

# PENGARUH KEPEMILIKAN ULTIMAT TERHADAP KEINFORMATIFAN LABA PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI

**Isabella Henny Susilowati**

Alumnus Fakultas Ekonomi, Universitas Atma Jaya Yogyakarta

**I Putu Sugiarta Sanjaya**

Dosen Fakultas Ekonomi, Universitas Atma Jaya Yogyakarta

## *Abstract*

*Ultimate ownership is ownership directly and indirectly in public companies to identify the ultimate owners of public Vendor. Ultimate owner has the right greater control of cash flow rights is called the controlling shareholder. This causes problems between controlling shareholders and non-controlling shareholders, which will affect earnings informativeness. Informativeness profit is profit information that could affect stock returns.*

*This study uses the 149 companies listed on the Stock Exchange in 2004–2009. The data used in this study is profit and equity in the annual financial statements, as well as the ownership of the company. This test uses regression analysis moderasian with moderating variable Cash Flow Right Leverage (CFRL). CFRL is the difference between control rights to cash flow rights.*

*The results of this study showed that the difference of control rights to cash flow rights owned by the controlling shareholders make a profit informativeness be low because shareholders can influence policy to make accounting information, thus making profit informativeness be low.*

**Keywords:** *ultimate ownership, control rights, cash flow rights, earnings informativeness.*

## **1. Pendahuluan**

### **1.1. Latar Belakang**

Perusahaan di Indonesiarata-rata memiliki masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali. Hal ini didukung oleh penelitian Siregar (2006), Sanjaya (2010), Febrianto (2005) yang membuktikan bahwa terjadi masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali di Indonesia. Masalah keagenan ini terjadi karena terdapat pemisahan hak kontrol dan hak aliran kas. Pemisahan hak kontrol dan hak aliran dapat diidentifikasi dengan konsep kepemilikan ultimat.

Perbedaan hak kontrol dan hak aliran kas yang besar menyebabkan terjadinya ekspropriasi manfaat privat yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali akan merugikan pemegang saham non pengendali. Hal ini dikarenakan jumlah hak kontrol yang lebih besar ini mengakibatkan pemegang saham pengendali termotivasi melakukan ekspropriasi manfaat privat. Apabila jumlah hak kontrol sama besar dengan jumlah hak aliran kasnya, pemegang saham pengendali tidak akan melakukan ekspropriasi manfaat privat. Hal ini dikarenakan jika pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi, yang akan menderita kerugian terbesar adalah pemegang saham pengendali itu sendiri.

Fenomena besarnya perbedaan hak kontrol dengan hak aliran kas yang terjadi di Indonesia ditunjukkan pada kasus PT. Bank Century Tbk. Robert Tantular sebagai pemegang saham ultimat PT. Bank Century memberikan kredit bank kepada PT. Wibowo Wadah Rejeki dan PT. Accent Investment Indonesia. Bank Century memberikan hutang kepada kedua perusahaan yang pemiliknya adalah Robert Tantular (Siringoringo, 2009 ; Sanjaya, 2010). Kasus ini menandakan bahwa Robert Tantular sebagai pemegang saham pengendali yang melakukan ekspropriasi. Robert Tantular ini mempunyai saham Bank Century atas namanya sendiri dan mempunyai saham Bank Century atas nama perusahaan lain yang dikendalikan oleh Robert Tantular.

Kasus di atas menunjukkan bahwa Indonesia memiliki masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan non pengendali. Pemegang saham pengendali dalam kasus tersebut otomatis mempunyai hak kontrol yang lebih besar daripada hak aliran kasnya. Didukung oleh penelitian Claessens *et al.* (2000b) menyatakan bahwa dua pertiga perusahaan publik di Indonesia dikuasai oleh beberapa kelompok pemegang saham pengendali. Pemegang saham pengendali dalam sebuah perusahaan mempunyai pemegang saham pengendali satu atau sekelompok yang biasanya adalah keluarga, kemudian menjual sebagian kecil saham ke publik.

Umumnya, pemegang saham pengendali yang mempunyai hak kontrol lebih besar ikut terlibat dalam manajemen perusahaan atau bagian dari manajemen perusahaan. Oleh karena itu pemegang saham pengendali dapat mengendalikan perusahaannya sesuai dengan kepentingannya. Hal ini dapat menyebabkan informasi laba menjadi tidak informatif. Laba yang tidak informatif ini dapat menyesatkan pengguna laporan keuangan khususnya pengguna eksternal. Informasi laba seharusnya memberi gambaran kemampuan sebuah perusahaan dalam beroperasi.

Perusahaan yang *go public* dapat memperjualbelikan saham secara luas di pasar sekunder. Harga saham di pasar sekunder ditentukan oleh *ask* dan *bid* antara penjual dan pembeli. Biasanya *ask* dan *bid* dipengaruhi baik faktor internal maupun eksternal perusahaan. Faktor internal merupakan faktor yang berhubungan dengan tingkat kinerja perusahaan yang dapat dikendalikan oleh manajemen perusahaan, seperti kinerja manajemen perusahaan. Kedua, faktor eksternal, yaitu hal-hal di luar kemampuan manajemen perusahaan untuk mengendalikannya, seperti perubahan kurs. Investor menanamkan dananya pada sebuah perusahaan sangat berkepentingan terhadap laba saat ini dan laba yang diharapkan di masa yang akan datang. Hal ini menyebabkan harga saham yang terjadi mengandung informasi laba yang disebut keinformatifan laba.

Penelitian Fan dan Wong (2000) dilakukan di Asia Timur menyatakan bahwa perbedaan hak kontrol dengan hak aliran kas dapat mempengaruhi keinformatifan laba dalam perusahaan. Perbedaan ini dapat menjadikan laba kurang informatif. Hal ini dikarenakan pengelolaan perusahaan yang tidak transparan. Indonesia memiliki kondisi sistem pengelolaan yang kurang transparan, sehingga pemantauan akan lebih sulit untuk dilaksanakan jika kepemilikan seseorang meningkat dan ada konsentrasi kepemilikan pada satu orang atau kelompok. Oleh karena itu, diperlukan pembuktian bahwa fenomena kepemilikan ultimat di Indonesia akan mempengaruhi keinformatifan laba.

## 1.2. Rumusan Masalah

Perusahaan di Indonesia yang memiliki kepemilikan terkonsentrasi akan timbul masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali. Hal ini disebabkan adanya pemisahan hak kontrol dengan hak aliran kas. Perbedaan hak kontrol yang besar akan mengakibatkan pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi manfaat privat yang merugikan pemegang saham non pengendali. Jika dihubungkan struktur kepemilikan ultimat dengan informasi laba akan timbul pertanyaan “apakah terdapat perbedaan hak kontrol dengan hak aliran kas berpengaruh terhadap keinformatifan laba?”. Dari rumusan masalah di atas penelitian ini bertujuan untuk membuktikan bahwa perbedaan hak kontrol dengan hak aliran kas dapat mempengaruhi keinformatifan laba.

## 2. Kajian Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

### 2.1. Teori Keagenan

Seperti yang diungkapkan oleh Gilson dan Gordon (2003), masalah keagenan mempunyai dua sisi, yaitu masalah keagenan klasik antara prinsipal dengan agen (antara pemegang saham dengan manajer) dan masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali. Masalah keagenan antara prinsipal dan agen muncul karena adanya pemisahan kepemilikan dan kontrol, sedangkan masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali muncul karena adanya pemisahan antara hak kontrol dan hak aliran kas. Menurut Villalonga dan Amit (2006) konflik ini termasuk Agency Problem II. Dalam Agency Problem II mempunyai prinsipal adalah pemegang saham non pengendali dan agennya adalah pemegang saham pengendali.

Pemegang saham pengendali sebagai agen karena pemegang saham pengendali dapat merupakan bagian dari manajer dan mengelola langsung perusahaan. Pemegang saham non pengendali sebagai prinsipal yang tidak dapat mengelola perusahaan karena kepemilikan sahamnya kurang dan hanya membeli saham perusahaan di bursa. Munculnya masalah agensi ini karena adanya insentif dan kemampuan pemegang saham pengendali untuk mendapatkan manfaat privat. Manfaat privat inilah yang mendorong pemegang saham pengendali untuk mempertahankan kontrol perusahaan. Manfaat privat atas kontrol lebih besar apabila kepemilikannya terkonsentrasi. Menurut Siregar (2006) masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham non pengendali meningkat apabila pemegang

saham pengendali juga terlibat dalam manajemen. Walaupun tidak terkait dengan kepemilikan saham, keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen dapat meningkatkan kontrol pemegang saham dalam pengambilan keputusan penting. Dengan keterlibatan dalam manajemen, pemegang saham pengendali bukan lagi sekadar dapat memonitor manajemen melainkan sudah menjadi bagian dari manajemen itu sendiri. La porta et al. (1999) menyatakan bahwa selain memiliki hak kontrol lebih besar dari hak aliran kas, pemegang saham pengendali juga meningkatkan kontrol pada perusahaan melalui keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen perusahaan. Dari hasil penelitian Claessens et al. (2000a), sebanyak 57% perusahaan publik di Asia memiliki manajemen yang merupakan bagian dari pemegang saham pengendali. Keterlibatan pemegang saham pengendali pada manajemen perusahaan publik paling tinggi terdapat di Malaysia dan Indonesia masing-masing 85%. La Porta et al. (1999) melaporkan bahwa pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen pada sebanyak 69% perusahaan publik yang memiliki konsentrasi kepemilikan. Kondisi yang paling ekstrim terjadi di Australia, Kanada, Irlandia, Jepang, Italia, Swiss. Negara ini mempunyai manajemen pada perusahaan publik, manajemen merupakan bagian dari pemegang saham pengendali itu sendiri. Lebih lanjut La Porta et al. (1999) menyatakan bahwa keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen paling rendah di Austria dan Portugal masing-masing 33% dan 44% dari jumlah perusahaan publik dengan kepemilikan terkonsentrasi. Menurut Sanjaya (2010), dalam teori keagenan dengan jenis Agency Problem II, mempunyai dua konsep yaitu entrenchment effect dan Alignment effect.

Entrenchment effect menitikberatkan pada pemegang saham pengendali dengan hak kontrol yang kuat akan memiliki kecenderungan yang lebih tinggi untuk mendapatkan kepentingan pribadi mereka dengan mengontrol perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham non pengendali. Hal ini menyiratkan adanya entrenchment effect yang ditimbulkan pemegang saham pengendali. Entrenchment adalah tindakan pemegang saham pengendali yang terlindung oleh hak kendali (hak kontrol) mereka, sehingga terlibat dalam penyalahgunaan kekuasaan (seperti : pengambilalihan) (Fan dan Wong, 2002; Yeh, 2005; Sanjaya, 2010). Efek entrenchment terdiri dari ekspropriasi keuntungan perusahaan. Sejumlah peneliti mendokumentasikan efek entrenchment, seperti Claessens et al., 1999; Claessens dan Fan, 2002; Lins, 2003; Siregar, 2006; Sanjaya 2010. Mereka membuktikan bahwa peningkatan hak kontrol pemegang saham pengendali berpengaruh negatif terhadap harga pasar perusahaan dan dividen.

Pemegang saham pengendali memiliki hak aliran kas yang cukup untuk mencegah keinginan mereka untuk mengambil alih pemegang saham non pengendali dan perusahaan. Semakin tinggi konsentrasi hak arus kas, semakin tinggi insentif bagi pemegang saham pengendali untuk mengelola perusahaan mereka dengan tepat. Hal ini disebut dengan alignment effect, alignment adalah tindakan pemegang saham pengendali yang sinkron dengan kepentingan pemegang saham non pengendali (Sanjaya, 2010).

Kepemilikan hak aliran kas oleh pemegang saham pengendali menekan keinginan mereka untuk mengambil alih dan meningkatkan daya tarik mereka untuk membayar dividen tunai (Jensen dan Meckling, 1976; Sanjaya, 2010). Hak aliran kas yang besar adalah komitmen dari

pemegang saham pengendali untuk membatasi pengambilalihan. Selain itu, juga merugikan pemegang saham pengendali (Claessens dan Fan, 2002). Para peneliti telah mendokumentasikan implikasi alignment effect dan berpendapat bahwa hak aliran kas meningkatkan nilai perusahaan dan dividen (Claessens et al., 1999; La Porta et al., 2002; Claessens dan Fan, 2002; Siregar, 2006; Sanjaya, 2010).

## 2.2. Klasifikasi Pemegang Saham

Pemegang saham pengendali adalah individu, keluarga atau lembaga yang memiliki kontrol baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap perusahaan publik pada tingkat dengan hak kontrol tertentu. La Porta et al. (1999); Claessens et al. (2000a); Faccio dan Lang (2002) dan Siregar (2006) mengklasifikasikan pemegang saham pengendali menjadi lima:

### 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 (Shleifer dan Vishny, 1994).

### c. Institusi keuangan dengan kepemilikan luas

Menurut La Porta et al. (1999) pemegang saham pengendali sebuah perusahaan publik bisa jadi institusi keuangan yang juga perusahaan publik. Sebuah perusahaan publik dikategorikan sebagai perusahaan yang dikendalikan pengendali institusi keuangan publik apabila pemegang saham pengendali terbesarnya adalah institusi keuangan publik yang dimiliki secara luas oleh masyarakat pada tingkat hak kontrol tertentu. Perusahaan 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. Menurut Peraturan Bank Indonesia No 5/25/PBI/2003 pada pasal 1 ayat 4 yang menyatakan bahwa seseorang atau badan hukum dan atau kelompok usaha dapat menjadi pemegang saham pengendali apabila:

1. Memiliki saham perusahaan atau bank sebesar 25% atau lebih dari jumlah saham yang dikeluarkan dan mempunyai hak suara,
2. Memiliki saham perusahaan atau bank sebesar 25% atau lebih dari jumlah saham yang dikeluarkan dan mempunyai hak suara, namun yang bersangkutan dapat dibuktikan telah melakukan pengendalian perusahaan atau bank, baik secara langsung maupun tidak langsung.

Sedangkan pemegang saham non pengendali menurut Siregar (2007) adalah mereka yang telah membeli saham kurang dari 50% di bursa dan tidak terlibat dalam manajemen secara langsung maupun tidak langsung. Menurut Hartono (2009), jika perusahaan hanya mengeluarkan satu kelas saham saja, saham ini biasanya dalam bentuk saham biasa. Pemegang saham adalah pemilik dari perusahaan yang mewakilkan kepada manajemen untuk menjalankan operasi perusahaan. Sebagai pemilik perusahaan memiliki beberapa hak, yaitu : hak kontrol, hak preemptive, hak klaim sisa. Pemegang saham mempunyai hak memilih dewan direksi, berarti pemegang saham mempunyai hak untuk memilih dan mengontrol pemimpin perusahaannya. Pemegang saham berhak mendapat bagian dari keuntungan perusahaan. Tidak semua laba dibagikan, sebagian laba ditanamkan kembali dalam perusahaan yang disebut laba ditahan merupakan sumber dana perusahaan. Laba yang tidak ditahan dibagikan dalam bentuk dividen. Akan tetapi, tidak semua perusahaan membayar dividen yang ditentukan dalam kebijaksanaan dividen. Dividen ini akan dibagikan sesuai dengan persentase kepemilikan pemegang saham terhadap perusahaan.

Disamping itu, pemegang saham juga memiliki hak preemptive. Dimana hal ini 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 pemilikannya tidak berubah. Hal ini dikarenakan jika perusahaan mengeluarkan saham, persentase kepemilikan pemegang saham lama akan berkurang. Hak preemptive mempunyai dua tujuan, yaitu: untuk melindungi hak kontrol dari pemegang saham lama dan untuk melindungi pemegang saham lama dari nilai yang merosot.

### 2.3. Konsep Struktur Kepemilikan Ultimat

Kepemilikan ultimat adalah kepemilikan langsung dan tidak langsung terhadap perusahaan publik. Kepemilikan langsung menggambarkan persentase saham yang dimiliki pemegang saham atas namanya 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 (Siregar, 2006). Dengan adanya konsep struktur kepemilikan ultimat ini dapat mengetahui hak kontrol dan hak aliran kas yang dimiliki oleh pemegang saham. Pemegang saham dapat meningkatkan hak kontrolnya dengan melibatkan pemegang saham tersebut dalam manajemen atau satu-satunya pemegang saham pengendali dalam perusahaan. Menurut Siregar (2007), terdapat tiga mekanisme dalam meningkatkan hak kontrol, yaitu dengan mekanisme kepemilikan piramida (pyramid ownership), lintas kepemilikan (cross-holding), serta saham dengan hak suara berbeda (dual class of share).

Kepemilikan piramida adalah kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain. Dalam konteks kepemilikan pada perusahaan publik, definisi ini menunjukkan bahwa kepemilikan piramida menggambarkan pada suatu perusahaan publik melalui perusahaan lain, baik perusahaan publik maupun perusahaan non publik. Ada dua hal yang harus dipenuhi agar kepemilikan dapat dikategorikan sebagai kepemilikan piramida, yaitu : 1) ada pemegang saham pengendali atau pemilik ultimat pada pisah batas hak kontrol yang ditentukan dan 2) ada perusahaan lain dalam kepemilikan tersebut antara pemegang saham, pengendali dengan perusahaan publik yang dikendalikan.

Lintas kepemilikan adalah kepemilikan pemegang saham pengendali terhadap dua atau lebih perusahaan yang saling memiliki satu dengan lainnya. Syarat pokok agar suatu kepemilikan dapat diklasifikasikan sebagai lintas kepemilikan adalah melibatkan dua atau lebih perusahaan serta perusahaan-perusahaan tersebut saling memiliki. Sedangkan saham dengan hak suara berbeda adalah dua kategori saham atau lebih yang dikeluarkan oleh sebuah perusahaan yang masing-masing memiliki nilai nominal sama tetapi dengan hak suara berbeda. Contoh ada dua jenis saham PT X, yaitu saham A dan saham B dengan nilai nominal Rp 1000. Setiap lembar saham A memiliki hak suara 1, sedangkan setiap lembar saham B memiliki hak suara 1,5. Walaupun dua investor memiliki persentase yang sama dalam kepemilikan d PT X , investor yang memiliki saham jenis B memiliki hak kontrol lebih besar daripada investor yang memiliki saham jenis A.

### 2.4. Hak Aliran Kas dan Hak Kontrol

Dalam penelitian Siregar (2006) persentase hak aliran kas dan hak kontrol akan berbeda jika melakukan penelitian menggunakan konsep kepemilikan ultimat. Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan. Hak aliran kas terdapat dua jenis yang terdiri atas hak aliran kas langsung dan hak aliran kas tidak langsung. Hak aliran kas langsung adalah persentase 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 rantai kepemilikan (La Porta et al., 1999 ; Siregar, 2006). Hak aliran kas ini juga disebut dengan hak pembagian keuntungan. Hak pembagian keuntungan ini merupakan laba yang tidak ditahan akan dibagikan dalam bentuk dividen. Keputusan perusahaan dalam membayar dividen atau tidak dicerminkan dalam kebijaksanaan dividennya (Hartono, 2009).

Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan. Ada dua jenis hak kontrol, 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. Hak kontrol tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil kontrol minimum dalam setiap rantai kepemilikan (La Porta et al., 1999 ; Siregar, 2006). Pemegang saham biasa mempunyai hak untuk memilih dewan direksi. Ini berarti bahwa pemegang saham mempunyai hak untuk mengontrol siapa yang memimpin perusahaannya (Hartono, 2009). Sehingga pemegang saham pengendali dapat mempengaruhi manajer untuk mendapatkan manfaat privat.

Cash Flow Right Leverage adalah selisih dari hak kontrol dengan hak aliran kas. Semakin besar cash flow right leverage menunjukkan semakin tinggi hak kontrol pemegang saham pengendali terhadap perusahaan melebihi hak aliran kasnya (Siregar, 2006). Apabila cash flow right leverage besar pemegang saham pengendali akan mengontrol perusahaan dengan mempengaruhi manajer untuk mendapatkan manfaat privat. Laba dipandang sebagai elemen yang cukup komperhensif untuk mempresentasikan kinerja suatu entitas secara keseluruhan, sehingga laba akan bermanfaat bagi para pemakai laporan keuangan khususnya kreditor dan investor (Suwardjono, 2005). Pengguna laporan keuangan harus dapat menentukan konsep laba secara tepat untuk pelaporan keuangan sehingga angka laba merupakan yang bermakna bagi berbagai pemakai laporan keuangan. Terdapat dua konsep laba, yaitu laba akuntansi dan laba ekonomik (laba riil), yang menyebabkan laba dimaknai secara berbeda berdasarkan sudut pandang masing-masing konsep tersebut. Laba akuntansi adalah laba dari sudut pandang kesatuan usaha karena keperluan untuk menyajikan secara objektif dan terandalkan.

Laba ekonomik adalah laba dari sudut pandang investor karena untuk memperhitungkan perubahan daya beli uang dan perubahan harga spesifik aset. Investor menggunakan laba ekonomik untuk memprediksi aliran kas atau return saham perusahaan dimasa datang. Informasi dalam laporan keuangan memberi pengaruh kepada investor dalam menentukan kepercayaan dan tindakan yang akan dilakukan. Scott (2000) mengatakan tingkat kegunaan informasi yang ada dapat diukur dengan perubahan harga saham. Menurut Tudor (2009) dan Zarowin (2002) pengertian keinformatifan laba adalah: *Earning informativeness (or stock price informativeness) as the amount of information about future earning or future cash flows impounded in the current period stock return* Berdasarkan definisi diatas, informasi tentang laba masa depan atau arus kas masa depan terkandung di dalam return saham sekarang. Pengertian tersebut berarti harga saham berkaitan erat dengan laba. Menurut Tudor (2009), informasi harga saham dengan laba berhubungan positif. Apabila laba yang dilaporkan meningkat atau secara akurat, harga saham akan meningkat. Harga saham merupakan cerminan mekanisme pasar berdasarkan kekuatan permintaan dan penawaran. Harga saham menggambarkan penilaian pasar modal



atas kemampuan perusahaan memperoleh pendapatan dari waktu ke waktu, besarnya resiko atas kelangsungan pendapatan dan sekumpulan faktor-faktor lain.

Secara umum, harga pasar dipengaruhi oleh dua faktor, yaitu faktor internal dan faktor eksternal. Faktor internal merupakan faktor yang muncul dari dalam perusahaan dan dapat dikendalikan oleh perusahaan, seperti kemampuan manajemen dalam mengelola modal yang ada (*solvability*), kemampuan manajemen dalam mengelola kegiatan operasional perusahaan (*growth opportuittes*), maupun kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan (*profitability*).

Faktor eksternal merupakan faktor yang berasal dari luar yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan, seperti kurs, inflasi, suku bunga deposito, keadaan ekonomi maupun politik. Faktor internal dan eksternal membentuk kekuatan pasar yang berpengaruh terhadap transaksi saham sehingga harga saham mengalami kemungkinan pergerakan fluktuatif (Perwitasari, 2012).

## 2.5. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan konsep *entrenchment effect*, *cash flow right leverage* yang besar berarti pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol yang lebih besar dari hak aliran kasnya. Semakin besar hak kontrol yang dimiliki, semakin besar insentif dan kemampuan pemegang saham pengendali dalam melakukan ekspropriasi. Oleh karena itu, masalah keagenan antar pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali akan semakin besar. Hak kontrol yang besar menandakan bahwa terdapat pengaruh pemegang saham pengendali dalam mengendalikan perusahaan. Pemegang saham pengendali akan mengendalikan perusahaan untuk mendapatkan kepentingannya yang biasanya disebut dengan manfaat privat dari kontrol. Manfaat privat dari kontrol ini tidak akan menguntungkan bagi pemegang saham non pengendali karena mengorbankan kepentingan pemegang saham non pengendali.

Untuk mendapatkan manfaat privat, pemegang saham pengendali akan mengontrol manajemen, sehingga dapat mengendalikan perusahaan. Pada saat mengendalikan perusahaan, kebijakan perusahaan yang dikeluarkan pemegang saham pengendali akan menyebabkan ekspropriasi terhadap pemegang saham non pengendali. Pada saat manfaat privat atas kontrol yang dimiliki besar, pemegang saham pengendali akan berusaha untuk mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk memaksimalkan manfaat privat.

Apabila pemegang saham pengendali mempengaruhi manajer perusahaan, informasi akuntansi yang dikeluarkan menjadi kurang meyakinkan. Keinformatifan laba yang rendah dapat menggambarkan bahwa dalam perusahaan adanya kemungkinan ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali. Berdasarkan uraian di atas dihipotesiskan dalam bentuk alternatif sebagai berikut:

H1: Terdapat perbedaan antara hak kontrol dan hak aliran kas berpengaruh negatif terhadap keinformatifan laba.

### 3. Metoda Penelitian

#### 3.1. Sampel dan Data Penelitian

Sampel penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode tahun 2004 sampai dengan 2006. Perusahaan yang digunakan adalah perusahaan yang melaporkan keuangannya dari tahun 2004-2006. Data perusahaan diambil dari database *Indonesia Stock Exchange* (IDX) dan data kepemilikan bersumber dari penelitian Sanjaya (2010).

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *cumulative abnormal return* (CAR). *Abnormal return* adalah selisih antara tingkat keuntungan yang sebenarnya dan tingkat keuntungan yang diharapkan. *Cumulative Abnormal Return* (CAR) adalah jumlah dari *abnormal return*. Apabila CAR tinggi, *return* yang didapatkan lebih besar dari *return* yang diharapkan. Hal tersebut menandakan bahwa laba menjadi informatif dan akurat, serta dalam harga saham mengandung informasi laba yang menunjukkan tidak adanya ekspropriasi terhadap pemegang saham non pengendali.

Variabel independen dalam penelitian ini adalah laba bersih perusahaan (NI) yang menggunakan proksi *Return On Equity* atau ROE. Pengukuran laba ini mengacu pada Boubaker (2011). Sedangkan variabel moderasi penelitian ini meliputi adanya pemegang saham pengendali yang mempunyai perbedaan hak kontrol dan hak aliran kas. Perbedaan ini diukur dengan kepemilikan piramida yang mengacu pada Sanjaya (2010) dan Boubaker (2011), variabel *cash flow right leverage* (CFRL) ditentukan sebesar selisih antara hak kontrol dan hak aliran kas. Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan (Q) yang diukur dengan nilai pasar ekuitas (*market value of equity*/MVE) dibagi nilai buku total asset. Pengukuran nilai perusahaan mengacu pada penelitian Boubaker (2011).

#### 3.2. Model Empiris

Sebelum pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan: (1) analisis statistik deskriptif yang meliputi rata-rata, maksimum dan minimum, (2) pengujian asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji heterokedastisitas, uji autokorelasi, dan uji multikolinealitas, dan (3) pengujian hipotesis.

Pengujian hipotesis tentang pengaruh perbedaan hak kontrol dengan hak aliran kas terhadap keinformatifan laba digunakan rumus berikut:

$$CAR_{it} = \alpha + \beta_1 NI_{it} + \beta_2 CFRL_{it} + \beta_3 (NI_{it} \times CFRL_{it}) + \beta_4 Q_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dalam analisis berganda peneliti memprediksi hasil untuk hipotesis penelitian mempunyai koefisien  $\beta_3$  negatif dan signifikan kurang dari *alpha*, serta mempunyai nilai t negatif. Jika hal yang diprediksikan terjadi, akan mendukung hipotesis dalam penelitian ini. Hipotesis penelitian ini menyatakan bahwa perbedaan antara hak kontrol dan hak aliran kas berpengaruh negatif terhadap keinformatifan laba.

## 4. Pembahasan

### 4.1. Gambaran Umum Objek Penelitian

Penelitian ini mempunyai sampel dari tahun 2004-2006 sebanyak 422 perusahaan. Dari jumlah tersebut, sebanyak 273 perusahaan dikeluarkan karena tidak mempunyai data yang lengkap, modal perusahaan yang negatif. Setelah beberapa perusahaan dikeluarkan, jumlah sampel yang akan diteliti sebanyak 149 perusahaan. Jumlah pengamatan dalam penelitian ini untuk tahun 2004 sebanyak 47 perusahaan, tahun 2005 sebanyak 51 perusahaan dan tahun 2006 sebanyak 51 perusahaan. Pemilihan sampel penelitian ini ditunjukkan tabel berikut ini:

**Tabel 1.**  
**Pemilihan Sampel**

Keterangan	2004	2005	2006
Perusahaan manufaktur yang <i>go public</i>	148	136	138
Dikurangi :			
harga saham tidak lengkap	38	20	27
tanggal laporan keuangan tidak lengkap	34	34	34
laporan keuangan tidak lengkap	22	23	20
ekuitas yang negatif	6	7	5
data kepemilikan tidak lengkap	1	1	1
Sampel yang diuji	47	51	51

### 4.2. Analisis Deskriptif

Penelitian ini memiliki variabel dependen (*cumulative abnormal return/CAR*), variabel independen (*net income / NI*), variabel moderasi (*cash flow right leverage/CFRL*), variabel kontrol (nilai perusahaan/*Q*). Setelah pemilihan sampel, kemudian dilakukan analisis deskriptif pada variabel yang akan diteliti. Tabel dibawah ini menyajikan deskripsi variabel penelitian :

**Tabel 2**  
**Hasil Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR	149	-.436103	1.044707	.05732070	.216960970
NI	149	-16.111705	3.715249	-.12971169	1.688585259
CFRL	149	.000000	.285600	.02296309	.060527761
NI*CFRL	149	-.155669	.041578	-.00082185	.015857886
Q	149	.022385	3.358275	.58678890	.655425635

Penelitian ini menggunakan  $\alpha = 5\%$  (0,05), awal pengujian normalitas menghasilkan signifikan sebesar 0, yang berarti tidak berdistribusi normal residual penelitian ini. Kemudian, dilakukan *trimming* untuk dapat menjadi normal. Setelah *trimming* sebanyak 21 data, signifikan yang dihasilkan adalah 0,055. Hasil ini lebih besar dari  $\alpha = 5\%$  (0,05)

### 4.3. Uji Hipotesis dan Pembahasan Hipotesis

Hipotesis penelitian ini memprediksi bahwa perbedaan hak kontrol dengan hak aliran kas berpengaruh negatif terhadap keinformatifan laba. Pengujian hipotesis ini menggunakan analisis regresi moderasian. Hipotesis ini terdukung apabila koefisien beta variabel NI\*CFRL hasil regresi berganda adalah negatif dan signifikan, serta menghasilkan nilai t negatif. Hasil pengujian hipotesis ditunjukkan pada tabel di bawah ini:

**Tabel 3**  
**Hasil Hipotesis**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-0,033	0,011		-2,877	0,005
NI	0,117	0,020	1,817	5,917	0,000
1 CFRL	-0,388	0,131	-0,215	-2,956	0,004
NI*CFRL	-0,472	0,097	-1,490	-4,861	0,000
Q	0,053	0,013	0,284	4,227	0,000

Pengujian hipotesis menggunakan  $\alpha = 5\%$ , dengan model regresi berganda. Tabel di atas menunjukkan bahwa signifikan variabel NI\*CFRL adalah 0 kurang dari 5% yang berarti secara signifikan berpengaruh. Variabel NI\*CFRL mempunyai arah negatif yang ditunjukkan oleh nilai t -4,861. Hasil pengujian ini mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa perbedaan hak kontrol dengan hak aliran kas berpengaruh positif terhadap keinformatifan laba. Hasil uji hipotesis ini sejalan dengan konsep *entrenchment effect*.

Hasil dari penelitian ini sejalan dengan penelitian Boubaker dan Sami (2011) yang melakukan penelitian di Perancis membuktikan bahwa perbedaan hak kontrol dengan hak aliran kas yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali berpengaruh negatif terhadap keinformatifan laba. Hal ini dapat berpengaruh tentang kepercayaan pemegang saham non pengendali yang akan menurun terhadap informasi dalam perusahaan tersebut. Selain itu, hasil ini sejalan dengan penelitian Fan dan Wong (2000) di Asia Timur yang membuktikan bahwa perbedaan hak kontrol dengan hak aliran kas berpengaruh negatif terhadap keinformatifan laba.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan *go public* di Indonesia mempunyai masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali. Dalam masalah keagenan ini biasanya pemegang saham pengendali akan melakukan ekspropriasi. Pemegang saham pengendali termotivasi untuk melakukan ekspropriasi karena memiliki perbedaan hak kontrol dengan hak aliran kas yang besar. Perbedaan ini akan membuat laba yang disajikan tidak informatif dan akurat, sehingga dapat membiaskan ekspektasi pemegang saham non pengendali. Hal ini akan menyebabkan kepercayaan pemegang saham non pengendali akan menurun terhadap pelaporan laba perusahaan karena laba yang dilaporkan memiliki keinformatifan laba yang rendah.

**Tabel 4**  
**Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kary	115	0,054	0,595	0,28813	0,117780
Link	115	0,000	0,900	0,3061	0,20850
Prod	115	0,000	0,900	0,32957	0,269168
Valid N (listwise)	115				

## 5. Simpulan, Keterbatasan dan Implikasi

### 5.1. Simpulan

Penelitian ini telah membuktikan terdapat pengaruh negatif perbedaan hak kontrol dengan hak aliran kas. Penelitian yang telah dilakukan dapat disimpulkan bahwa beberapa perusahaan *go public* di Indonesia melakukan ekspropriasi untuk mendapatkan manfaat privat. Ekspropriasi ini disebabkan karena adanya perbedaan hak kontrol dengan hak aliran kas yang besar yang dapat ditelusuri menggunakan kepemilikan ultimat. Dengan konsep struktur kepemilikan ultimat ini akan teridentifikasi pemilik ultimat pada perusahaan publik. Pemilik ultimat dengan hak kontrol yang lebih besar dari hak aliran kasnya akan terlibat dalam manajemen perusahaan karena hak kontrol adalah hak pemegang saham untuk mengontrol perusahaan dengan mengeluarkan kebijakan. Maka dari itu, pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi, sehingga membuat keinformatifan laba menjadi menurun. Hal ini mengakibatkan laporan laba menjadi tidak akurat, informasi laba yang terkandung dalam harga saham akan menjadi bias atau tidak akurat.

### 5.2. Keterbatasan dan Saran

Dalam penelitian pasti ada keterbatasan yang tidak dapat dihindarkan. Keterbatasan yang ditemukan oleh peneliti untuk penelitian ini adalah kurang tersedianya secara lengkap tanggal pelaporan keuangan. Banyak data harga saham yang hilang ketika tanggal pelaporan keuangan. Kurang terbukanya kepemilikan saham di perusahaan *go public*.

Peneliti selanjutnya akan lebih baik meneliti lebih lanjut pengaruh kepemilikan ultimat selain terhadap keinformatifan laba, manajemen laba dan dividen. Jika peneliti selanjutnya meneliti dengan variabel dependen selain keinformatifan laba, manajemen laba dan dividen akan lebih membuktikan bahwa terjadi konflik keagenan kedua di Indonesia. Konflik keagenan kedua adalah konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham non pengendali.

### Daftar Pustaka

- Ball, R., Robin, A dan Wu, J.S. (2003). Incentives Versus Standard : Properties Of Accounting Income in Four East Asian Countries and implication for acceptance of IAS. *Journal of Accounting and economics*, Vol 36, pp 235-270
- Bamber, L.S. (1987). Unexpected Earnings, Firm Size and Trading Volume Around Quarterly Earnings Announcements. *The Accounting Review*, Vol 62, pp 510-532.

- Boubaker, S. dan Sami, H. (2011). Multiple Large Shareholders and Earnings Informativeness. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 10: 246-266.
- Claessens, S., Djankov, S., dan Lang L.H.P. (2000). The separation of Ownership and Control in East Asia Corporation. *Journal of Financial Economic*, Vol 58, pp. 81-112.
- Dechow, P., dan Dichev, I. (2002). The Quality Of Accrual and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The accounting Review*, 77:35-59.
- Faccio, M., Lang, L.H.P., dan Young, L. (2001). Dividends and Expropriation. *American Economic Review*. Vol. 91, No. 1: 55-79.
- Fan, J. dan Wong, T.J. (2002). Corporate Ownership Structure and The Informativeness of Accounting Earning in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, Vol 33, pp. 401-425.
- Freeman, R.N. (1987). The Association Between Accounting Earnings and Security Returns For Large and Small Firms. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, pp 195-228.
- Gayo, A. (2012). *Kewajiban Dividen, Reaksi Pasar, dan Struktur Kepemilikan : Studi Empiris pada Bursa Efek Indonesi*. Unpublished Tesis S2, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Ghozali, I. (2009). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Cetakan IV. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang
- Gilson, R.J. dan Gordon, J.N. (2003). *Controlling Shareholders*. Columbia Law School Working Paper No. 228.
- Hartono, J. (2009). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE UGM, Yogyakarta.
- Hartono, J. (2010). *Metodologi Penelitian Bisnis*. BPFE UGM, Yogyakarta.
- Karem O.H.A. (2001). *Manfaat Laba Bersih dan Laba Operasi dalam Menjelaskan Return Laba Tidak Normal pada Perusahaan Go Publik yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*. Unpublished Tesis, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., dan Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *The Journal o Finance* LIV(2) pp. 471-516.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., dan Shleifer, A. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economic*, Vol. 58, pp. 3-27.
- Nugraha, A.C. (2009). *Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas dalam Struktur Kepemilikan Imediat*. Unpublished Tesis, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Perwitasari, D.S. (2012). *Analisis Pengaruh Perataan Laba Terhadap Keinformatifan Harga Saham*. Unpublished Tesis, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Sanjaya, I P.S. (2010). Entrenchment and Alignment Effect on Earnings Management. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, Vol. 13, pp. 247-264.
- Sartika, I. (2009). *Analisis Faktor-Faktor Fundamental yang Memengaruhi Harga Saham pada Perusahaan-Perusahaan yang Aktif di Perdagangan di Bursa Efek Indonesia*. Unpublished Tesis, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Siregar, B. (2006). *Pemisahan Hak Aliran Kas dan Hak Kontrol Dalam Strukur Kepemilikan*. Published Disertasi, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Suwardjono. (2005). *Teori Akuntansi Perekayasaan Pelaporan Keuangan*. BPFE. Yogyakarta.
- Tudor, A. (2010). Income Smoothing and Earnings Informativeness : A Matter of Institutional Characteristics or Accounting Standards?. *Journal of Finance*, 87: 62-80.

Widyaningrum, G. (2011). *Dividen Tunai Sebagai Indikator Kualitas Laba: Studi Empiris Perusahaan Non-Keuangan Dan Non-Badan Usaha Milik Negara yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Unpublished Tesis, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.