berdasar lintas kepemilikan keluarga C pada PT F sebesar 6% (angka terendah dari 6% dan 17%), sedangkan untuk hak kontrol langsung

sebesar 25% sesuai dengan hak aliran kasnya. Sehingga jumlah dari hak kontrol keluarga C pada PT F sebesar 31%. Sehingga, terdapat peningkatan hak kontrol yang terjadi pada keluarga C di PT F sebesar 4.98% yang didapatkan berdasarkan perhitungan $31\% - 26.02\%$.

2.6. Pengungkapan

2.6.1. Definisi

Pengungkapan adalah informasi yang diberikan oleh perusahaan kepada pihak-pihak yang berkepentingan mengenai keadaan perusahaan. Pengungkapan berarti membuat sesuatu menjadi diketahui atau dengan kata lain adalah tidak menutupi sesuatu. Pengungkapan dalam laporan tahunan maupun laporan keuangan berarti memberikan informasi berupa data yang bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan. Pengungkapan atas informasi yang diberikan sebagai lampiran pada laporan keuangan sebagai catatan kaki atau tambahan informasi ini menyediakan penjelasan yang lebih lengkap mengenai posisi keuangan, hasil operasi perusahaan serta kebijakan perusahaan. Pengungkapan mengharuskan semua informasi diungkapkan termasuk informasi yang bersifat kuantitatif maupun kualitatif. Informasi kuantitatif dan kualitatif ini sangat membantu pengguna laporan keuangan untuk mengambil keputusan.

Pengungkapan diperlukan oleh pengguna informasi keuangan khususnya investor dan kreditor untuk pengambilan keputusan investasi.

Pengungkapan (*disclosure*) membantu investor untuk mengurangi risiko informasi sehingga meningkatkan rasa aman bagi investor untuk melakukan investasi pada sekuritas perusahaan tertentu. Pengungkapan dilakukan oleh perusahaan sebagai upaya keterbukaan terhadap publik mengenai kondisi perusahaan.

Pengungkapan informasi dalam laporan tahunan terbagi menjadi dua, yaitu pengungkapan wajib (*mandatory disclosure*) dan pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*). Pengungkapan wajib merupakan pengungkapan yang diwajibkan oleh peraturan Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) dan Ikatan Akuntan Indonesia (IAI), sedangkan pengungkapan sukarela adalah pengungkapan yang diungkapkan melebihi dari yang diwajibkan. Pengungkapan wajib menurut Bapepam adalah pengungkapan yang diatur menurut surat keputusan ketua Bapepam No Kep-06/PM/2000. Bapepam juga mewajibkan perusahaan publik untuk mengikuti Standar Akuntansi Keuangan (SAK). Keputusan ketua Bapepam No Kep-38/PM/1996 berisi tentang aturan keharusan mengungkapkan informasi akuntansi kepada publik dalam laporan tahunan. Kewajiban atas penyampaian laporan tahunan bagi perusahaan publik di Indonesia diatur melalui Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor: 29/POJK.04/2016. Penyajian laporan keuangan yang lengkap diatur dalam PSAK Nomor 1 yang telah disahkan oleh Dewan Standar Akuntansi Keuangan pada 19 Desember 2013. Selain itu PSAK Nomor 60 yang disahkan oleh Dewan Standar Akuntansi Keuangan

pada tanggal 29 April 2014 secara khusus mengatur mengenai Instrumen Keuangan: Pengungkapan.

Pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) adalah pengungkapan yang dilakukan secara sukarela oleh perusahaan tanpa diharuskan oleh peraturan yang berlaku. Pengungkapan sukarela merupakan pilihan yang bebas bagi manajemen perusahaan untuk menyampaikan kepada publik mengenai informasi akuntansi dan informasi lainnya yang dipandang relevan untuk diungkapkan sebagai pemenuhan kebutuhan bagi para pihak yang memakai informasi akuntansi. Tingkat pengungkapan dipengaruhi oleh sumber pembiayaan, pendapatan, sistem hukum, keadaan ekonomi, keadaan politik, tingkat perkembangan ekonomi, tingkat pendidikan dan budaya sehingga tidak semua informasi perusahaan diungkapkan secara transparan.

Suatu perusahaan akan cenderung melakukan pengungkapan sukarela secara maksimal apabila memiliki kebutuhan tertentu yang menguntungkan perusahaan, seperti pengungkapan yang dilakukan dapat menurunkan biaya modalnya atau perusahaan tidak ingin tertinggal untuk melakukan pengungkapan yang kompetitif. Begitu pula sebaliknya, perusahaan akan cenderung melakukan pengungkapan sukarela dengan minimal apabila pengungkapan yang dilakukan cenderung menunjukkan rahasia perusahaan kepada pesaing atau menampilkan keburukan perusahaan dimata publik.

Pengungkapan kepemilikan ultimat dalam perusahaan perbankan diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 33/POJK.03/2016 tentang Transparansi dan Publikasi Laporan Bank. Peraturan ini berisi bahwa perusahaan perbankan diwajibkan untuk menginformasikan susunan dan komposisi pemegang saham, susunan direksi dan dewan komisaris, serta susunan dewan pengawas syariah bagi bank umum syariah. Informasi ini dilaporkan dalam Laporan Publikasi Triwulanan dan Laporan Publikasi Tahunan.

2.6.2. Tujuan dan Manfaat Pengungkapan

Pengungkapan (*disclosure*) bagi perusahaan bertujuan untuk meminimalisasi tekanan dari pemerintah, sehingga mereka berupaya untuk menyajikan pengungkapan dengan maksimal. Pengungkapan digunakan sebagai sarana untuk menyampaikan informasi kepada pihak eksternal yang memiliki kepentingan, khususnya investor dan kreditor. Pengungkapan yang mengandung informasi sebanyak-banyaknya mengenai perusahaan akan meminimalisir diperlukannya tambahan biaya untuk menyampaikan informasi yang dibutuhkan oleh pihak eksternal. Perusahaan yang melakukan pengungkapan dengan baik memiliki kemungkinan untuk memperoleh keuntungan, seperti kemudahan untuk memasarkan saham dan kemudahan untuk memperoleh dana dari pasar modal.

Pengungkapan juga bertujuan untuk menguraikan hal-hal yang diakui dan memberikan pengukuran yang relevan atas informasi yang ada diluar pengukuran yang digunakan dalam laporan keuangan, sebagai informasi

bagi investor dan kreditor untuk menilai resiko potensial yang diakui dan tidak diakui secara langsung oleh perusahaan, sebagai informasi yang memungkinkan bagi pengguna laporan keuangan untuk melakukan perbandingan untuk satu tahun dengan tahun yang lain, sebagai informasi mengenai arus kas atau potensi dari masa depan, membantu investor untuk menilai pengembalian dari investasi yang sudah mereka lakukan.

Selain memiliki tujuan-tujuan tertentu, pengungkapan juga memiliki beberapa manfaat yang dapat dinikmati oleh berbagai pihak, seperti pihak perusahaan, pihak investor dan bagi kepentingan nasional. Bagi perusahaan, biaya modal yang didapatkan bisa menjadi lebih rendah karena resiko informasi bagi investor dan kreditor juga berkurang dengan adanya pengungkapan yang secara lengkap telah dilakukan. Sebagai timbal baliknya, investor dan kreditor akan membeli sekuritas dengan harga tinggi yang akan membuat biaya modal perusahaan menjadi rendah dan nilai perusahaan menjadi meningkat. Bagi investor dan kreditor, pengungkapan bermanfaat untuk mengurangi resiko kesalahan pengambilan keputusan investasi. Investor yang memiliki kepercayaan terhadap perusahaan yang memberikan pengungkapan secara lengkap, akan membawa akibat baik bagi perusahaan yaitu perusahaan dinilai menarik bagi investor sehingga mengakibatkan harga saham perusahaan meningkat dan nilai perusahaan juga akan meningkat. Bagi kepentingan nasional, menurunnya biaya modal membuat pertumbuhan ekonomi menjadi meningkat, memperluas kesempatan kerja, dan standar kehidupan

secara nasional akan meningkat. Disisi lain, berkurangnya risiko informasi bagi investor menyebabkan pasar modal menjadi liquid.

2.7. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah harga yang akan dibayarkan oleh seseorang atau calon pembeli apabila perusahaan akan dijual. Dengan kata lain, nilai perusahaan adalah persepsi dari investor terhadap prestasi yang dapat dicapai oleh perusahaan. Nilai perusahaan ini berkaitan erat dengan harga saham perusahaan terkait. Semakin tinggi harga saham suatu perusahaan, maka akan semakin tinggi nilai perusahaan.

Sebagai perusahaan, memaksimalkan nilai perusahaan menjadi sangat penting karena dengan maksimalnya nilai perusahaan secara berkaitan akan memaksimalkan tujuan perusahaan. Ketika tujuan perusahaan bisa tercapai secara maksimal, maka akan menciptakan kesejahteraan bagi para pemegang saham perusahaan. Memaksimalkan nilai perusahaan dapat dicapai melalui peraturan manajemen keuangan perusahaan, dimana keputusan yang diambil berkaitan dengan keuangan harus benar-benar dipertimbangkan karena keputusan keuangan merupakan hal yang mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan.

Rasio keuangan dapat digunakan oleh investor dan calon investor untuk mengetahui nilai pasar perusahaan supaya dapat digunakan sebagai indikasi bagi kinerja perusahaan di masa lalu dan bagaimana kemungkinan yang dapat terjadi di masa depan. Rasio pengukuran bagi nilai perusahaan ada bermacam-macam, salah

satunya adalah *Market to Book Value* (MBV). *Market to Book Value* ini dihitung berdasarkan perbandingan antara nilai pasar perusahaan dengan nilai buku. Nilai pasar saham biasanya tercermin pada nilai pasar sebagai hasil dari anggapan atau persepsi pasar seperti yang berasal dari investor, kreditur, *stakeholder* lain.

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

2.8. Hubungan antar Variabel

Perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi akan memiliki kesempatan untuk meningkatkan hak kontrol yang dimilikinya dengan berbagai mekanisme seperti kepemilikan piramida dan lintas kepemilikan. Peningkatan hak kontrol tersebut hanya bisa ditelusuri melalui konsep kepemilikan ultimat. Pemegang saham yang memiliki hak kontrol yang lebih tinggi dibandingkan dengan hak aliran kasnya memiliki kesempatan untuk menggunakan kemampuannya dalam mempengaruhi ataupun membuat keputusan bagi perusahaan. Keputusan yang dibuat akan memungkinkan digunakan untuk membuat keputusan yang menguntungkan bagi pemegang saham pengendali tanpa memperdulikan pemegang saham minoritas. Hal ini akan memungkinkan timbulnya masalah keagenan yang terjadi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Masalah yang terjadi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas ini dapat menimbulkan persepsi

negatif dari calon investor yang membuat calon investor melakukan penilaian yang rendah terhadap perusahaan, dan secara berkaitan hal ini akan membuat nilai perusahaan menjadi turun.

Persepsi yang timbul dari calon investor dipengaruhi oleh informasi yang bisa direpresentasikan oleh investor melalui pengungkapan yang dilakukan perusahaan khususnya perusahaan perbankan sebagai objek dalam penelitian ini. Informasi mengenai kepemilikan ultimat (*ultimate ownership*) didapatkan oleh investor melalui pengungkapan yang secara wajib dicantumkan didalam laporan publikasi triwulanan atau tahunan sesuai dengan peraturan OJK Nomor 33/POJK.03/2016. Hal ini membuat investor mampu menilai perusahaan yang ditunjukkan dengan nilai saham perusahaan terkait. Nilai saham perusahaan mencerminkan nilai perusahaan dimata investor. Semakin tinggi nilai saham perusahaan, maka nilai perusahaan tersebut diindikasikan semakin baik.

2.9. Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian pertama menurut Hong Kok Chee, *et al.* tahun 2016 dengan judul “*The Influence of Ultimate Ownership Concentration on Leverage.*” Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Ultimate Ownership* memiliki hubungan non linear dengan *leverage*. Penelitian ini juga menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara Konsentrasi Kepemilikan Akhir dengan Utang (*Leverage*).

Penelitian kedua menurut Sirgar, Baldric tahun 2006 dengan judul “*Pemisahan Hak Aliran Kas dan Hak Kontrol dalam Struktur Kepemilikan Ultimat.*” Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Hak Aliran Kas berpengaruh

positif terhadap Dividen dan Nilai Perusahaan, sedangkan Hak Aliran Kas berpengaruh negatif terhadap Utang. Hasil lain yang ditunjukkan pada penelitian ini adalah Hak Kontrol Pemegang Saham Pengendali berpengaruh positif terhadap Utang dan Nilai Perusahaan, sedangkan terhadap Dividen pengaruhnya adalah negatif. Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam kegiatan manajemen perusahaan menyebabkan pengaruh yang negatif antara *Cash Flow Right Leverage* yang lebih besar terhadap Dividen, sedangkan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam kegiatan manajemen berpengaruh positif terhadap Utang dan Nilai Perusahaan. Penelitian ini juga menunjukkan hasil bahwa keterlibatan pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan akan menyebabkan pengaruh yang negatif pada *Cash Flow Right Leverage* yang lebih kecil terhadap Dividen dan Utang, sedangkan keterlibatan pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan akan menyebabkan pengaruh yang positif dalam hubungan *Cash Flow Right Leverage* yang lebih kecil terhadap Nilai Perusahaan.

Penelitian ketiga menurut Susilowati, Isabella Henny tahun 2015 dengan judul “*Pengaruh Kepemilikan Ultimat terhadap Keinformatifan Laba pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI.*” Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan ultimat berpengaruh negatif terhadap keinformatifan laba.

Penelitian keempat menurut Siregar, Baldrice tahun 2008 dengan judul “*Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas dalam Struktur Kepemilikan Ultimat.*” Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali memiliki pengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan. Hak Kontrol Pemegang Saham Pengendali memiliki pengaruh positif terhadap Nilai

Perusahaan. *Cash Flow Right Leverage* Pemegang Saham Pengendali menjadi lebih kecil terhadap Nilai Perusahaan apabila pemegang saham pengendali terlibat didalam manajemen, dan *Cash Flow Right Leverage* Pemegang Saham Pengendali menjadi lebih besar terhadap Nilai Perusahaan apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua didalam perusahaan.

Penelitian kelima oleh Makhdalena tahun 2016 dengan judul “*Pengaruh Ownership Structure dan Corporate Performance terhadap Firm Value*” menunjukkan hasil bahwa *Foreign Ownership* tidak berpengaruh *Firm Value* pada perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia; *Government Ownership* tidak berpengaruh terhadap *Firm Value* pada perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia; *Public Ownership* tidak berpengaruh terhadap *Firm Value* pada perusahaan listing di Bursa Efek Indonesia; *Corporate Performance* berpengaruh positif terhadap *Firm Value* pada perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian keenam oleh I Made Agus Surya Dinata dan I Putu Yadnya dengan judul “*Pengaruh Profitabilitas dan Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan*” menunjukkan hasil bahwa Profitabilitas dan struktur kepemilikan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen adalah positif dan signifikan; Profitabilitas dan struktur kepemilikan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan; Kebijakan dividen pengaruhnya terhadap nilai perusahaan adalah positif dan signifikan.

Penelitian ketujuh oleh Monica Angelina Tandiyo dan Daniel Sugama Stephanus tahun 2014 dengan judul “*Telaah Nilai Perusahaan Berdasarkan*

Struktur Kepemilikan” menunjukkan hasil bahwa Hak Arus Kas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; Hak Kontrol berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; *Cash Flow Right Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan apabila pemegang saham pengendali terlibat di dalam manajemen, dan *Cash Flow Right Leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua.

2.10. Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan argumen NEE (*Negative Entrenchment Effect*) yang menyatakan bahwa pemegang saham pengendali berusaha untuk menggunakan kemampuan yang dimilikinya untuk mendapatkan kepentingan pribadi dengan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham non pengendali. Pernyataan ini didukung oleh Shleifer dan Vishny (1997) yang menyatakan bahwa pemegang saham pengendali akan lebih tertarik untuk menggunakan hak kontrol yang mereka miliki untuk mendapatkan manfaat privat dari ketersediaan sumber daya di perusahaan. Hal ini membuat pemegang saham non pengendali (minoritas) yang mengetahui adanya kemampuan yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali dalam membuat keputusan bagi perusahaan akan menilai perusahaan lebih rendah. Oleh karena itu, hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah konsentrasi kepemilikan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan.

Pemegang saham pengendali memiliki kemampuan untuk mengendalikan perusahaan, sehingga pemegang saham pengendali akan berupaya untuk membuat kebijakan yang bisa menghasilkan manfaat privat bagi mereka

dengan mengabaikan pemegang saham minoritas. Perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi akan berupaya meningkatkan kontrol dengan berbagai mekanisme, seperti kepemilikan piramida. Adanya struktur kepemilikan piramida didalam suatu perusahaan, maka akan terdapat pemisahan hak kontrol dengan hak aliran kas. Ketika terdapat pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol, pemegang saham pengendali akan memiliki motivasi untuk melakukan ekspropriasi yang menyebabkan timbulnya konflik kepentingan dengan pemegang saham non pengendali. Konflik keagenan yang terjadi seperti ini menjadi kurang menarik bagi calon investor, sehingga calon investor dapat menilai perusahaan lebih rendah karena adanya asumsi dan kepercayaan bagi calon investor bahwa ada ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali.

Berdasarkan analisa atas teori dan analisa atas hasil penelitian terdahulu, maka hipotesis yang diajukan untuk diuji dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H_a :Kepemilikan Ultimat berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan