

## Pengaruh transaksi internal, corporate governance, status konglomerasi, dan struktur kepemilikan terhadap reaksi pasar akibat pengumuman keputusan investasi perusahaan

Cynthia Afriani, author

Deskripsi Lengkap: <https://lib.ui.ac.id/detail?id=95429&lokasi=lokal>

---

### Abstrak

Studi ini bertujuan untuk menginvestigasi apakah reaksi pasar saham terhadap pengumuman keputusan investasi perusahaan di Indonesia dipengaruhi oleh a) jenis investasi (transaksi internal atau non-internal), b) status perusahaan (konglomerasi atau non-konglomerasi), c) praktek corporate governance (CG), d) struktur kepemilikan perusahaan, khususnya cash flow rights dan cash flow leverage, dan e) interaksi cash-flow leverage dengan praktek CG. Lebih lanjut, studi juga menginvestigasi pengaruh status perusahaan, praktek CG, struktur kepemilikan dan interaksi antara praktek CG dan struktur kepemilikan terhadap jenis investasi. Praktek CG diukur dengan CGI yang dikembangkan oleh Arsjah (2005) melalui suatu survey terhadap perusahaan di BEJ dan nilai cash flow rights dan cash flow leverage diperoleh dari Kim (2006).

Studi ini merupakan suatu event study, yaitu melihat imbal basil abnormal kumulatif di sekitar hari pengumuman keputusan investasi. Melalui analisis regresi, diselidiki faktor-faktor yang berpengaruh terhadap imbal hasil tersebut. Selanjutnya, analisis logit digunakan untuk mengetahui faktor yang mempengaruhi kemungkinan terjadinya transaksi internal.

Hasil studi menemukan bahwa pasar secara umum bereaksi positif terhadap keputusan investasi. Dengan demikian, pasar umumnya mengharapkan Net Present Value (NPV) yang positif dari keputusan investasi perusahaan di BEJ. Namun, studi ini menemukan bahwa reaksi terhadap transaksi internal lebih rendah dibandingkan transaksi non-internal. Jadi, pasar memiliki persepsi bahwa transaksi internal lebih rentan terhadap perampasan oleh pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham minoritas.

Hasil pengujian menemukan pula bahwa reaksi pasar tidak dipengaruhi oleh struktur kepemilikan. Hasil ini memperkuat Kim (2006) yang menemukan tidak adanya hubungan antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan. Kemungkinan tidak ditemukan hubungan keduanya menurut Kim (2006) adalah kurang akuratnya pengukuran struktur kepemilikan dan endogenitas struktur kepemilikan. Studi menemukan ada kecenderungan reaksi pasar sedikit lebih rendah untuk perusahaan dalam konglomerasi dibanding non-konglomerasi. Dalam kondisi pengawasan yang masih lemah dan kurang berfungsinya sistem hukum, perusahaan dalam suatu grup perusahaan akan lebih mudah melakukan ekspropriasi melalui tunneling tanpa perlu khawatir terdeteksi oleh regulator. Praktek CG ternyata tidak mempengaruhi reaksi pasar. Ada dua kemungkinan penjelasan: pertama, praktek CG belum efektif untuk mengurangi kemungkinan terjadinya perampasan terhadap pemegang saham minoritas atau kedua, pengukuran yang digunakan tidak mencerminkan praktek CG perusahaan yang sesungguhnya pada saat pengumuman keputusan investasi dilakukan.

Selanjutnya, studi menemukan transaksi internal lebih banyak terjadi pada perusahaan konglomerasi (group)

dibanding perusahaan non-konglomerasi. Dengan demikian, studi ini mendukung temuan Joh (2003); Ferris, Kim, dan Kitsabunnarat (2003) yang menyimpulkan bahwa suatu grup usaha (konglomerasi) semakin memperbesar kemungkinan terjadinya self dealing yang dapat merugikan pemegang saham minoritas melalui transaksi internal.

Studi juga menemukan bahwa semakin besar cash flow rights, semakin kecil kemungkinan terjadinya keputusan investasi yang merupakan transaksi internal. Selain itu, perusahaan dengan prospek pertumbuhan tinggi menyebabkan hubungan negatif antara cash flow rights dan transaksi internal akan lebih lemah. Bukti empiris ini mendukung Chan et al. (2003) yang menemukan bahwa ketika controlling shareholders memiliki cash flow ownership yang besar, mereka akan mendapatkan keuntungan dari hasil investasi di masa mendatang akibat cash flow rights yang besar. Akibatnya, mereka cenderung tidak melakukan ekspropriasi melalui transaksi internal dan lebih memilih menginvestasikan sumber daya ke dalam proyek dengan NPV positif. Selanjutnya, pengaruh cash flow rights terhadap transaksi internal menjadi tidak relevan ketika terdapat prospek pertumbuhan tinggi.

The primary objective of this study is to investigate whether stock market reactions in response to investment announcements made by firms listed at the Jakarta Stock Exchange (JSX) are affected by I) type of investment (internal transaction or non-internal transaction), b) type of company (part of conglomeration or not), c) corporate governance (CG) practice, d) ownership structure, measured by cash-flow rights and cash flow leverage, and e) the interaction between cash flow leverage and CG practice. Further, this study also investigates the influence of type of company, CG practice, ownership structure, and interaction between CG practice and ownership structure on the type investment. CG practice is measured by CG Index developed by Arsjah (2005) through a survey conducted on companies at JSX while the level of cash flow rights and cash flow leverage are taken from Kim (2006).

This study constitutes an event study, i.e., to examine cumulative abnormal returns (CAR) surrounding the date of investment announcements. Through regression analysis, the study investigates factors influencing the abnormal return. Further, logit analysis is utilized to find out factors affecting the likelihood of internal transaction.

The study finds that the market in general positively reacts to investment announcements. This result suggests that on average the market expects firms to generate positive Net Present Value (NPV) from their investment decisions. However, the study finds that the reaction (as measured by CAR) toward internal transaction is lower than that toward non-internal transaction. Therefore, the market perceives that internal transaction is more subject to expropriation by controlling shareholders to minority shareholders, and this eventually is reflected in the relatively low CAR of investment announcements related to internal transaction.

This study also finds that the stock market reaction is not influenced by ownership structure. This result confirms Kim (2006) who found no systematic relationship between ownership structure and value of the firm. The possible reasons for this according to Kim (2006) are the shortcoming in measuring ownership structure and the endogeneity of ownership structure. The study finds (albeit weak) that the stock market reaction toward firms in group affiliation (i.e., conglomeration) is lower than that in non-group affiliation.

Under the condition of inadequate supervision and ineffective law enforcement, firms in group affiliation can easily conduct expropriation through among others tunneling without being concerned to be detected by the regulator. CG practice has no impact on the stock market reaction. There are two possible explanations: First, CG practice is not effective in minimizing the possibility of expropriation toward minority shareholders; second, the measures utilized do not reflect the true CG practice prevailing during an investment announcement.

Further, this study documents that internal transaction occurs more in group-affiliated firms than other firms. Therefore, this study supports the findings of Joh (2003); Ferris, Kim, and Kitsabunnarat's (2003) conclusion that group affiliation (or conglomeration) increases the possibility of self-dealing (i.e., part of internal transaction) that may detriment minority shareholders.

This study also provides evidence that higher cash flow rights reduce the possibility of investment decisions that constitute internal transactions. The empirical result supports Chan et al.'s (2003) finding that when controlling shareholders have large cash flow ownership, they will gain a lot from investment's return. As a consequence, they tend not to expropriate through internal transaction and prefer to invest the resources into projects with positive NPV. However, this negative relation is weaker for firms with high growth prospects. Therefore, the impact of cash flow rights on internal transaction is weaker for firms with high growth prospects.