

## BAB III

### RERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN

#### 3.1 Kerangka Konsep Penelitian

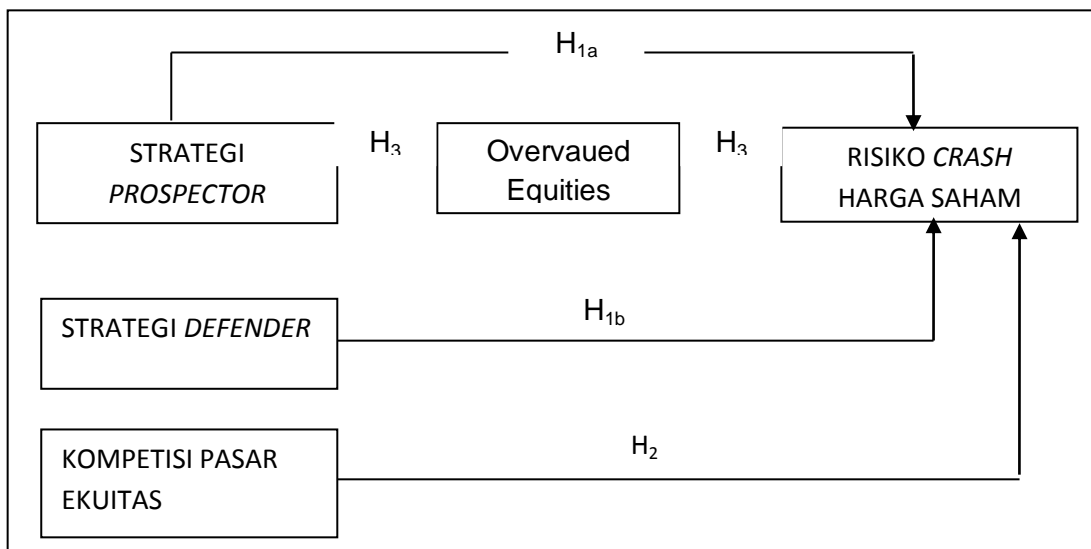
Risiko *crash* harga saham pada tingkat perusahaan mengacu pada kemungkinan pengamatan nilai-nilai negatif yang ekstrim pada distribusi *return* spesifik perusahaan yang diikuti dengan faktor umum (Jin dan Myers, 2006). Adanya faktor – faktor penentu dan dampak dari risiko *crash* sangat penting untuk diteliti karena hal ini berdampak secara langsung pada kesejahteraan investor. Jin dan Myers (2006) menjelaskan bahwa asimetri informasi antara pihak dalam dan luar perusahaan berhubungan dengan risiko *crash*. Secara spesifik, Jin dan Myers (2006) memprediksi bahwa saham buram (*opaque stocks*) lebih rentan terhadap risiko *crash* karena kecenderungan manajer menahan berita buruk mengenai saham tersebut. Adanya tindakan manajer yang melakukan tindakan manajemen laba (Hutton *et al.*, 2009), tindakan penghindaran pajak (Kim *et al.*, 2011a), adanya pelaporan yang konservatif (Kim dan Zhang, 2012) dapat disimpulkan bahwa adanya tindakan tersebut merupakan strategi bisnis yang diterapkan perusahaan. Strategi perusahaan merupakan salah faktor yang dapat menyebabkan terjadinya risiko *crash* harga saham.

Miles dan Snow (1978) mengidentifikasi empat strategi bisnis yang layak dan mungkin ada secara bersamaan dalam industri diantaranya yaitu, strategi bisnis *prospectors*, *defender*, *reactor* dan *analyzers*. Strategi bisnis *prospectors* cepat mengubah bauran pasar produk perusahaan untuk menjadi pemimpin pasar yang inovatif, strategi bisnis *defender* berkonsentrasi pada basis produk

yang sempit dan stabil untuk bersaing atas dasar harga, layanan, atau kualitas, sementara strategi bisnis *analyzers* memiliki atribut dari kedua strategi bisnis *prospectors* dan *defender* (Miles dan Snow, 1978).

Persaingan pasar ekuitas merupakan salah satu upaya untuk mengurangi risiko *crash* harga saham. Beberapa penelitian menemukan bahwa para manajer memiliki berbagai insentif untuk menyajikan gambaran optimis mengenai kinerja keuangan perusahaan dengan melibatkan manajemen laba. Insentif semacam itu dapat timbul dari kontrak kompensasi (Cheng, Qiang, dan Warfield, 2005), kontrak hutang (DeFond dan Jiambalvo 1994), serta tekanan pasar ekuitas untuk secara konsisten menunjukkan peningkatan kinerja (Burgstahler dan Dichev 1997). Risiko *crash* harga saham dapat terjadi melalui tindakan manajer tentang *overvalued equities*. Manajer memiliki motivasi untuk menahan berita buruk dan mempertahankan *overvaluation* tersebut. Berikut ini merupakan gambar 3.1 yang menjelaskan bahwa adanya pengaruh langsung strategi bisnis *prospector* dan strategi bisnis *defender*, serta kompetisi pasar ekuitas terhadap risiko *crash* harga saham, dan pengaruh tidak langsung strategi bisnis *prospector* terhadap risiko *crash* harga saham melalui *overvalued equities*.

**Gambar 3.1**  
**Kerangka Konseptual Penelitian**



## 3.2 Pengembangan Hipotesis

### 3.2.1 Pengaruh Strategi *Bisnis Prospector* dan Strategi *Bisnis Defender* terhadap Risiko *Crash* Perusahaan

*The bad news hoarding theory* menjelaskan bahwa manajer memiliki motivasi strategis untuk menyembunyikan dan menumpuk berita buruk dalam perusahaan. Habib dan Mostafa (2017) berpendapat bahwa penimbunan berita buruk menyebabkan risiko *crash* harga saham. Studi ini berpendapat bahwa manajer menahan berita buruk dari investor karena adanya masalah kompensasi karir dalam jangka pendek dan bahwa ketika berita buruk yang cukup lama terakumulasi dan mencapai ambang batas, para manajer cenderung untuk menyerah. Pada saat itu, menyebabkan nilai saham jatuh secara signifikan yang pada akhirnya menyebabkan *crash* dalam distribusi *return* (Jin dan Myers, 2006; Kothari *et al.*, 2009; Hutton *et al.*, 2009).

Bukti empiris mendukung teori penimbunan berita buruk tentang risiko *crash* harga saham dengan menunjukkan bahwa manipulasi akrual, aktivitas penghindaran pajak perusahaan, ketidakstabilan investor institusional dan lingkungan kantor pusat yang kurang religius bertindak untuk meningkatkan risiko kecelakaan spesifik perusahaan di masa depan (Hutton *et al.*, 2009; Kim *et al.*, 2011a; Callen dan Fang, 2015). Terdapat beberapa penelitian terkait dengan risiko *crash* harga saham diantaranya, Chen, Hong, dan Stein (1999) dan Jin dan Myers (2006) memprediksi bahwa saham buram lebih rentan terhadap risiko *crash* karena kecenderungan manajer untuk menahan berita buruk mengenai saham perusahaan. Hutton *et al.* (2009) menguji proposisi secara langsung dengan menggunakan akrual mutlak sebagai proksi untuk pelaporan keuangan buram dan menemukan bahwa pelaporan buram meningkatkan risiko *crash*. Kim

*et al.* (2011a) mengeksplorasi cara lain untuk pelaporan buram dengan menggunakan strategi pajak yang agresif dan perencanaan yang mengakibatkan manajer untuk menyembunyikan informasi negatif yang meningkatkan risiko *crash*. Dari perspektif pemerintahan, insentif ekuitas CFO meningkatkan risiko *crash* dengan memfasilitasi perilaku penimbunan berita buruk yang dilakukan manajer (Kim *et al.*, 2011b).

Penentu tingkat perusahaan dari risiko *crash* ditentukan oleh sebagian besar oleh strategi bisnis unik yang diterapkan oleh perusahaan individual. Miles dan Snow (1978) mengidentifikasi empat strategi bisnis yang layak yang mungkin ada secara bersamaan dalam industri diantaranya yaitu strategi bisnis *prospectors*, strategi bisnis *defender*, strategi bisnis *reactor* dan strategi bisnis *analyzer*. Strategi bisnis *prospectors* cepat mengubah bauran produk pasar mereka untuk menjadi pemimpin pasar yang inovatif, sementara strategi bisnis *defender* berkonsentrasi pada basis produk yang sempit dan stabil untuk bersaing atas dasar harga, layanan, atau kualitas. Strategi bisnis *analyzers* merupakan kontinum tengah yang memiliki atribut dari kedua strategi bisnis *prospectors* dan *defender* (Miles dan Snow 1978). Penggunaan tipologi Miles dan Snow (1978) lebih disukai karena tipologi ini telah mengalami berbagai tes validitas (misalnya, Bentley, *et al.* 2013; Hambrick, 1983); mempunyai orientasi teoritis yang kuat dan rinci (Smith, *et al.* 1989) yang didasarkan pada analisis mendalam dari beberapa industri yang berbeda, sehingga penggunaan tipologi tersebut menjadi tipologi yang sesuai dalam semua industri dan yang pada akhirnya, dapat dioperasionalkan dengan menggunakan data arsip. Penelitian ini menghubungkan tipologi strategi dengan risiko *crash* dan berpendapat bahwa

perusahaan yang menerapkan strategi bisnis lebih inovatif lebih rentan terhadap risiko *crash* dengan alasan sebagai berikut:

Pertama, pertumbuhan yang cepat yang dialami oleh strategi bisnis *prospectors* dapat meningkatkan kemungkinan penyimpangan pelaporan keuangan yang berasal dari laporan keuangan buram, salah satu penentu utama risiko *crash* (Jin dan Myers, 2006; Hutton *et al*, 2009.). Pertumbuhan saham yang *underperformed* secara historis berhubungan terhadap saham-saham lain dalam hal *return* saham yang direalisasikan, pertumbuhan perusahaan, dalam banyak kasus, tidak dapat memenuhi harapan optimis investor tentang prospek pertumbuhan saham. Ketika harapan ini tidak terpenuhi, dapat menyebabkan harga saham mengalami penurunan (Lakonishok, Shleifer, dan Vishny, 1994). Hal ini memotivasi manajer dalam perusahaan untuk menahan berita buruk dan melakukan *overvaluation*. Skinner dan Sloan (2002) menemukan bahwa pertumbuhan saham menunjukkan respon negatif yang jauh lebih besar untuk laba negatif, sehingga memotivasi manajer kembali untuk menunda rilis berita buruk di pasar dan, akibatnya, meningkatkan risiko *crash*.

Kedua, perbedaan dalam struktur kompensasi eksekutif antara strategi bisnis *prospector* dan *defender* juga berkontribusi terhadap kemungkinan risiko *crash*. Fokus strategi bisnis *prospector* pada inovasi (antara lain investasi besar dalam R & D) menghasilkan ketidakpastian hasil yang lebih besar dan, dengan demikian, membutuhkan kontrak kompensasi dengan perspektif jangka panjang (insentif kompensasi berbasis saham) yang menyebabkan risiko manajerial (Rajagopalan 1997; Singh dan Agarwal 2002). Balsam, *et al.* (2011) menemukan bahwa penekanan atas peningkatan penjualan untuk menentukan kompensasi eksekutif pada perusahaan yang menerapkan strategi kepemimpinan biaya,

sedangkan untuk perusahaan yang menerapkan strategi diferensiasi terdapat penurunan tekanan untuk menggunakan ukuran akuntansi guna menentukan kompensasi eksekutif, sehingga membutuhkan investasi pada pengenalan produk inovatif yang mana perlakuan akuntansi gagal untuk menangkap penciptaan nilai tersebut.

Meskipun kompensasi insentif jangka panjang dirancang untuk menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling 1976), manajer dikatakan bersalah karena telah mengelola pendapatan untuk memaksimalkan kompensasi mereka. Misalnya, Bartov dan Mohanram (2004) menemukan bukti manajemen laba yang mengarah pada *option exercises*. Cheng dan Warfield (2005) menemukan bahwa *stock option exercises* dan kepemilikan mendorong insentif bagi perusahaan untuk memenuhi target pendapatan. Bergstresser dan Thomas (2006) berpendapat bahwa terdapat periode pada saat perusahaan menentukan sahamnya dan membuat asumsi – asumsi yang lebih agresif dalam “*defined benefit pension plan*”. Praktik manajemen laba terjadi ketika struktur kompensasi eksekutif *prospectors* memungkinkan mereka untuk menunda merilis berita buruk. Penundaan berita buruk tersebut dapat meningkatkan risiko *crash* secara substansial. Di sisi lain, fokus strategi *defender* pada efisiensi (misalnya, untuk bersaing atas dasar biaya produk) menghasilkan kurang ketidakpastian hasil dan memungkinkan kontrak kompensasi untuk mengambil perspektif jangka pendek (Rajagopalan, 1997).

Kecenderungan *prospector* untuk menahan berita buruk, dan probabilitas berikutnya yang lebih tinggi dari risiko *crash*, juga dapat didasarkan pada pengamatan bahwa *prospector* menderita tingkat asimetri informasi yang lebih tinggi dibandingkan dengan rekan-rekan *defender* (Kothari *et al.*, 2009). Asimetri

informasi yang lebih tinggi menginduksi manajer untuk memanipulasi pelaporan keuangan (Schipper, 1989). Penelitian ini merupakan penelitian terbaru yang menghubungkan strategi bisnis perusahaan terhadap risiko *crash* harga saham, sehingga pengembangan hipotesis penelitian ini tidak menggunakan arah (*two tail*). Dapat disimpulkan bahwa *prospectors* lebih mungkin untuk mengalami risiko *crash* di masa depan. Berdasarkan argumen ini penelitian ini mengembangkan hipotesis sebagai berikut:

H1a: Strategi bisnis perusahaan *prospector* berpengaruh terhadap risiko *crash* harga saham.

H1b: Strategi bisnis perusahaan *defender* berpengaruh terhadap risiko *crash* harga saham

### **3.2.2 Pengaruh Kompetisi Pasar Ekuitas terhadap Risiko *Crash* Harga Saham**

Jika investor adalah *price taker*, jika perdagangan investor tidak mempengaruhi harga saham, pasar dikatakan kompetitif sempurna. Setiap investor dapat menemukan investor lain yang bersedia melakukan perdagangan dengan harga pasar tertentu. Namun, ketika pasar kompetitif tidak sempurna, perdagangan investor individu dapat berdampak pada harga. Isu ini menjadi sangat penting ketika informasi dibagi di pasar ekuitas dengan cara yang tidak seimbang. Dalam kondisi ini, akan menjadi perdagangan para pedagang informasi yang memiliki dampak terbesar terhadap harga.

Kemampuan manajer untuk menyembunyikan berita buruk secara kritis bergantung pada premis bahwa berita semacam itu belum ditemukan oleh pelaku pasar lainnya. Namun, terdapat cukup bukti bahwa analis dan juga institusi sementara merupakan sumber informasi lain. Oleh karena itu, mungkin meskipun

manajer bertujuan untuk menyembunyikan berita buruk, berita semacam itu masih ditemukan sebagai bagian dari pencarian informasi pribadi dari investor (institusi) informasi. Namun, dari pembahasan sebelumnya kita tahu bahwa sejauh mana investor yang diinformasikan bersedia berdagang pada informasi semacam itu dan dengan demikian sejauh mana berita yang ditemukan secara pribadi (buruk) disita dalam harga saham, bergantung pada tingkat persaingan pasar ekuitas. Jika jumlah investor meningkat, dampak harga dari perdagangan investor yang diinformasikan akan menurun, sehingga mengurangi biaya perdagangan dan meningkatkan kesediaan mereka untuk memperoleh dan memperdagangkan informasi pribadi. Akibatnya, kemampuan manajer untuk menumpuk berita buruk secara signifikan berkurang di pasar ekuitas yang kompetitif, yang seharusnya memanifestasikan dirinya dalam probabilitas penurunan harga saham yang lebih rendah. Hipotesis penelitian ini sebagai berikut:

H<sub>2</sub>: Kompetisi pasar ekuitas berpengaruh terhadap risiko *crash* saham.

### **3.3.3 Pengaruh Strategi Bisnis *Prospector* terhadap Risiko *Crash* Harga Saham melalui *Overvalued Equities***

Hipotesis ketiga peneliti meneliti tentang *overvalued equities*, melalui hubungan positif antara strategi bisnis dan risiko *crash*. Jensen (2005) menyatakan bahwa teori *overvalued* dapat disebabkan oleh jenis biaya agensi baru yaitu biaya agensi *overvalued equities*. *Overvalued* dapat menciptakan kerugian kesejahteraan yang besar dengan mengurangi kepercayaan investor terhadap integritas pasar modal dan mendorong tindakan manipulasi biaya yang harus dilakukan oleh regulator. Ekuitas yang terlalu rendah juga cenderung



menghasilkan hasil yang tidak efisien untuk kontrak berdasarkan harga saham (Beneish dan Nichols, 2009)

Jensen (2005) berpendapat bahwa manajer memiliki insentif untuk memperpanjang *misvaluation* melalui manipulasi laba karena "... seseorang dibayar bukan untuk apa yang manajer lakukan, tetapi untuk apa yang manajer lakukan relatif terhadap beberapa target. Hal ini menyebabkan seseorang untuk memainkan sistem dengan memanipulasi untuk memenuhi target mereka. Situasi ini sangat kontraproduktif antara target berdasarkan anggaran dan sistem kompensasi yang memberikan landasan leluasa untuk efek merusak dari permainan manajemen laba dengan pasar modal". *Overvalued equities* meningkatkan harapan investor tentang masa depan perusahaan meskipun, menurut definisi, perusahaan yang *overvalued* tidak memiliki peluang investasi dengan NPV yang positif, yang cukup untuk membenarkan penilaian pasar.

Hasil penelitian Habib dan Mostafa (2017) menunjukkan bahwa strategi bisnis *prospectors* akan rentan terhadap *overvalued equity* karena terdapat bukti yang menunjukkan bahwa investor memiliki ekspektasi optimis tentang prospek pertumbuhan saham (Lakonishok *et al.*, 1994; Skinner dan Sloan, 2002). La Porta, *et al* (1997) menunjukkan bahwa tingkat *return* tidak terkonsentrasi secara proporsional di seputar pengumuman laba. Konsentrasi *return* pada pengumuman laba ini menunjukkan bahwa harapan yang terdapat dalam harga mengandung kesalahan sistematis yang dapat menghasilkan dampak yang dapat diprediksi saat laba masa depan diumumkan. *Overvaluation* mengarah pada pengelolaan oportunistik laba yang menghancurkan nilai dan laporan keuangan buram yang dapat merusak kemampuan pasar modal untuk

memasukkan informasi spesifik perusahaan secara bertahap ke dalam harga saham.

Bergman dan Roychowdhury (2008) mengembangkan model teoritis yang menjelaskan bahwa manajer menahan berita buruk pada periode *overvaluation* dalam upaya untuk mempertahankan *overvaluation* tersebut. Namun, akibat informasi spesifik perusahaan negatif yang terus menumpuk, pada akhirnya akan menjadi mustahil bagi manajer perusahaan untuk menyembunyikannya dari investor, dan kemudian akumulasi informasi negatif dilepaskan ke pasar sekaligus. Pengembangan hipotesis penelitian ini berfokus pada strategi *prospector*, karena strategi *defender* tidak terdapat bukti yang cukup kuat terhadap *overvalued* equities yang didasarkan pada penelitian – penelitian sebelumnya. Berdasarkan argumen di atas penelitian ini mengembangkan hipotesis sebagai berikut:

H3: Strategi bisnis perusahaan *prospector* berpengaruh terhadap risiko *crash* harga saham melalui *overvalued equities*.