

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*) antara Pemegang Saham Pengendali dan Pemegang Saham Nonpengendali

Pada kepemilikan perusahaan yang tersebar terdapat konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajemen. Kepemilikan berada pada pemegang saham dan kontrol berada pada manajemen. Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi hal tersebut sebagai pemisahan kepemilikan (*ownership*) dan kontrol (*control*). Hal ini menimbulkan masalah keagenan antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Prinsipal adalah pihak yang mendelegasikan tanggung jawab kepada pihak lain (agen) untuk melakukan suatu pekerjaan jasa dan diberi wewenang untuk mengambil keputusan. Agen adalah pihak yang diberi tanggung jawab oleh pihak lain (prinsipal) untuk melakukan pekerjaan yang dapat meningkatkan kesejahteraan prinsipal. Di dalam model agensi, individu (pemegang saham dan manajemen) diasumsikan termotivasi dengan keinginannya sendiri.

Gilson dan Gordon (2003) mengidentifikasi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajemen sebagai konflik keagenan pertama. Konflik keagenan antara pemegang saham dan manajemen mengandung asumsi yang harus dipenuhi yaitu kepemilikan perusahaan publik yang tersebar. Sedangkan La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000a), serta Faccio dan Lang (2002)

menemukan bahwa kepemilikan perusahaan publik di seluruh dunia adalah terkonsentrasi kecuali Amerika Serikat, Inggris, Irlandia dan Jepang (Siregar, 2006).

La Porta *et al.* (1999) merupakan peneliti pertama yang menginvestigasi struktur kepemilikan dengan konsep kepemilikan ultimat. Kepemilikan ultimat adalah kepemilikan langsung dan tidak langsung terhadap perusahaan publik. Berdasarkan konsep kepemilikan ini, rangkaian kepemilikan harus ditelusuri sampai dengan pemilik ultimat (pemegang saham pengendali) dapat diidentifikasi. La Porta *et al.* (1999) mengkaji struktur kepemilikan 691 perusahaan publik 27 negara dari benua Asia, Eropa, Amerika, dan Australia yang ekonominya dianggap pesat. Hal yang sama diikuti oleh Claessens *et al.* (2000a) yang mengkaji struktur kepemilikan 2.980 perusahaan publik 9 negara Asia, termasuk 178 perusahaan publik Indonesia. Faccio dan Lang (2002) mengkaji struktur kepemilikan 5.232 perusahaan publik 13 negara Eropa.

La Porta *et al.* (1999) menemukan bahwa 76% perusahaan publik Asia, Eropa, Amerika, dan Australia dikendalikan oleh pemegang saham pengendali. Claessens *et al.* (2000a) menemukan bahwa 93% perusahaan publik 9 negara Asia, termasuk 178 perusahaan publik Indonesia dikendalikan oleh pemegang saham pengendali. Faccio dan Lang (2002) menemukan bahwa 63% perusahaan publik 13 negara Eropa dikendalikan pemegang saham pengendali.

Secara empiris terbukti bahwa kepemilikan perusahaan publik di berbagai belahan dunia adalah terkonsentrasi. Hal ini yang menjadi dasar Gilson dan Gordon (2003) untuk mengidentifikasi konflik keagenan pemegang saham

pengendali dan pemegang saham nonpengendali sebagai konflik keagenan kedua. Konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham nonpengendali berupa risiko ekspropriasi. Risiko ekspropriasi adalah risiko terjadinya penggunaan dominasi kontrol oleh pemegang saham pengendali untuk memperoleh manfaat privat dalam rangka memaksimalkan kesejahteraan sendiri melalui distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000b). Manfaat privat merupakan manfaat yang diperoleh pemegang saham pengendali melalui dominasi kontrol untuk menentukan kebijakan perusahaan yang menguntungkan dirinya sendiri.

Gilson dan Gordon (2003) mengidentifikasi empat jenis manfaat privat atas kontrol melalui kebijakan perusahaan. Pertama, manfaat privat dari kebijakan operasi perusahaan seperti gaji dan tunjangan yang tinggi, bonus dan kompensasi yang besar, serta dana pensiun yang tinggi. Kedua, manfaat privat melalui kebijakan kontraktual (*tunneling*) seperti harga transfer dan penjualan aktiva lain yang lebih murah. Ketiga, manfaat privat melalui penjualan kontrol kepada pihak lain dengan harga premium. Keempat, manfaat privat melalui kebijakan *freezing out*, yaitu menjual saham perusahaan kepada pihak lain yang juga terkait dengan pemegang saham pengendali dengan harga yang lebih murah.

Siregar (2006) melakukan penelitian pada perusahaan publik di Indonesia mulai tahun 2001 sampai 2003 untuk menentukan determinan risiko ekspropriasi. Risiko ekspropriasi diukur dengan menggunakan *cash flow right leverage* atau deviasi hak aliran kas. *Cash flow right leverage* mengindikasikan peningkatan hak kontrol melebihi hak aliran kas. Hasil penelitian Siregar (2006) menemukan

bahwa risiko ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham nonpengendali dipengaruhi oleh 5 (lima) faktor.

Pertama, struktur kepemilikan piramida yang digunakan pemegang saham pengendali untuk meningkatkan manfaat privat kontrol. Dengan kepemilikan piramida, seorang pemegang saham pengendali dapat mengendalikan perusahaan tanpa harus memiliki klaim keuangan yang signifikan dalam perusahaan tersebut. Dengan kepemilikan piramida, pemegang saham pengendali dapat membentuk persentase kepemilikan yang bukan dominan dalam klaim keuangan, melainkan dominan dalam hak kontrol. Kemampuan kontrol tersebut merupakan insentif untuk melakukan ekspropriasi. Tindakan ekspropriasi sepenuhnya memberikan manfaat bagi pemegang saham pengendali, namun dampak buruk ekspropriasi akan dirasakan oleh pemegang saham nonpengendali.

Kedua, banyaknya lapisan kepemilikan menyebabkan semakin tingginya risiko ekspropriasi. Semakin tinggi lapisan kepemilikan, semakin jauh dampak ekspropriasi yang dirasakan oleh pemegang saham pengendali. Pada saat dampak negatif ekspropriasi tidak dirasakan, dominasi kontrol pemegang saham pengendali akan semakin menjadi insentif untuk melakukan ekspropriasi.

Ketiga, banyaknya jalur kepemilikan menyebabkan semakin tingginya risiko ekspropriasi. Banyaknya jalur kepemilikan menggambarkan banyaknya cara yang dilakukan pemegang saham pengendali untuk memperoleh dominasi hak kontrol pada perusahaan publik. Semakin banyak jalur kepemilikan, semakin kecil dampak ekspropriasi yang akan dirasakan oleh pemegang saham pengendali karena klaim keuangan di setiap jalur tersebut adalah kecil. Semakin kecil klaim

keuangan yang dirasakan pemegang saham pengendali akan semakin menjadi insentif untuk melakukan ekspropriasi.

Keempat, keterlibatan pemegang saham pengendali pada direksi perusahaan meningkatkan risiko ekspropriasi. Namanya pemegang saham pengendali berarti sudah memiliki dominasi kontrol pada perusahaan. Dominasi kontrol tersebut masih ditingkatkan melalui keterlibatan dalam manajemen. Keterlibatan seperti ini menjadikan pemegang saham pengendali tidak hanya mampu mempengaruhi kebijakan perusahaan yang dibuat oleh manajemen, melainkan sudah menjadi bagian dari manajemen yang lebih leluasa membuat kebijakan yang menguntungkan dirinya sendiri. Sehingga, partisipasi pemegang saham pengendali dalam manajemen meningkatkan risiko ekspropriasi.

Kelima, ketiadaan pemegang saham pengendali lain dalam perusahaan meningkatkan risiko ekspropriasi. Apabila dalam perusahaan hanya ada satu pemegang saham pengendali saja, maka tidak ada pemegang saham lain yang mampu secara signifikan membatasi tindakan pemegang saham pengendali tersebut untuk tidak melakukan ekspropriasi. Karena tidak ada yang mampu mengawasi secara signifikan, maka pemegang saham pengendali semakin memiliki insentif untuk melakukan ekspropriasi.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka penelitian ini menggunakan teori keagenan kedua sebagai dasar utama dalam menjelaskan fenomena struktur kepemilikan terkonsentrasi di Indonesia.

2.2 Pemegang Saham dan Hak Pemegang Saham

2.2.1 Pemegang Saham Biasa

Klasifikasi pemegang saham biasa secara umum dapat dibedakan menjadi dua, 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.

La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000a), dan Faccio dan Lang (2002) mengklasifikasi pemegang saham pengendali menjadi lima, yaitu :

a) Keluarga

Sebuah perusahaan publik dikategorikan sebagai perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga apabila pemegang saham pengendali terbesar perusahaan tersebut adalah individu pada tingkat hak kontrol tertentu. La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000a), serta Faccio dan Lang (2002) mengidentifikasi keluarga berdasarkan kesamaan nama belakang dan ada tidaknya hubungan perkawinan. Anggota keluarga dikategorikan sebagai satu kesatuan pemegang saham pengendali dengan asumsi bahwa mereka memberikan hak suara sebagai koalisi.

b) Pemerintah

Sebuah perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan yang dikendalikan oleh pemerintah apabila pemegang saham pengendali terbesar dalam perusahaan tersebut adalah pemerintah pada tingkat hak kontrol tertentu.

Pemerintah dikelompokkan sebagai pemegang saham pengendali karena tujuan pemerintah mengendalikan perusahaan relatif berbeda dari tujuan pemegang saham pengendali lainnya. Tujuan pokok pemerintah mengendalikan sebuah perusahaan adalah untuk peningkatan kesejahteraan masyarakat. Selain itu, pemerintah mengendalikan perusahaan untuk tujuan politik.

c) Institusi Keuangan dengan Kepemilikan Luas

Sebuah perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan yang dikendalikan oleh institusi keuangan publik apabila pemegang saham pengendali terbesar dalam perusahaan tersebut adalah institusi keuangan publik yang dimiliki secara luas oleh masyarakat pada tingkat hak kontrol tertentu. La Porta *et al.* (1999) membuat klasifikasi tersendiri bernama institusi keuangan dengan kepemilikan luas karena perusahaan di mana institusi keuangan menjadi pemegang saham pengendali kurang tepat diklasifikasi sebagai perusahaan dengan kepemilikan luas. Hal ini disebabkan adanya kenyataan bahwa perusahaan publik tersebut dikendalikan oleh institusi keuangan yang juga perusahaan publik, walaupun institusi keuangan tersebut dimiliki secara luas oleh masyarakat. 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

yang terjadi, maka institusi keuangan tersebut bukanlah pemegang saham pengendali yang masuk dalam kategori ini. Kedua, setelah kepemilikan terhadap institusi keuangan sebagai pemegang saham perusahaan publik tersebut 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

Sebuah perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan yang dikendalikan oleh perusahaan publik lainnya apabila pemegang saham pengendali terbesar dalam perusahaan tersebut adalah perusahaan publik yang dimiliki secara luas oleh masyarakat pada tingkat hak kontrol tertentu. Klasifikasi pemegang saham pengendali ini dibuat karena terdapat argumen bahwa perusahaan di mana perusahaan lain menjadi pemegang saham pengendali kurang tepat diklasifikasi sebagai perusahaan dengan kepemilikan luas karena kenyataannya perusahaan publik tersebut dikendalikan oleh perusahaan publik lain yang kepemilikannya secara luas oleh masyarakat. Perusahaan dapat dimasukkan dalam klasifikasi ini hanya apabila kepemilikan perusahaan pemegang saham pengendali adalah secara luas oleh masyarakat.

e) Pemegang Saham Pengendali Lainnya

Sebuah 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.

2) Pemegang Saham Nonpengendali

Pemegang saham nonpengendali yaitu mereka yang telah membeli saham di bursa dan tidak terlibat dalam manajemen

2.2.2 Hak Pemegang Saham Biasa

Klasifikasi hak pemegang saham biasa terbagi atas tiga, yaitu :

1) Hak *Preemptive*

Hak *Preemptive* merupakan hak untuk mendapatkan persentase kepemilikan yang sama jika perusahaan mengeluarkan tambahan lembar saham. Hak ini memberi prioritas kepada pemegang saham lama untuk membeli tambahan saham yang baru, sehingga persentase kepemilikannya tidak berubah. (Hartono, 2009).

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

Hak kontrol langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali atas nama dirinya pada sebuah perusahaan.

b) Hak Kontrol Tidak Langsung

Hak kontrol tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil kontrol minimum dalam setiap rantai kepemilikan. Pemegang saham biasa mempunyai hak untuk memilih dewan direksi. Ini berarti bahwa pemegang saham mempunyai hak untuk mengontrol siapa yang memimpin perusahaannya. Pemegang saham melakukan hak kontrolnya dalam bentuk memveto dalam pemilihan dewan direksi di rapat tahunan pemegang saham atau memveto pada tindakan-tindakan yang membutuhkan persetujuan pemegang saham (Hartono, 2009).

3) Hak Menerima Pembagian Keuntungan (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

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

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.

2.3 Deviasi Hak Aliran Kas (*Cash Flow Right Leverage*)

Cash flow right leverage merupakan deviasi hak kontrol dari hak aliran kas. Semakin besar deviasi hak kontrol dari hak aliran kas menunjukkan semakin tinggi peningkatan kontrol pemegang saham pengendali melebihi hak aliran kasnya. Peningkatan kontrol tersebut merupakan penyebab munculnya risiko ekspropriasi. *Cash flow right leverage* juga merupakan alat ukur tingkat konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dan nonpengendali (Siregar, 2006).

2.4 Struktur Kepemilikan

2.4.1 Konsep Kepemilikan Imediat

Kepemilikan imediat adalah kepemilikan langsung dalam perusahaan publik. Berdasarkan konsep kepemilikan ini, rangkaian kepemilikan tidak ditelusuri dan besarnya kepemilikan seorang pemegang saham ditentukan berdasarkan persentase saham yang tertulis atas nama dirinya. Kelemahan konsep kepemilikan imediat (Siregar, 2008a) :

- 1) Konsep kepemilikan imediat tidak mengkaji kemungkinan adanya rantai kepemilikan pada perusahaan publik.
- 2) Konsep kepemilikan imediat tidak dapat digunakan untuk mengidentifikasi pemilik ultimat (pemegang saham pengendali).
- 3) Konsep kepemilikan imediat tidak dapat digunakan untuk mengkaji ada tidaknya pemisahan kepemilikan dan kontrol oleh pemegang saham.
- 4) Konsep kepemilikan imediat tidak bisa mengidentifikasi mekanisme peningkatan kontrol pemegang saham terhadap sebuah perusahaan publik.

2.4.2 Konsep Kepemilikan Ultimat

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 diklasifikasi menjadi dua yaitu kepemilikan luas (tersebar) dan kepemilikan ultimat (terkonsentrasi). Masuk tidaknya sebuah perusahaan dalam kategori kepemilikan luas atau kepemilikan ultimat tergantung pada pisah batas hak kontrol yang digunakan peneliti.

2.5 Mekanisme Pemisahan Hak Kontrol dan Hak Aliran Kas

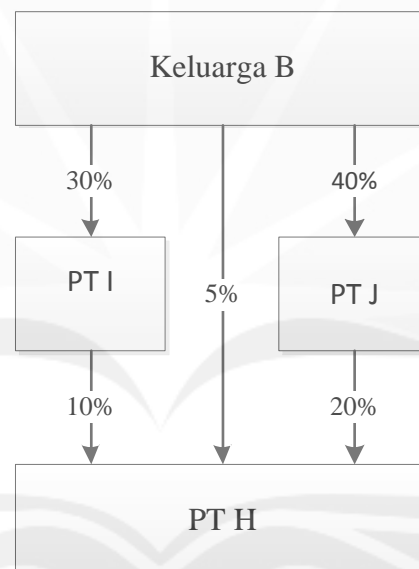
2.5.1 Struktur Kepemilikan Piramida

Kepemilikan piramida adalah kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain, baik melalui perusahaan publik maupun perusahaan nonpublik (Claessens *et al.*, 2000a). La Porta *et al.* (1999) melaporkan bahwa mekanisme peningkatan hak kontrol yang paling lazim di negara berkembang adalah struktur kepemilikan piramida.

Ada dua hal yang harus dipenuhi agar kepemilikan dapat dikategorikan sebagai kepemilikan piramida yaitu :

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

Gambar 2.1
Struktur Kepemilikan Piramida



Sumber : Siregar (2008b)

Seperti tampak pada gambar 2.1 , Keluarga B memiliki saham di PT H, PT I, dan PT J masing – masing 5%, 30%, dan 40%. Selanjutnya, PT I dan PT J memiliki saham PT H masing – masing 10% dan 20%. Ada tiga jalur kepemilikan Keluarga B terhadap PT H, yaitu kepemilikan langsung, melalui PT I, dan melalui PT J.

Hak aliran kas Keluarga B di PT I dan PT J adalah hak aliran kas langsung sebesar masing – masing 30% dan 40%. Hak aliran kas Keluarga B di PT H adalah 16% terdiri atas 5% hak aliran kas langsung dan 11% ($30\% \times 10\% + 40\% \times 20\%$) hak aliran kas tidak langsung. Keluarga B memiliki kontrol langsung pada PT H, PT I, dan PT J masing – masing 5%, 30%, dan 40%. Selain itu, Keluarga B juga memiliki hak kontrol tidak langsung di PT H melalui PT I dan PT J masing – masing 10% (minimum 30%;10%) dan 20% (minimum 40%;20%). Sehingga, besarnya deviasi hak aliran kas (*cash flow right leverage*) atas PT H, PT I, dan PT J masing – masing 19% ($35\% - 16\%$), 0% ($30\% - 30\%$), dan 0% ($40\% - 40\%$).

2.5.2 Lintas Kepemilikan

Lintas kepemilikan adalah kepemilikan pemegang saham pengendali terhadap dua atau lebih perusahaan yang saling memiliki satu dengan yang lainnya. Saat ini lintas kepemilikan sudah dilarang di Indonesia (pasal 36 ayat 1 Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas). Menurut peraturan tersebut perseroan terbatas dilarang mengeluarkan saham baik untuk dimiliki sendiri maupun dimiliki oleh perseroan lain, yang sahamnya secara langsung atau tidak langsung telah dimiliki oleh perseroan.

2.6 Set Kesempatan Investasi

Istilah set kesempatan investasi muncul ketika Myers (1977) mengungkapkan nilai perusahaan sebagai kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dengan alternatif investasi di masa yang akan datang yang memiliki nilai bersih sekarang positif (NPV *positive*). Kebijakan investasi perusahaan bergantung pada kebijakan manajemen di masa yang akan datang untuk memilih dari alternatif investasi yang tersedia (Gaver dan Gaver, 1993). Alternatif investasi ini yang kemudian disebut sebagai set kesempatan investasi (IOS). Sehingga menurut Hartono (1999) set kesempatan investasi adalah tersedianya alternatif investasi di masa yang akan datang bagi perusahaan. Alternatif investasi merupakan kesempatan perusahaan untuk bertumbuh di masa yang akan datang (Wardani dan Siregar, 2009).

Set kesempatan investasi sebagai pengukur alternatif investasi perusahaan merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi sehingga diperlukan proksi (Kallapur dan Trombley, 2001). Pernyataan ini didukung oleh Fitrijanti dan Hartono (2002) yang menyatakan bahwa kesempatan investasi perusahaan tidak dapat diobservasi oleh pihak-pihak di luar perusahaan. Berbagai variabel yang digunakan sebagai proksi set kesempatan investasi telah digunakan dalam berbagai penelitian.

Kallapur dan Trombley (2001) mengklasifikasikan proksi set kesempatan investasi menjadi empat tipe yaitu proksi berdasarkan harga, investasi, varian, dan gabungan dari proksi individual. Hal ini juga konsisten dengan Pagalung (2003) dan Wardani dan Siregar (2009) yang meneliti tentang set kesempatan investasi.

2.6.1 Proksi Berdasarkan Harga (*Price-Based Proxies*)

Set kesempatan investasi berdasarkan harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi ini didasari ide bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki. Set kesempatan investasi yang didasari pada harga akan berbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. Rasio-rasio yang telah digunakan yang berkaitan dengan proksi berdasarkan pasar antara lain *Market to Book Value of Equity; Book to Market Value of Assets; Tobin's Q; Earnings to Price Ratios; Ratio of Property, Plant, and Equipment to Firm Value; Ratio of Depreciation to Firm Value; Market Value of Equity Plus Book Value of Debt; Dividend Yield; Return on Equity; Non-interest Revenue to Total Revenue.*

2.6.2 Proksi Berdasarkan Investasi (*Investment-Based Proxies*)

Ide proksi set kesempatan investasi berdasarkan investasi mengungkapkan bahwa suatu kegiatan investasi yang besar berkaitan secara positif dengan nilai set kesempatan investasi suatu perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang tinggi seharusnya juga memiliki tingkatan investasi yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang ditempatkan atau yang diinvestasikan untuk waktu yang lama dalam suatu perusahaan. Bentuk dari proksi ini adalah suatu rasio yang membandingkan suatu pengukuran investasi yang telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan.

Rasio-rasio yang telah digunakan yang berkaitan dengan proksi berdasarkan investasi antara lain *the Ratio of R&D to Assets, the Ratio of R&D to Sales, Ratio of Capital Expenditure to Firm Value, Investment Intensity, Ratio of Capital Expenditure to Book Value of Assets, Investment to Sales Ratio, Ratio of Capital Addition to Assets Book Value, Investment to Earnings Ratio, Log of Firm Value.*

2.6.3 Proksi Berdasarkan Varian (*Variance Measures*)

Proksi set kesempatan investasi berdasarkan varian mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva. Rasio-rasio yang telah digunakan yang berkaitan dengan proksi berdasarkan varian antara lain *Variance of Return, Asset Betas, The Variance of Asset Deflated Sales.*

2.6.4 Proksi Gabungan Dari Proksi Individual

Alternatif proksi gabungan set kesempatan investasi dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi individual, sehingga akan menghasilkan pengukuran yang lebih baik. Metode yang dapat digunakan untuk menggabungkan beberapa proksi individual menjadi satu proksi yang akan diuji lebih lanjut adalah dengan menggunakan analisis faktor.

Keempat jenis proksi di atas menunjukkan beragam ukuran set kesempatan investasi yang memungkinkan peneliti menggunakan beragam rasio sebagai proksi set kesempatan investasi. Hal ini terjadi karena set kesempatan investasi bersifat tidak dapat diobservasi (Kallapur dan Trombley, 2001; Fitrijanti dan Hartono, 2002). Beberapa peneliti telah menggunakan pendekatan

pengukuran gabungan, yaitu menggabungkan beberapa rasio sehingga membentuk ukuran baru sebagai proksi set kesempatan investasi. Pendekatan yang dapat digunakan dalam pengukuran gabungan dari beberapa proksi individual set kesempatan investasi adalah dengan menggunakan analisis faktor.

Analisis faktor digunakan untuk membentuk suatu variabel gabungan yang dapat dikembangkan dan diuji lebih lanjut (Wardani dan Siregar, 2009). Hal ini dilakukan karena set kesempatan investasi bersifat tidak dapat diobservasi, sehingga dibutuhkan proksi yang merupakan proksi gabungan dari proksi individual. (Kallapur dan Trombley, 2001; Fitrijanti dan Hartono, 2002).

Penelitian ini menggunakan proksi gabungan dari proksi individual. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Fitrijanti dan Hartono (2002) dan Wardani dan Siregar (2009). Proksi individual yang digunakan yaitu *market to book value of asset (MBVA)*, *market to book value of equity (MBVE)*, *price to earning ratio (PER)*, *capital expenditure to book value of asset (CEBVA)*, dan *capital expenditure to market value of asset (CEMVA)*.

MBVA digunakan karena prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dalam harga saham sehingga pasar menilai perusahaan bertumbuh lebih besar dari nilai bukunya. MBVE digunakan karena pasar menilai return investasi di masa depan akan lebih besar dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. PER merupakan instrumen valuasi harga pasar, jadi semakin besar PER semakin besar penilaian pasar terhadap pertumbuhan perusahaan di masa depan. CEBVA dan CEMVA digunakan karena perusahaan bertumbuh memiliki aktivitas investasi aset tetap yang tinggi.

Sesuai dengan penelitian Fitrijanti dan Hartono (2002) dan Wardani dan Siregar (2009) pendekatan yang digunakan untuk mengekstraksi lima proksi individual menjadi satu proksi gabungan set kesempatan investasi adalah analisis faktor. Analisis faktor dalam penelitian ini dilakukan untuk melihat nilai *communalities* (jumlah varian suatu variabel dibagi dengan semua variabel lain yang dipertimbangkan / proporsi varian yang dijelaskan oleh *common factor*) sebagai indikator individual set kesempatan investasi. Nilai tersebut selanjutnya digunakan untuk menentukan jumlah faktor representasi dari variabel-variabel aslinya. Jumlah faktor yang dianggap telah mewakili nilai-nilai keseluruhan variabel apabila faktor tersebut mempunyai nilai *eigenvalues* (total varian yang dijelaskan oleh setiap faktor) sama atau melebihi nilai total *communalities* seluruh variabel yang digunakan.

Apabila faktor yang terbentuk lebih dari satu maka nilai tersebut dijumlahkan menjadi satu indeks faktor saja / *fact_sum* (Wardani dan Siregar, 2009). Selanjutnya nilai *fact_sum* dikategorikan menggunakan variabel dummies di mana 50% nilai *fact_sum* terendah dikategorikan menjadi perusahaan tidak bertumbuh dan memperoleh nilai 0 sedangkan 50% nilai *fact_sum* tertinggi dikategorikan menjadi perusahaan bertumbuh dan memperoleh nilai 1 (Saputro dan Lilis, 2004). Hal ini dilakukan untuk menghindari efek negatif nilai IOS dengan variabel interaksi (Chen *et al.*, 2010).

2.7 Manajemen Laba

2.7.1 Definisi Manajemen Laba

Menurut Scott (2003) manajemen laba adalah pilihan manajer terhadap kebijakan akuntansi yang mempengaruhi laba untuk mencapai tujuan tertentu. Pemilihan kebijakan akuntansi didasari atas tujuan mendapatkan manfaat privat manajer atau meningkatkan nilai perusahaan. Salah satu bentuk pemanfaatan fleksibilitas dan peluang dalam menentukan standar akuntansi akan tercermin dari kebijakan akrual. Fleksibilitas tersebut memungkinkan manajer perusahaan melakukan pengelolaan laba yang sah tanpa melanggar ketentuan standar. Artinya manajemen laba merupakan tindakan legal yang memanfaatkan berbagai fleksibilitas dan peluang yang ada dalam standar akuntansi.

2.7.2 Teori Manajemen Laba

Teori akuntansi positif menggunakan dasar teori keagenan Watts dan Zimmerman (1990) untuk menjelaskan perilaku manajer dalam memilih prosedur-prosedur akuntansi untuk tujuan tertentu. Ada tiga hipotesis dalam teori akuntansi positif yaitu :

a) The Bonus Plan Hypothesis

Manajer pada perusahaan dengan mekanisme bonus berdasarkan laba cenderung meningkatkan laba yang dilaporkan pada tahun berjalan. Hal tersebut dikarenakan manajer berusaha meningkatkan manfaat privat dengan remunerasi yang tinggi.

b) *The Debt to Equity Hypothesis (Debt Covenant Hypothesis)*

Semakin dekat perusahaan pada pelanggaran perjanjian kredit, maka semakin besar pula insentif bagi manajer untuk meningkatkan laba yang dilaporkan pada periode berjalan. Hal tersebut dikarenakan pelanggaran perjanjian kredit membuat manajer tidak leluasa menjalankan kegiatan operasional perusahaan.

c) *The Political Cost Hypothesis (Size Hypothesis)*

Semakin besar perusahaan semakin besar pula keinginan perusahaan menurunkan laba dengan menggunakan kebijakan akuntansi tertentu. Hal tersebut dikarenakan dengan laba yang tinggi pemerintah akan segera mengambil tindakan, misalnya mengenakan peraturan *antitrust*, menaikkan pajak perusahaan dan lain-lain.

2.7.3 Motivasi Manajemen Laba

Menurut Scott (2003) ada tujuh motivasi manajer melakukan praktik manajemen laba.

a) Mekanisme Bonus

Apabila perusahaan mengkompensasi bonus manajer berdasarkan laba bersih maka manajer cenderung melakukan manajemen laba. Healy (1985) mengungkapkan fenomena ini melalui indikator *bogey* (batas bawah) dan *cap* (batas atas). Ketika laba bersih perusahaan sebelum manajemen laba berada di bawah *bogey* maka manajer cenderung menurunkan laba bersih sehingga peluang di masa depan manajer mendapatkan bonus akan naik. Ketika laba bersih sebelum manajemen laba berada di antara *bogey* dan *cap* maka

manajer akan memaksimalkan laba sampai pada tingkat *cap* untuk memaksimalkan bonus. Ketika laba bersih sebelum manajemen laba berada di atas *cap* maka manajer akan menurunkan laba bersih sampai di antara *bogey* dan *cap* karena tingkat laba bersih di atas *cap* manajer hanya akan mendapatkan bonus yang konstan.

b) Motivasi Kontrak Lainnya

Manajer memiliki dorongan untuk memilih kebijakan akuntansi yang dapat memenuhi kewajiban kontraktual. Kewajiban kontraktual selain mekanisme bonus antara manajer dengan pemilik perusahaan adalah kontraktual antara kreditur dan pemasok. Manajer yang terlibat perjanjian dengan kreditur akan melakukan manajemen laba agar tidak melanggar perjanjian kredit misalnya dividen yang berlebihan, tambahan kredit dari pihak lain, dan tingkat modal kerja tertentu. Selain itu manajer juga cenderung melakukan manajemen laba untuk mendapatkan syarat dan ketentuan yang lebih baik dari pemasok misalnya batas waktu pelunasan utang dagang.

c) Motivasi Politik

Perusahaan akan mengelola laba untuk menghindari intervensi regulasi dari pemerintah terhadap perusahaan akibat suatu kejadian, misalnya perusahaan yang sedang dalam masa investigasi peraturan. Sehubungan dengan hipotesis ini Watt dan Zimmerman (1986) mengungkapkan tentang hipotesis *size*, yang menyatakan bahwa perusahaan yang lebih besar akan lebih peka terhadap tindakan kebijakan politis. Sehingga, perusahaan besar diduga lebih agresif dalam melakukan tindakan manajemen laba.

d) Motivasi Perpajakan

Manajer juga melakukan manajemen laba untuk mempengaruhi besarnya pajak yang harus dibayarkan kepada pemerintah. Dalam hal ini manajer berusaha untuk menurunkan laba untuk mengurangi beban pajak yang harus dibayarkan. Manajer juga dapat mengurangi *political cost* dan pengawasan dari pemerintah. Pemerintah biasanya memberikan perhatian khusus pada perusahaan yang menjadi sorotan publik misalnya disebabkan karena memiliki banyak karyawan, menguasai sebagian besar pangsa pasar dalam pemasaran produk industri tertentu, dan lain-lain. Dalam kasus ini manajemen laba dilakukan dengan cara menurunkan laba. Selain itu untuk memperoleh fasilitas dari pemerintah misalnya subsidi, perlindungan dari persaingan luar negeri, dan meminimalkan tuntutan dari serikat buruh.

e) Penawaran Perdana Saham (*Initial Public Offerings*)

Perusahaan yang akan melakukan IPO belum mempunyai harga pasar saham. Informasi berupa laba bersih dapat membantu untuk menentukan harga pasar saham perusahaan. Hal ini menimbulkan insentif manajer melakukan manajemen laba untuk melaporkan laba bersih yang tinggi di prospektus. Laba bersih yang tinggi membuat harga pasar saham yang juga tinggi.

f) Pergantian *Chief Executive Officer*

Beberapa motivasi manajemen laba di sekitar pergantian CEO cukup bervariasi. Misalnya CEO yang akan memasuki masa pensiun cenderung melakukan memaksimalkan laba untuk meningkatkan bonus. Selain itu CEO dengan kinerja yang kurang baik juga cenderung melakukan manajemen laba untuk mengurangi potensi pemecatan.

g) Mengkomunikasikan Informasi Kepada Investor

Investor yang rasional akan berinvestasi berdasarkan laba bersih historis untuk memprediksi laba bersih di masa mendatang. Manajer yang mempunyai informasi tentang prospek laba bersih di masa mendatang bisa melakukan manajemen laba yang mewakili estimasi terbaik manajer tentang kekuatan perusahaan menghasilkan laba bersih di masa mendatang. Selain itu manajer bisa menggunakan strategi *income smoothing* untuk mengkomunikasikan kekuatan perusahaan menghasilkan laba yang konsisten di masa mendatang.

2.7.4 Bentuk Manajemen Laba

Menurut Scott (2003) ada empat bentuk manajemen laba, yaitu :

a) *Taking a bath*

Taking a bath cenderung terjadi pada periode stres atau reorganisasi termasuk pengangkatan CEO baru. Bila sebuah perusahaan harus melaporkan kerugian hasil usaha, manajer terdorong untuk melaporkan tingkat yang lebih besar.

Konsekuensinya akan meningkatkan *write off* aset, penyediaan biaya untuk masa depan, dan umumnya “*clear the decks*”. Hal ini akan meningkatkan kemungkinan peningkatan laba bersih yang dilaporkan di masa mendatang.

b) *Income minimization*

Bentuk ini hampir sama dengan “*taking a bath*”, yakni dilakukan sebagai alasan politis pada periode laba yang tinggi dengan mempercepat penghapusan aktiva tetap dan aktiva tak berwujud serta mengakui pengeluaran sebagai beban pada saat profitabilitas perusahaan tinggi dengan maksud meminimalkan biaya politis. Kebijakan yang diambil dapat berupa penghapusan atas barang modal dan aktiva tak berwujud, beban iklan dan pengeluaran untuk *research and development*.

c) *Income maximization*

Manajemen melakukan *income maximization* terhadap laba bersih untuk tujuan mendapatkan bonus yang lebih besar dan menjaga perjanjian kredit.

d) *Income smoothing*

Strategi ini dilakukan perusahaan dengan cara meratakan laba yang dilaporkan sehingga dapat mengurangi fluktuasi laba yang terlalu besar karena pada umumnya investor lebih memilih perusahaan dengan laba yang relatif stabil. Selain itu apabila manajemen cenderung menghindari risiko maka akan meratakan laba agar tidak terjadi fluktuasi dan menerima bonus yang konstan.

2.8 Pengembangan Hipotesis

Pemegang Saham Pengendali Memoderasi Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap Manajemen Laba

Set kesempatan investasi perusahaan dapat digunakan untuk menilai apakah suatu perusahaan bertumbuh atau tidak (Saputro dan Lilis, 2004). Menurut AlNajjar dan Belkaoui (2001) perusahaan bertumbuh mempunyai kecenderungan untuk melakukan manajemen laba. Perusahaan yang bertumbuh akan meningkatkan biaya politik perusahaan seperti regulasi oleh pemerintah. Maka, dalam rangka mengurangi biaya politik, manajer melakukan manajemen laba agar laba menjadi minimal. Hal ini sesuai dengan teori *the political cost hypothesis (size hypothesis)*.

Menurut Fanani (2006) perusahaan bertumbuh cenderung menggunakan pendanaan eksternal berupa utang karena ketidakcukupan pendanaan internal (laba ditahan) untuk berekspansi. Hal ini dibuktikan oleh penelitian Chen (2005) yang menemukan bahwa perusahaan dengan set kesempatan investasi tinggi mempunyai utang yang tinggi. Tingkat utang yang tinggi membuat manajer melakukan manajemen laba dengan memilih kebijakan akuntansi yang meningkatkan laba untuk mendapatkan kepercayaan kreditur. Hal ini sesuai dengan *the debt to equity hypothesis (debt covenant hypothesis)*.

Berdasarkan argumentasi di atas, manajer perusahaan bertumbuh dengan set kesempatan investasi tinggi cenderung terlibat dalam praktik manajemen laba. Sehingga dapat dikatakan bahwa set kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap manajemen laba atau semakin tinggi set kesempatan investasi maka manajemen laba juga semakin tinggi.

Chen *et al.* (2010) menyatakan bahwa pemegang saham pengendali dapat memoderasi pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba. Hal ini dapat terjadi karena ada konsentrasi kepemilikan perusahaan di mana terdapat konsentrasi hak aliran kas dan hak kontrol pada pemegang saham pengendali (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000a; Faccio dan Lang, 2002). Pada saat konsentrasi hak kontrol terjadi, sementara hak aliran kas lebih rendah dari hak kontrol, maka risiko ekspropriasi muncul. Risiko ekspropriasi adalah risiko terjadinya penggunaan dominasi kontrol oleh pemegang saham pengendali untuk memperoleh manfaat privat dalam rangka memaksimalkan kesejahteraan sendiri melalui distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000b).

Determinan risiko ekspropriasi di Indonesia diteliti oleh Siregar (2006) yang menemukan bahwa struktur kepemilikan piramida, lapisan dan jalur kepemilikan, keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen, dan pemegang saham pengendali tunggal dapat meningkatkan risiko ekspropriasi. Risiko terjadinya ekspropriasi inilah yang menjadi masalah pokok pada perusahaan publik dengan kepemilikan terkonsentrasi.

Pemegang saham pengendali memoderasi pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba. Hal ini terjadi apabila pemegang saham pengendali memiliki dominasi hak kontrol melebihi hak aliran kas (Siregar, 2006). Pemegang saham pengendali yang memiliki konsentrasi hak kontrol yang dominan akan melakukan ekspropriasi dengan cara mempengaruhi kebijakan manajemen untuk mengalokasikan sumber daya melalui investasi dengan nilai bersih sekarang negatif (NPV *negative*) pada perusahaan yang juga dimiliki pemegang saham pengendali (Chen *et al.*, 2010). Tindakan ekspropriasi yang dilakukan pemegang saham pengendali akan berpengaruh negatif pada nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham (Siregar, 2008b). Agar pengaruh negatif ini dapat diminimalkan bahkan dihilangkan, maka pemegang saham pengendali mempengaruhi manajer untuk melakukan manajemen laba sebagai kamufase atas tindakan ekspropriasi yang dilakukan (Sanjaya, 2010).

Pemegang saham pengendali memiliki interaksi positif terhadap pengaruh set kesempatan investasi pada manajemen laba. Hal ini terjadi karena pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba lebih positif untuk nilai pemegang saham pengendali yang lebih tinggi (Jogiyanto, 2010).

Argumentasi tersebut menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali yang mempunyai hak kontrol melebihi hak aliran kas pada perusahaan bertumbuh cenderung terlibat dalam praktik manajemen laba (Chen *et al.*, 2010).

Berdasarkan uraian di atas dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

ha : pemegang saham pengendali memoderasi pengaruh set kesempatan investasi terhadap manajemen laba.