

BAB II

KERANGKA TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Investasi Modal

Salah satu dari tiga aktivitas ekonomi utama dalam perusahaan yang menentukan perkembangan dan keuntungan di masa akan datang adalah investasi.

Perilaku investasi yang tepat akan membuat perusahaan mendapatkan nilai maksimal, sebaliknya perilaku investasi yang tidak tepat dibagi menjadi dua kategori, yaitu *underinvestment* dan *overinvestment* (Holmstrom dan Weiss, 1985).

Underinvestment adalah pengeluaran investasi yang dilakukan perusahaan lebih rendah daripada yang diharapkan. *Overinvestment* merupakan pengeluaran investasi perusahaan dalam berbagai proyek yang telah melebihi kapasitas dan kemampuan keuangan mereka (Hosmand dan Khanaga, 2014).

Investasi yang tidak efisien akan menyebabkan alokasi sumber daya ekonomi tidak terarah sehingga mempengaruhi keseluruhan perkembangan ekonomi nasional maka efisiensi investasi perlu ditingkatkan untuk perusahaan terdaftar di China (Jiang, Zhang, Lu, & Chen, 2009). *Overinvestment* tidak hanya merusak nilai perusahaan tetapi juga menyebabkan pemegang saham dan pihak hubungan istimewa mengalami kerugian ekonomi yang besar (Yu & Chen, 2013).

Over-financed yaitu sebagian besar kelebihan pembiayaan masih menganggur selama ekspansi singkat dalam investasi. Semakin tinggi rasio *over-financed*, semakin banyak aliran kas bebas diciptakan, yang telah meningkatkan kemungkinan masalah keagenan (Xu, Cruz-Machado, Lev, dan Nickel, 2014).

Inti dari fenomena IPO *over-financing* adalah ketidakcocokan sumber daya di pasar modal China mencerminkan ketidaksempurnaan dan saluran investasi yang buruk. Masalah *over-financing* dalam jangka pendek tidak mungkin dapat sepenuhnya dihilangkan tanpa membangun saluran investasi yang efisien di China. Oleh karena itu, membangun mekanisme tata kelola internal perusahaan yang sehat adalah cara yang efektif bagi perusahaan publik untuk mengawasi dan memastikan penggunaan dana yang rasional dan tepat terhadap IPO *over-financed* (Xu & Xia, 2012).

Xu dan Xia (2012) menyatakan dana yang dihimpun dalam IPO *over-financing* diinvestasikan dengan tujuan sebagai berikut: menambahkan likuiditas, mengatur anak perusahaan, merger dan akuisisi, pembelian aset tetap, membangun gedung dan aset tetap, pembelian tanah dan bangunan, pembelian ruang kantor, membayar pinjaman hutang bank, investasi pada anak perusahaan, proyek-proyek investasi, konstruksi, penambahan modal, investasi luar negeri, deposito di rekening khusus, modal kerja yang terkait dengan bisnis, iklan, jasa pemasaran pembangunan jaringan utama, perluasan kantor pusat R&D, dan investasi dalam bisnis utama dan tidak diungkapkan.

Persyaratan yang diperlukan pasar saham adalah dana yang dihimpun dalam IPO *over-financed* harus disimpan dalam rekening khusus; dana yang dihimpun di IPO *over-financed* harus digunakan untuk bisnis utama perusahaan dan tidak boleh digunakan untuk investasi sekuritas, *trust management*, investasi derivatif, modal ventura atau investasi beresiko tinggi lainnya, atau untuk memberikan bantuan keuangan kepada orang lain; jumlah dana yang dihimpun

dalam IPO *over-financed* untuk menambahkan likuiditas permanen dan membayar pinjaman bank tidak boleh melebihi dua puluh persen dari jumlah total dana yang dihimpun setiap dua belas bulan; dan penggunaan dana yang dihimpun dalam IPO *over-financed* untuk menambah likuiditas sementara harus dianggap sama dengan menggunakan dana tidak terpakai yang dikumpulkan untuk menambah likuiditas sementara. Oleh karena itu, penambahan likuiditas, membayar pinjaman hutang bank, deposito dalam rekening khusus dan rekening modal kerja lainnya yang terkait dengan bisnis utama diklasifikasikan sebagai non-investasi modal. Proyek yang menambahkan nilai proyek lainnya diklasifikasikan sebagai investasi modal.

Penggunaan dana investasi dari sisa dana IPO *over-financed* lebih mencerminkan motif eksekutif yang sebenarnya. Ini memberikan peluang yang lebih baik untuk menguji efek dari tata kelola perusahaan. Kedua, analisa cara penggunaan sisa dana yang dikumpulkan dari IPO *over-financed* dapat membantu dalam membedakan perusahaan yang terlibat dalam bentuk *over-investment* (Xu & Xia, 2012).

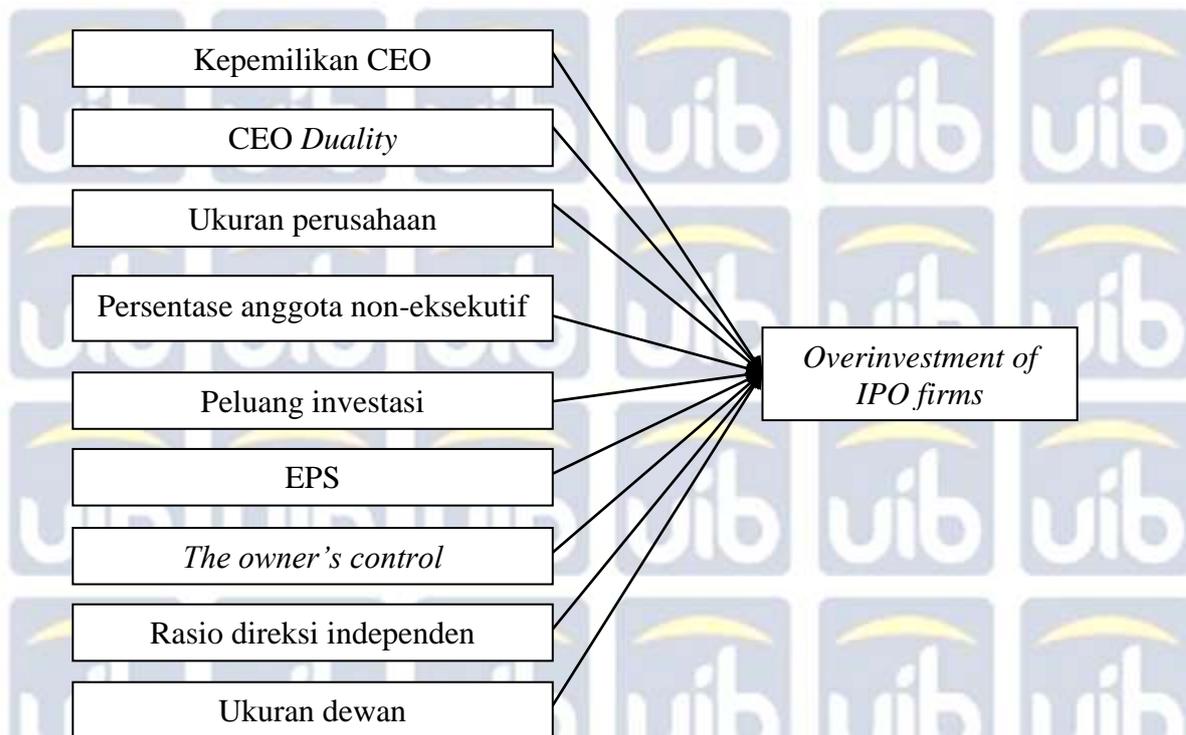
Ketidakcocokan dari sumber daya di pasar modal China, mencerminkan ketidaksempurnaan dan saluran investasi yang rendah. Ini tidak mungkin dapat dieliminasi secara total terhadap masalah *over-financing* dalam jangka waktu pendek tanpa menentukan saluran investasi yang efisien di China merupakan inti dari IPO *over-financing* (Xu dan Xia, 2012). Kekurangan dana IPO bukan persoalan dalam hubungan komitmen untuk membangun tujuan dan rencana investasi, dan tidak ada masalah yang timbul jika terjadi perubahan proyek

investasi sehingga perusahaan terdaftar dapat menggunakan dana investasi dengan sepuasnya.

Mekanisme tata kelola perusahaan adalah cara efektif untuk perusahaan publik mengawasi dan memastikan penggunaan dana yang rasional dan tepat dalam dana yang dihimpun dalam *over-financed* IPO. Penerapan komitmen *Good Corporate Governance* (GCG) terkandung pada misi perusahaan yaitu menciptakan daya saing untuk menarik investor dan emiten melalui pemberdayaan anggota bursa dan partisipan, penciptaan nilai tambah, efisiensi biaya serta penerapan *good governance*.

2.2 Model Penelitian Terdahulu

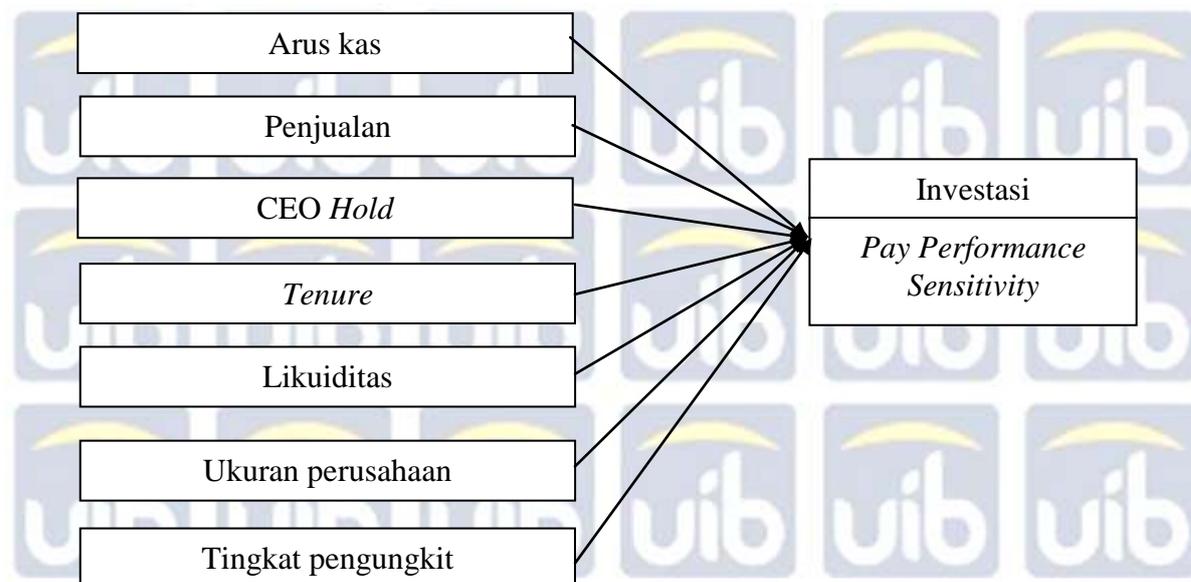
Hoshmand dan Khanagha (2014) menguji signifikansi tata kelola perusahaan dengan hubungan perusahaan IPO yang mengalami *over-investment* dari 2005-2012 pada bursa saham Iran (*Tehran Stock Exchange*). Variabel independennya terdiri dari kepemilikan CEO, *CEO Duality*, ukuran perusahaan, persentase anggota non-eksekutif. Variabel kontrolnya ada peluang investasi, *earning per share*, pengendali pemilik, rasio direktur independen, dan ukuran dewan. Hasil penelitian ini menunjukkan terjadi hubungan yang signifikan antara kepemilikan CEO dengan *overinvestment* pada perusahaan IPO. Tata kelola perusahaan mengalami penurunan signifikan terhadap *overinvestment*.



Gambar 2.1 Model penelitian pengaruh tata kelola perusahaan pada perusahaan IPO *over financed*, sumber: Hoshmand dan Khanagha (2014).

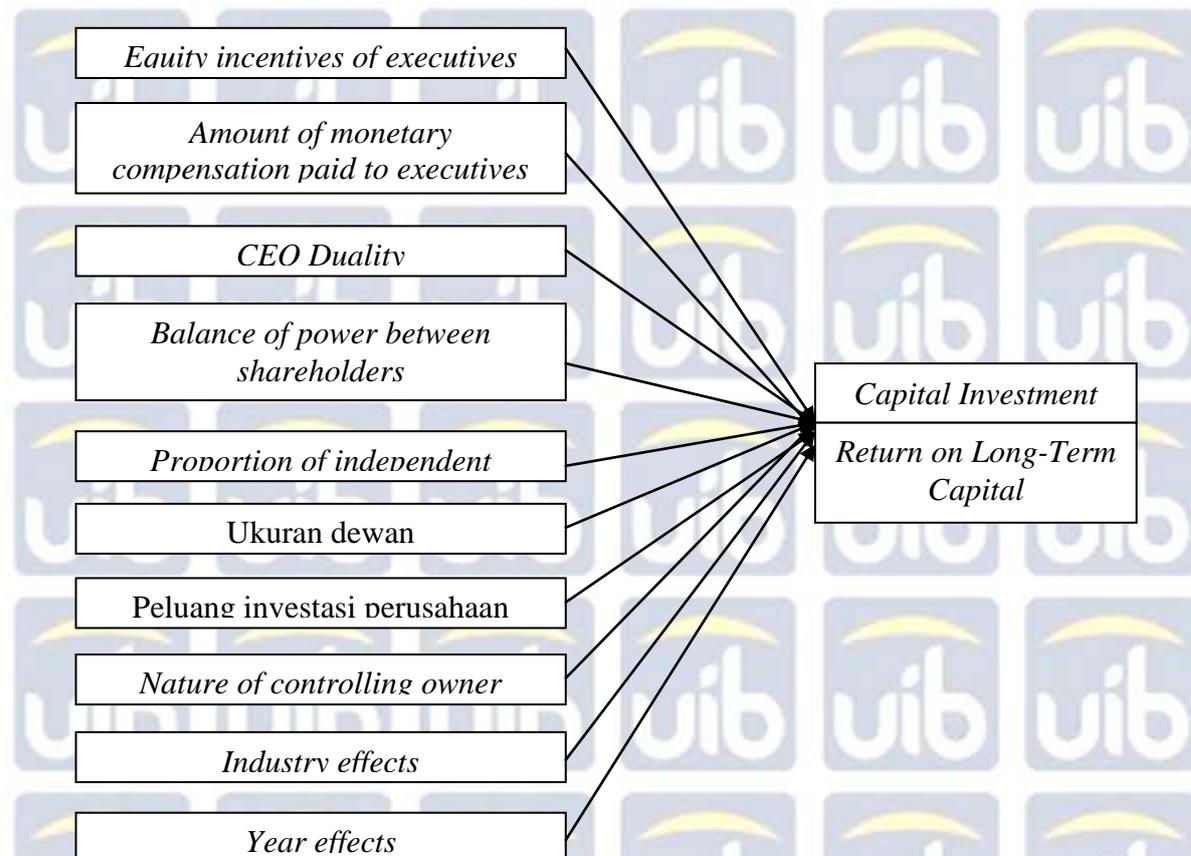
Kang, Kumar, dan Lee (2006) melakukan penelitian tentang investasi jangka panjang yang berhubungan dengan dasar kompensasi insentif rata-rata ekuitas, setelah mengontrol keuangan internal dan kualitas peluang investasi dengan variabel dependennya investasi dan pembayaran sensitivitas kinerja.

Penelitian ini memiliki variabel independen peluang investasi, arus kas, dan penjualan. Variabel control yang dimiliki berupa *CEO holding, tenure*, likuiditas, ukuran perusahaan, dan tingkat pengungkit. Hubungan antara pengeluaran investasi perusahaan dengan struktur insentif eksekutif dalam investasi jangka panjang berhubungan signifikan dengan insentif manajemen atas melalui ekuitas berdasarkan kompensasi.



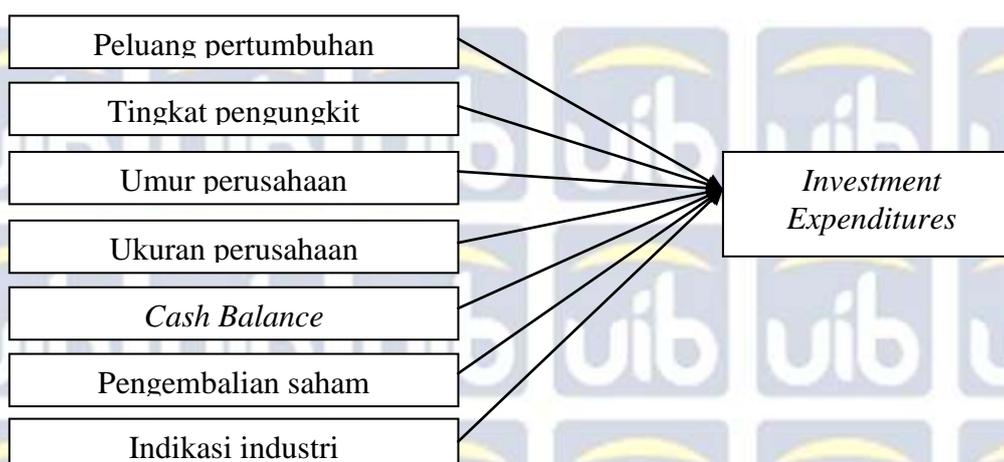
Gambar 2.2 Model penelitian badan dan perusahaan investasi: peran kompensasi eksekutif dan tata kelola perusahaan, sumber: Kang, Kumar, dan Lee, 2006.

Xu dan Xia (2012) mengkaji masalah tentang penggunaan dana yang terlibat dalam perilaku *over-investment* yang sudah umum berlaku di kalangan perusahaan publik pada tahun 2006-2010. Sebanyak 542 perusahaan publik di Shenzhen mengajukan kelebihan dana IPO, 170 perusahaan tidak mengungkapkan penggunaan kelebihan dananya dan 372 perusahaan yang digunakan dalam observasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *over-investment* memiliki signifikan negatif terhadap kinerja perusahaan masa depan dan signifikan negatif terhadap pengembalian modal jangka panjang. Mekanisme tata kelola perusahaan dapat mengurangi *over-investment* terhadap kelebihan dana IPO yang dihimpun sebagai modal perusahaan.



Gambar 2.3 Model penelitian tata kelola perusahaan dan *the use of IPO over-financing*: Bukti dari China, sumber: Xu dan Xia, 2012.

Richardson (2006) melakukan penelitian untuk mengkaji sejauh mana kelebihan investasi arus kas pada tingkat perusahaan terhadap pengeluaran investasi. Variabel independennya yaitu peluang pertumbuhan dengan variabel kontrol *leverage*, umur perusahaan, ukuran perusahaan, arus kas, pengembalian saham, indikator tahun, dan industri. Hasil penelitian ini pengembalian saham masa depan memiliki signifikan negatif terhadap investasi modal dan signifikan dalam *net operating assets*.

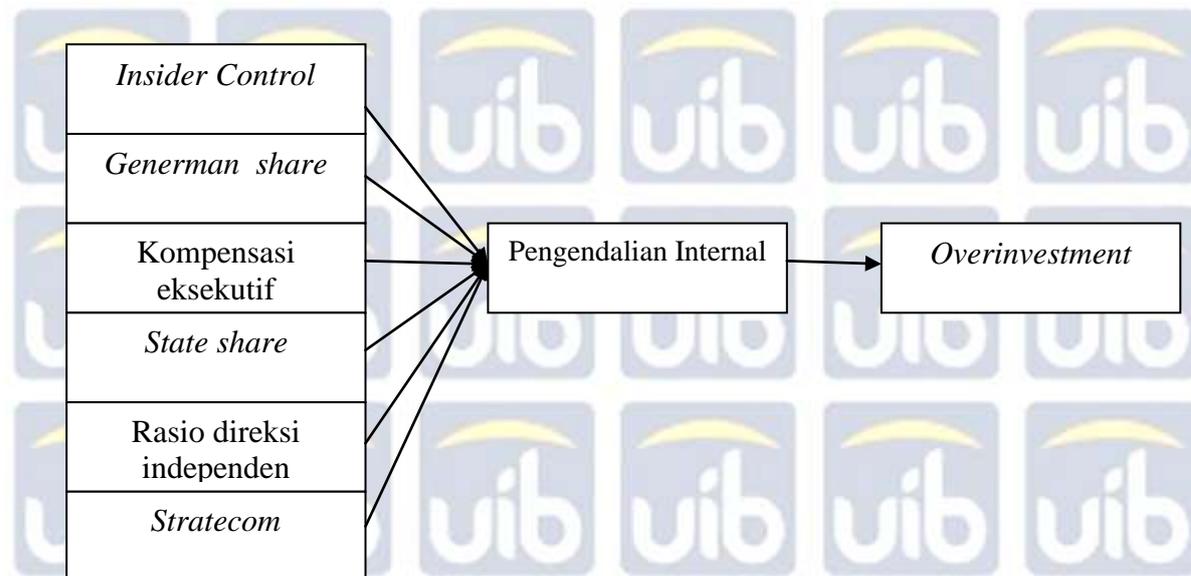


Gambar 2.4 Model penelitian *over-investment* pada *free cash flow*, sumber: Richardson (2006).

Yu dan Chen (2013) meneliti hubungan antara pengendalian internal dan *overinvestment*, pengendalian manajemen dengan pengendalian internal, *overinvestment* dan berbagai faktor tata kelola perusahaan dengan *overinvestment*.

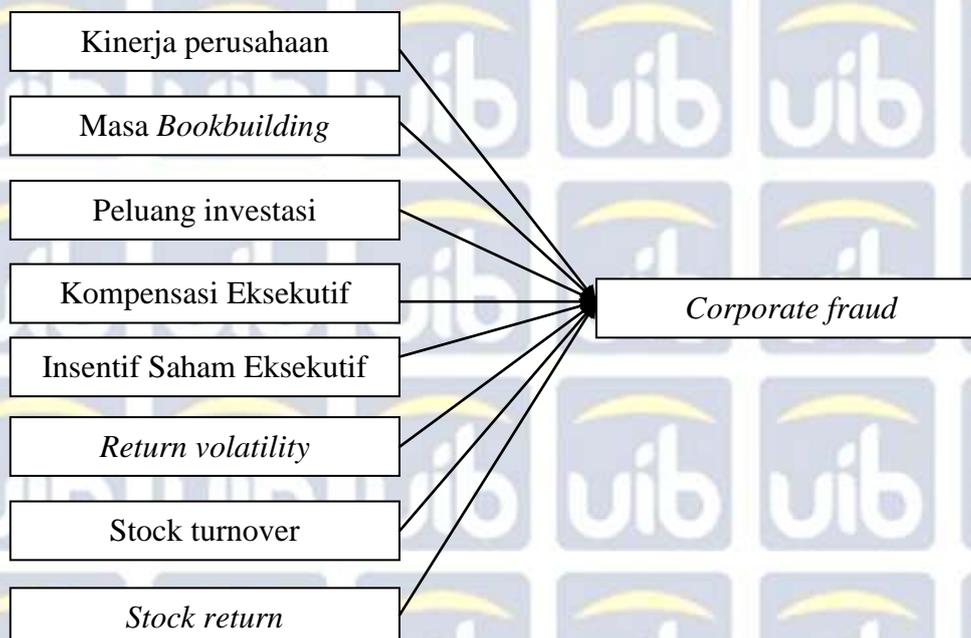
Variabel Hasil empiris menyatakan pengendalian internal menahan *overinvestment* dengan pesat, pengendalian manajemen melemahkan pengendalian internal dan meningkatkan *overinvestment*.

Kompensasi eksekutif signifikan negatif dengan pengendalian internal dan *overinvestment*. Semakin tinggi kompensasi eksekutif, pengendalian internal perusahaan semakin baik, dan semakin sedikit perusahaan yang cenderung *overinvestment* sehingga membawa nilai untuk menangani masalah lembaga. Untuk mengurangi *overinvestment* dan meningkatkan efisiensi investasi perusahaan publik, maka harus mengatur kompensasi yang layak, sistem motif, dan pembatasan eksekutif dari sewa jumlah dari motif saham yang wajar akan membawa beberapa kemajuan.



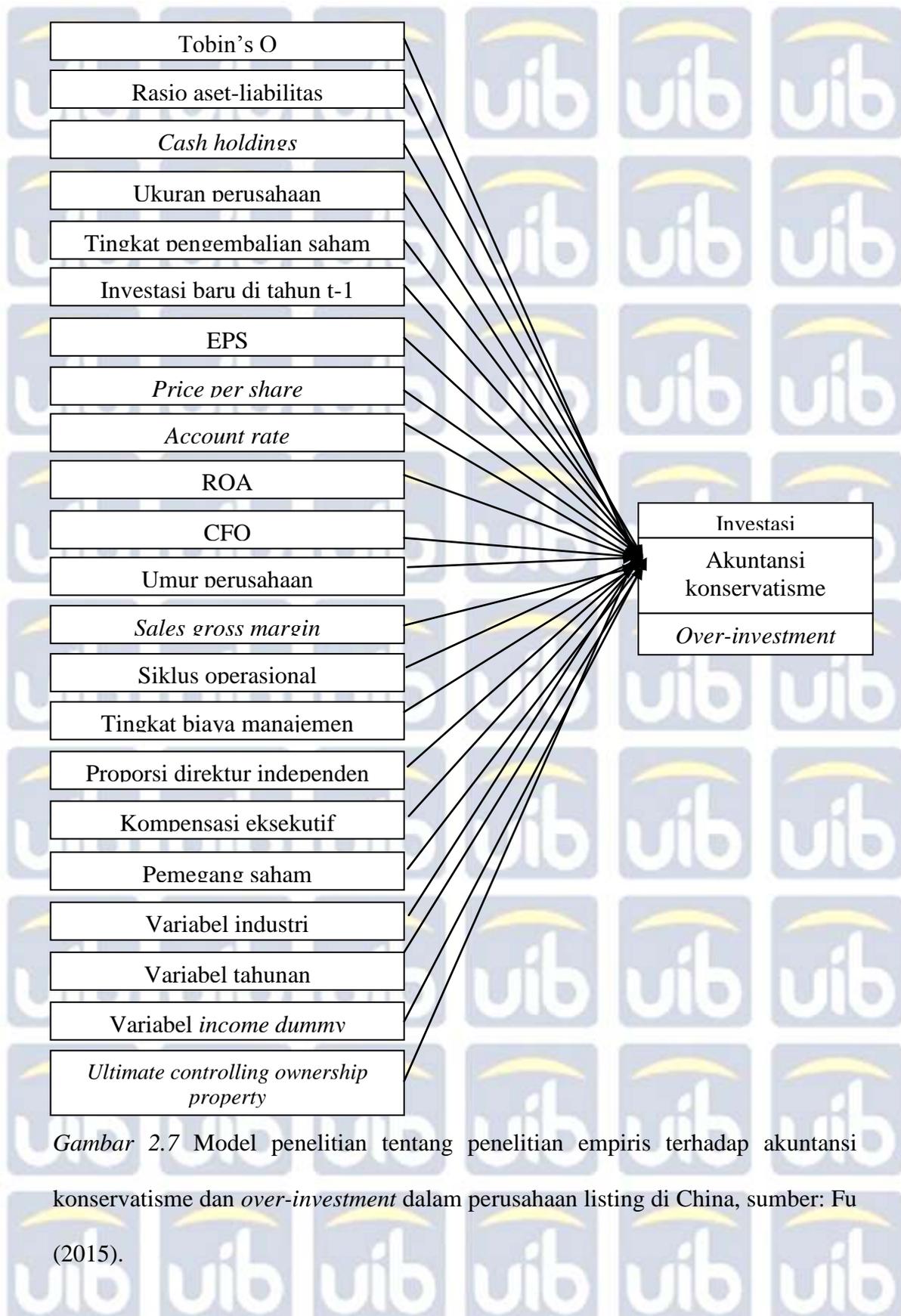
Gambar 2.5 Model penelitian tata kelola perusahaan, pengendalian internal, dan *overinvestment* dalam bukti *insider control* dari perusahaan manufaktur di China, sumber: Yu dan Chen (2013).

Wang, Winton, dan Yu (2010) menguji insentif perusahaan melakukan penipuan pada saat perusahaan *go public* dengan keyakinan investor mengenai kondisi industri bisnis. Hasil penelitian menunjukkan dua mekanisme yang bekerja yaitu pemantauan oleh investor dan kompensasi eksekutif yang berbeda dengan keyakinan investor tentang prospek industri. Hasil penelitian ini konsisten dengan prediksi dari model terbaru dan keyakinan investor dan penipuan perusahaan, dan menyarankan bahwa regulator dan auditor harus sangat waspada untuk penipuan perusahaan, dan menyarankan bahwa regulator dan auditor harus sangat waspada untuk penipuan yang membanyak.



Gambar 2.6 Model penelitian *corporate fraud* dan kondisi bisnis: bukti dari IPO, sumber: Wang, Winton, dan Yu (2010).

Fu (2015) melakukan penelitian empiris dari akuntansi konservatisme dan *over-investment* pada perusahaan terdaftar di China untuk mempelajari pengaruh akuntansi konservatisme pada *over-investment* untuk berbagai jenis kepemilikan pengendali utama. Data yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Shanghai dan Shengzhen dengan periode yang diteliti dari tahun 2007-2013 selain perusahaan keuangan dan asuransi. Variabel yang diteliti antara lain Tobin's q , rasio *leverage*, kas, ukuran perusahaan, rasio pengembalian saham, investasi baru, laba per saham, harga per saham, tingkat akun, ROA, arus kas pada total aset, umur perusahaan, penjualan margin kotor, siklus operasi, tingkat biaya manajemen, proporsi direksi independen, kompensasi eksekutif, pemegang saham, variabel industri, variabel tahunan, pendapatan variabel *dummy*, dan pengendalian kepemilikan properti.



Gambar 2.7 Model penelitian tentang penelitian empiris terhadap akuntansi konservatisme dan *over-investment* dalam perusahaan listing di China, sumber: Fu (2015).

2.3 Pengaruh Insentif Kepemilikan Eksekutif terhadap Investasi Modal

Proyek investasi IPO *over-financed* memperburuk peluang antar manajer dan menyalahgunakan dana yang dikumpulkan menjadi IPO *over-financed* untuk melakukan *over-investment*. Minimnya pemahaman yang jelas tentang apakah manajer diberikan saham opsi insentif untuk IPO *over-financed* dengan cara yang wajar dan efektif berdasarkan pada peluang investasi yang tersedia. Semakin besar proporsi insentif ekuitas yang diberikan, semakin jauh untuk meringankan *over-investment* dari dana yang dikumpulkan dalam IPO *over-financed*. Dibandingkan dengan insentif ekuitas, imbalan moneter mengarahkan efek insentif dalam waktu singkat dan mengikat kompensasi kepada manajer lebih erat (Xu dan Xia, 2012).

Gabungan estimasi dari investasi dan model kompensasi menunjukkan bahwa investasi bisnis jangka panjang secara signifikan terkait dengan insentif manajemen puncak melalui kompensasi berbasis saham (Kang *et al.*, 2006).

Kepemilikan saham adalah salah satu cara pengukuran kesejahteraan seorang eksekutif terhadap kinerja dalam perusahaannya, terlepas dari hubungan antara kompensasi dan kinerja. Meskipun proses para CEO dalam memilih keseimbangan kepemilikan mereka tidak dipahami dengan baik, insentif yang dihasilkan oleh kepemilikan saham ini jelas menambah insentif yang dihasilkan oleh paket kompensasi (Jensen dan Murphy, 1990).

Manajer yang mementingkan diri sendiri memegang sedikit saham perusahaan akan memperburuk konflik antara manajer dan pemegang saham luar.

Semakin tinggi kepemilikan manajerial, manajer memiliki saham sisa pendapatan

lebih besar sehingga memberi mereka insentif untuk fokus pada kinerja jangka panjang perusahaan (Morck, Shleifer, dan Vishny, 1988).

2.4 Pengaruh Keseimbangan Kekuatan antar Pemegang Saham terhadap Investasi Modal

Memperbagus keseimbangan kekuatan antar pemegang saham akan mengurangi *over-investment* dari dana yang dikumpulkan dalam *over-financed* IPO (Xu & Xia, 2012). Cronqvist dan Fahlenbrach (2009) menyatakan bahwa pemegang saham terbesar memiliki pengaruh terhadap investasi, pembiayaan, kompensasi eksekutif dan kebijakan perusahaan lainnya.

Keseimbangan kepemilikan merupakan suatu mekanisme tata kelola perusahaan yang efektif sehingga dapat menghambat pemegang saham besar sampai batas tertentu dalam mengambil tindakan terhadap kepentingan pemegang saham kecil dan meningkatkan kinerja perusahaan. Shleifer dan Vishny (1986) menunjukkan bahwa keberadaan pemegang saham besar dan kepemilikan konsentrasi dapat mengurangi *opportunistic behavior* manajer, sebagian dapat memecahkan masalah *free rider* dari pemegang saham kecil dan menengah, dan dapat mengurangi konflik lembaga antara pemegang saham dan manajer. Shleifer dan Vishny (1997) berpendapat bahwa kebanyakan biaya agensi di beberapa negara berkembang berasal dari konflik kepentingan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham kecil daripada dari konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham tersebar.

Generman share adalah persentase kepemilikan saham manajemen yang signifikan positif dengan pengendalian internal dan *overinvestment*. Semakin tinggi persentase saham kepemilikan manajemen, sistem pengendalian internal perusahaan untuk *overinvestment*. *Stratecom* merupakan komite strategi yang berwenang dan bertanggung jawab atas keputusan dan rencana investasi dibawah pengendalian dewan direksi. Secara teoritis, pembentukan komite strategi menunjukkan proses pengambilan keputusan dalam sistem pengendalian internal. Sebuah perusahaan dengan komite strategi akan meningkatkan kinerja mereka dalam pengawasan dan pengambilan keputusan sehingga lebih sedikit *over-investment* (Yu & Chen, 2013).

Zhang dan Zhai (2005) menyelidiki perusahaan publik China yang terdaftar sering mengubah proyek uang yang diperoleh melalui penawaran umum berkomitmen menunjukkan bahwa probabilitas dan tingkat perubahan ini secara signifikan berhubungan negatif dengan konsentrasi kepemilikan. Ini berarti bahwa pemegang saham besar perusahaan yang terdaftar di Cina menentukan bagaimana kepentingan pemegang saham kecil dilayani dengan mengendalikan bagaimana dana yang dihimpun digunakan. Selain itu, Chen dan Chen (2005) menemukan bahwa penggunaan dana IPO dipengaruhi oleh masalah lembaga pemegang saham besar dan bahwa pemegang saham terbesar dikendalikan hasil IPO perusahaan yang terdaftar. Oleh karena itu, mekanisme tata kelola yang diperlukan untuk mengekang perilaku pemegang saham besar dan mencegah mereka dari bertindak melawan kepentingan pemegang saham kecil.

2.5 Pengaruh Ukuran Dewan Direksi terhadap Investasi Modal

Ukuran dewan direksi merupakan salah satu perangkat pengendalian yang memantau direksi, dewan direksi sejalan dengan kepentingan pemegang saham untuk memiliki kontrol lebih besar atas direksi. Rasio non-eksekutif dianggap sebagai salah satu faktor pengawasan, karena kurangnya peran eksekutif mengarahkan kecenderungan anggota non-eksekutif untuk memantau direksi lainnya dan anggota dewan. Torkzade *et al.*, (2014) menyatakan bahwa ukuran dewan direksi dan tanggung jawab dalam *over-financial* perusahaan memiliki hubungan yang signifikan.

Jumlah anggota dewan direktur menunjukkan bahwa perusahaan tidak menggunakan kelebihan dana IPO untuk proyek-proyek dengan peluang investasi yang baik (Xu & Xia, 2012).

2.6 Pengaruh Peluang Investasi Perusahaan terhadap Investasi Modal

Pengukuran peluang investasi adalah ekspektasi dari manajer perusahaan dengan nilai sekarang dari penambahan investasi modal pada profit akan datang (Hubbard, 1998). Tobin's q diasumsikan memiliki peluang investasi yang menguntungkan dan lebih beresiko terhadap kurangnya investasi, dan tobin's q yang rendah juga diasumsikan lebih mudah terkena resiko *overinvestment*. (Broussard *et al.*, 2004).

Tobin menilai bahwa insentif untuk membuat modal investasi baru adalah tinggi ketika surat berharga (saham) memberikan keuntungan di masa depan dapat dijual dengan harga yang lebih tinggi dari biaya investasinya (Fiakas,

2005). Nilai tobin's q menggambarkan kondisi suatu peluang investasi yang dimiliki perusahaan (Lang, Stulz, dan Walkling, 1989).

Indikator yang digunakan sebagai pengukur variabel harus diuji terlebih dahulu untuk mengetahui ketepatannya. Variabel tobin's q sebagai salah satu indikator pengukur kinerja perusahaan dari perspektif investasi telah diuji di berbagai situasi manajemen puncak (Wolfe dan Sauaia, 2003). Banyak yang telah menggunakan tobin's q sebagai indikator pengukur nilai perusahaan dalam penelitian keuangan, khususnya penelitian yang mengambil permasalahan nilai perusahaan (Sudiyatno dan Puspitasari, 2010).

Peluang investasi diukur dengan tobin's q menjadi 2 sub-kelompok, yaitu perusahaan dengan tobin's q di atas rata-rata industri dengan tobin's q yang lebih kecil dari rata-rata industri. Jika perusahaan menggunakan dana yang dikumpulkan dalam *over-financed* IPO dengan proyek yang memiliki peluang investasi yang baik (Tobin's q > rata-rata industri) sehingga tidak terjadi *over-investment* dan mengurangi *agency problem* (Xu & Xia, 2012).

Richardson (2006) menyatakan bahwa hubungan antara *over-investment* dan arus kas bebas merupakan alternatif untuk mengukur peluang pertumbuhan dengan langkah-langkahnya meliputi rasio *book-to market of equity*, *earning-to-price*, dan tobin's q. Standar pendekatan menggunakan harga pasar relatif untuk mengukur nilai fundamental terhadap peluang pertumbuhan. Penilaian pasar tentang kualitas peluang investasi perusahaan. Kami berpendapat bahwa pengumuman kenaikan (penurunan) dalam pengeluaran modal akan positif

(negatif) mempengaruhi harga saham perusahaan dengan peluang investasi yang berharga.

Chung, Wright, dan Charoenwong (1998) meneliti reaksi harga saham terhadap keputusan pengeluaran modal perusahaan sangat bergantung pada penilaian pasar tentang kualitas peluang investasi perusahaan dimana pengumuman kenaikan (penurunan) pada pengeluaran modal mempengaruhi harga saham perusahaan yang diukur dengan rasio tobin's q sebagai variabel penting untuk mengklasifikasikan sampel dengan peluang investasi yang berharga. Perusahaan-perusahaan diharapkan memiliki proyek *net present value* positif. Perusahaan yang meningkatkan pengeluaran modal diharapkan akan diterima baik oleh pasar. Di sisi lain, pengumuman pengurangan pengeluaran modal oleh perusahaan tersebut dilihat sebagai tidak memaksimalkan keputusan pasar.

Lopez-Gutierrez, Sanfilippo-Azofra, dan Torre-Olmo (2014) menguraikan perusahaan dengan peluang investasi yang lebih sedikit cenderung mengalami *underinvest*. Jika ada peluang investasi yang lebih besar akan memungkinkan perusahaan untuk menghindari kebangkrutan, manajer bisa melakukan investasi sangat berisiko, bahkan dengan NPV negatif, karena mereka mendapatkan keuntungan sementara kreditur menanggung biaya kegagalan. Perusahaan dalam kesulitan dengan peluang investasi yang lebih besar menyajikan lebih besar kecenderungan untuk *overinvest*.

Fazzari, Hubbard, Peterson, Blinder, dan Poterba (1988) mempertimbangkan *capital markets*, terutama informasi asimetris yang

memper mahal biaya, walaupun tidak memungkinkan untuk penyedia keuangan eksternal untuk mengevaluasi kualitas peluang investasi. Informasi asimetris akan meningkatkan *cost of new debt* dan *equity* akan berbeda dengan biaya yg diperhitungkan oleh keuangan internal melalui arus kas dan laba ditahan.

Statistik Durbin-Watson dalam pengukuran pertumbuhan peluang yang tinggi dengan pertumbuhan peluang yang rendah menyebabkan tidak ada korelasi antar variabel (Torkzade *et al.*, 2014).

2.7 Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap Investasi Modal

Pengaruh *over-investment* antara perusahaan terhadap kinerja perusahaan di masa depan dan melaporkan hasil *over-investment* (OI dan OF) secara signifikan berhubungan negatif dengan pengembalian modal jangka panjang, yang menunjukkan penyalahgunaan dana dibesarkan di IPO *over-financing* secara signifikan mengurangi hasil investasi masa depan perusahaan, sehingga berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan di masa depan (Xu & Xia, 2012).

2.8 Pengaruh Sifat Pemilik Pengendali terhadap Investasi Modal

Ketika menanam investasi modal, perusahaan BUMN cenderung membatasi penggunaan dana untuk proyek konstruksi, merger dan akuisi, dan mendirikan dan menginvestasikan anak cabang perusahaan-perusahaan (Xu dan Xia, 2012).

Manajemen dari BUMN lebih sering ditunjuk oleh pemerintah, mereka tunduk pada pengawasan pemerintah dan intervensi. Dengan demikian dapat

berperilaku secara yang konsisten dengan kepentingan investor dan atasan dari para manajer dari perusahaan lain, sehingga mengurangi *agency cost* (Li, 2009).

Yu dan Chen (2013) menganalisa persentase *state share* memiliki signifikan positif dengan pengendalian internal dan *overinvestment*. Semakin tinggi persentase saham negara, pengendalian internal perusahaan semakin lemah dan memungkinkan untuk *overinvestment*.

Fu Ting (2015) menjelaskan sebagian besar perusahaan terdaftar di China dari restrukturisasi, sementara pemerintah mengendalikan perusahaan milik negara dan bank komersial milik negara dan mengkoordinasikan konflik kepentingan antara kedua perusahaan melalui mekanisme koordinasi internal, salah satu syarat yang diperlukan untuk mendapatkan informasi akuntansi yang berkualitas tinggi bukan perusahaan BUMN akses ke kredit. Dilihat dari segi pengendalian, urutan *over-investment* dari kuat ke lemah yaitu perusahaan swasta, perusahaan milik pemerintah daerah, dan BUMN.

2.9 Pengaruh Efek Industri terhadap Investasi Modal

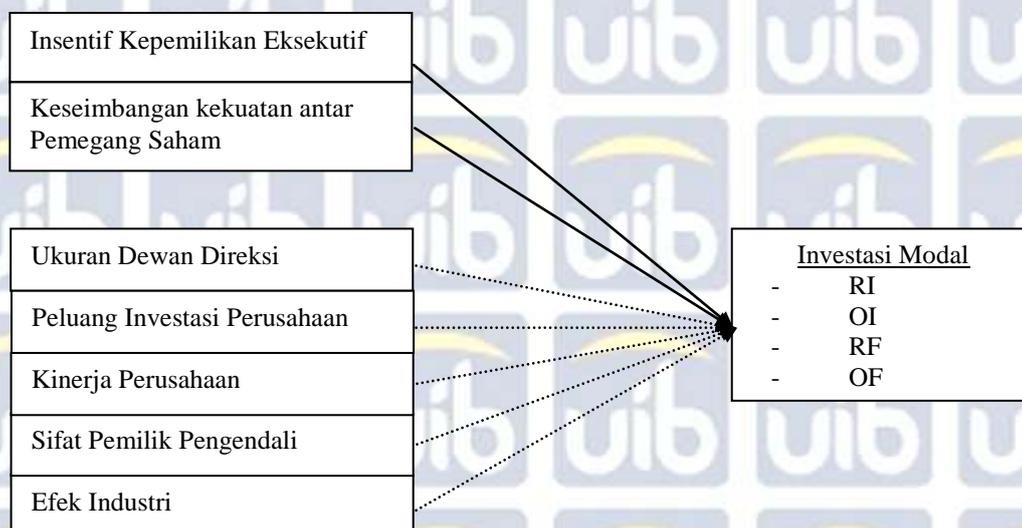
Klasifikasi industri tingkat pertama ditentukan dari standar industri Bappepam tanpa memperhitungkan industri keuangan. Jika perusahaan memiliki peluang investasi yang baik dibandingkan dengan yang tersedia di industri dan menggunakan kelebihan dana IPO untuk melakukan investasi yang mempertahankan dan menambah nilai, investasi modal tersebut tidak merupakan *overinvestment*. Sebaliknya, jika perusahaan tidak memiliki peluang investasi yang baik dibandingkan dengan orang-orang dalam industri dan menggunakan

dana IPO kelebihan untuk melakukan investasi, investasi modal mewakili *overinvestment* meningkatkan biaya agensi dari perusahaan (Xu dan Xia, 2012).

Wang *et al.*, (2010) menguji bagaimana kejadian penipuan perusahaan keuangan dipengaruhi oleh keyakinan investor tentang kondisi usaha industri dan mekanisme yang menjelaskan hubungan ini.

2.10 Model Penelitian

Penelitian ini merupakan replikasi dari Xu dan Xia (2012) dengan variabel independen yang terdiri dari insentif kepemilikan, keseimbangan antar pemegang saham dengan variabel kontrol yang terdiri dari proporsi direktur, ukuran dewan, peluang investasi, kinerja perusahaan, sifat pemilik pengendali, dan efek industri. Model penelitian digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.8 Model penelitian analisis *internal corporate governance* dengan *the use of IPO over-financing*: studi empiris data dari BEI, sumber: Xu dan Xia (2012).

2.11 Perumusan Hipotesis

Berdasarkan model penelitian diatas, maka dapat hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H₁: Insentif kepemilikan eksekutif memiliki signifikan negatif terhadap investasi modal.

H₂: Keseimbangan kekuatan antar pemegang saham memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap investasi modal.

H₃: Ukuran dewan direksi memiliki signifikan negatif terhadap investasi modal.

H₄: Peluang investasi perusahaan memiliki signifikan negatif terhadap investasi modal.

H₅: Kinerja perusahaan memiliki signifikan negatif terhadap investasi modal.

H₆: Sifat pemilik pengendali memiliki signifikan negatif terhadap investasi modal.

H₇: Efek industri signifikan negatif terhadap investasi modal.