SEMINAR NASIONAL HASIL PENELITIAN 2023
"Penguatan Riset, Inovasi, Kreativitas Peneliti di Era 5.0"
LP2M-Universitas Negeri Makassar
ISBN: 978-623-387-152-5

Model Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan Publik di Indonesia

Hety Budiyanti [1], Annisa Pramaswari [2], Rezky Amalia Hamka [3]
Universitas Negeri Makassar
Email: hety.budiyanti@unm.ac.id

Abstrak. Pada mayoritas perusahaan-perusahaan di Eropa dan Asia (termasuk di Indonesia) yang didominasi oleh perusahaan keluarga, teori keagenen dan tata kelola perusahaan yang berlaku adalah yang fokus pada konflik kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Penelitian ini dilakukan dengan mengambil sampel perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2019-2021 yang mana struktur kepemilikan ultimatnya dapat ditelusuri melalui data yang dipublikasikan atau melalui database yang tersedia untuk publik. Model yang akan diuji menggunakan metode regresi data panel dengan variabel cronyman sebagai variabel pemoderasi. Softaware yang digunakan untuk mengolahh data adalah Eviews. Dari hasil penelitian diketahui bahwa terjadi kosentrasi kepemilikan di tangan pemegang saham pengendali terbesar yang menyebabkan meningkatnya konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Kosentrasi aliran kas merupakan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk menghindari tindakan ekspropriasi. Pernyataan ini didukung oleh pengaruh positif konsentrasi hak aliran kas terhadap dividen, dan pengaruh positif konsentrasi hak aliran kas terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas dapat dikurangi apabila konsentrasi hak aliran kas berada di tangan pemegang saham pengendali

Kata Kunci: Dividen, Ekspropriasi, Konflik keagenan, Struktur Kepemilikan

PENDAHULUAN

Pada awalnya, permasalahan keagenan yang terjadi dalam hubungan keagenan antara pemegang saham dan manajer perusahaan yang merupakan inti dari literatur tata kelola perusahaan adalah proposisi dari kasus kepemilikan saham perusahaan yang tersebar seperti yang umumnya dapat dilihat pada perusahaan-perusahaan besar di Amerika Serikat, Inggris dan Jepang. Dikenal dengan permasalahan keagenan tipe I (Berle dan Means, 1932; Jensen dan Meckling, 1976). Akan tetapi pada kenyataannya di perusahaan-perusahaan besar di seluruh dunia terdapat kepemilikan terkonsentrasi dan dominasi keluarga pada perusahaan sebagai bentuk struktur kepemilikan yang meluas (Shleifer dan Vishny, 1997; Claessens et al, 2000 dan 2002).

Pada mayoritas perusahaan-perusahaan di Eropa dan Asia yang didominasi oleh perusahaan keluarga, teori keagenen dan tata kelola perusahaan ini tidak berlaku karena karakteristik kepemilikan perusahaan yang berbeda dengan yang di Amerika Serikat, Inggris maupun Jepang. Dalam kasus perusahaan keluarga, keluarga memiliki

ISBN: 978-623-387-152-5

kendali seutuhnya atas perusahaan dan pada umumnya akan menunjuk para manajer dengan kepentingan yang sesuai dengan kepentingan mereka. Oleh karena itu, konflik kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas adalah isu utamanya seperti yang dikemukan oleh Shleifer dan Vishny (1997). Hasil temuan mereka adalah kemungkinan bahwa ekspropriasi kepada pemegang saham minoritas akan semakin meningkat seiring dengan hak kendali yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali mengalami peningkatan. Dikenal dengan permasalahan keagenan tipe II.

La Porta et al. (1999) adalah peneliti pertama yang mengungkapkan fakta bahwa kepemilikan terkonsentrasi adalah struktur kepemilikan yang mendominasi hampir seluruh perusahaan di seluruh dunia. Mereka juga merupakan peneliti pertama yang meneliti struktur kepemilikan dengan konsep ultimat (ultimate ownership). Sebelumnya tidak ada bukti sistematis yang menunjukkan pola kepemilikan perusahaan publik karena konsep yang digunakan adalah konsep kepemilikan immediat (immediate ownership).

Dalam merancang kelompok bisnis yang terdiri dari banyak perusahaan dibawah kendali keluarga, cukup populer bagi masing-masing perusahaan untuk dihubungkan melalui penggunaan struktur kepemilikan piramida. Juga dalam beberapa kasus terdapat kepemilikan silang antara kelompok perusahaan (Claessens et al., 2000). Dalam konteks kepemilikan yang rumit ini tidaklah mungkin untuk menemukan siapa yang memiliki hak suara paling banyak hanya dengan melihat kepemilikan immediat. Hal yang mungkin dilakukan untuk mengidentifikasi pengendali sesungguhnya dari perusahaan adalah dengan melacak kepemilikan silang dan struktur kepemilikan piramida, sehingga peneliti dapat menemukan pemilik ultimat dari perusahaan tersebut. Hal penting lainnya yang berkenaan dengan struktur kepemilikan ini adalah permasalah hak suara atau hak kendali (Control Right) yang melebihi hak arus kas (Cash flow Right). Hak suara atau hak kendali mengindikasikan hak sesungguhnya dari perusahaan sementara hak arus kas mengindikaskan hak kepemilikan atas perusahaan.

Ekspropriasi terhadap investor luar oleh pemegang saham pengendali akan terjadi dengan mudah karena adanya perbedaan antara hak suara dan hak arus kas. Hal ini disebabkan karena ketika hak kendali melebihi hak arus kas maka bagian pemegang saham pengendali akan tetap lebih rendah ketika perusahaan tersebut mengalami kerugian finansial karena kerugian yang ditanggung hanya sebesar hak arus kasnya saja dan bukan sebesar hak kendalinya yang lebih besar daripada hak arus kas. Fenomena pemisahan hak aliran kas dan hak kendali terjadi karena adanya konsentrasi kepemilikan perusahaan publik. Fenomena tersebut hanya dapat diidentifikasi dengan menggunakan konsep kepemilikan ultimat tidak dengan kepemilikan immediat yang selama ini digunakan.

ISBN: 978-623-387-152-5

Di Indonesia sendiri menurut aturan dewan direksi bursa efek Jakarta (sekarang Bursa Efek Indonesia) melalui Kep-305/BEJ/07-2004, yang dimaksud dengan pemegang saham pengendali adalah pemegang saham yang memiliki 25% atau lebih saham perusahaan atau pemegang saham yang dapat mempengaruhi manajemen atau kebijakan perusahaan walaupun sahamnya di perusahaan tersebut adalah kurang dari 25%. Sedangkan menurut PSAK No. 38 yang dimaksud dengan pemegang saham pengendali adalah pihak pengendali yang memiliki hak suara dalam perusahaan melebihi 50% baik secara langsung maupun tidak langsung.

Easterbrook (1984) merupakan peneliti pertama yang mencoba untuk menggunakan dividen dalam menjelaskan masalah keagenan. Beberapa peneliti selanjutnya menggunakan kerangka keagenan untuk menguji pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap dividen dengan konsep kepemilikan ultimat seperti La Porta et al. (2000), Faccio et al. (2001), serta Gugler dan Yurtoglu (2003). Pada dasarnya, penelitian-penelitian di atas mengajukan dua argumen yang berbeda tentang pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap dividen, yaitu PIE (Positive incentive effect) dan NEE (Negative entrenchement effect). Argumen yang bertentangan ini terkait dengan adanya pemisahan hak aliran kas dan hak kendali. Karena adanya pemisahan ini, hak aliran kas dan hak kendali tidak berjalan secara bersamaan karena keduanya memiliki implikasi yang berbeda terhadap kebijakan dan nilai perusahaan (Claesens et al., 2000).

Berdasarkan argumen PIE, pemegang saham pengendali memiliki insentif dan kemampuan untuk melibatkan diri dalam aktivitas memaksimumkan nilai perusahaan dengan menggunakan kepemilikannya yang tinggi dalam memonitor manajemen. Berdasarkan argumen ini, konsentrasi kepemilikan berhubungan positif dengan pembayaran dividen. Beberapa penelitian yang mendukung argumen PIE seperti Guger dan Yurtogku (2003) dan Carvalhal-da-Silva dan Leal (2005).

Argumen NEE menyatakan bahwa pemegang saham pengendali menggunakan kendali yang dimilikinya untuk mendapatkan manfaat privat dengan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Insentif dan kemampuan melakukan ekspropriasi ini semakin besar apabila kendali pemegang saham pengendali melebihi hak aliran kas yang diperoleh melalui berbagai mekanisme seperti struktur kepemilikan piramida, lintas kepemilikan dan saham dengan hak suara berbeda. La Porta et al. (2000), Faccio et al. (2001), Gugler dan Yurtoglu (2003) serta Zhang (2005) menemukan bukti empiris yang mendukung argumen NEE.

Penulis juga tertarik untuk meneliti lebih lanjut mengenai argumen bahwa pengaruh dari pemisahan antara hak kendali dan hak arus kas dapat diputar balikkan ketika seorang peneliti mempertimbangkan pemisahan kendali dari manajemen. Untuk melakukan hal ini maka perlu dibedakan antara perusahaan keluarga dengan cronyman dari perusahaan non-keluarga tanpa cronyman. Hal ini disebabkan karena

ISBN: 978-623-387-152-5

perusahaan keluarga bergantung pada proses pengawasan informal karena pemilik keluarga cenderung memiliki hubungan yang sangat dekat dengan pihak manajemen.

Konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas semakin tinggi apabila pemegang saham pengendali juga terlibat dalam manajemen. Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen cukup tinggi, yaitu rata-rata terdapat 69% perusahaan publik Asia, Eropa dan Amerika (La Porta et al., 1999). Sebanyak 57% perusahaan publik di Asia dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang juga terlibat dalam manajemen perusahaan (Claessens et al., 2000). Bahkan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen adalah lebih tinggi di Eropa, yaitu terjadi pada 68% perusahaan publik Eropa (Faccio dan Lang, 2002). Selain memiliki cash flow right leverage (hak kendali melebihi hak aliran kas), La Porta et al. (1999) menyatakan kemampuan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi akan meningkat apabila ia juga terlibat dalam manajemen perusahaan. Pemegang saham pengendali tidak lagi sekedar mampu mempengaruhi manajemen, melainkan sudah merupakan bagian dari manajemen itu sendiri yang leluasa untuk melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya sendiri.

Dalam penelitian ini, penulis berencana untuk membagi tipe struktur kepemilikan perusahaan menjadi: (i) perusahaan dimana hak kendali melebihi hak arus kas, dan (ii) perusahaan yang dikelola oleh pemilik perusahaan; yaitu, perusahaan dengan cronyman. Berikut daftar pertanyaan penelitian yang akan penulis kembangkan dalam kesempatan ini:

1. Bagaimana pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen perusahaan?
2. Apakah hak kendali yang lebih besar daripada hak aliran kas merupakan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas?
3. Apakah peningkatan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi melalui mekanisme peningkatan hak kendali akan semakin tinggi apabila terdapat cronyman dalam perusahaan tersebut?

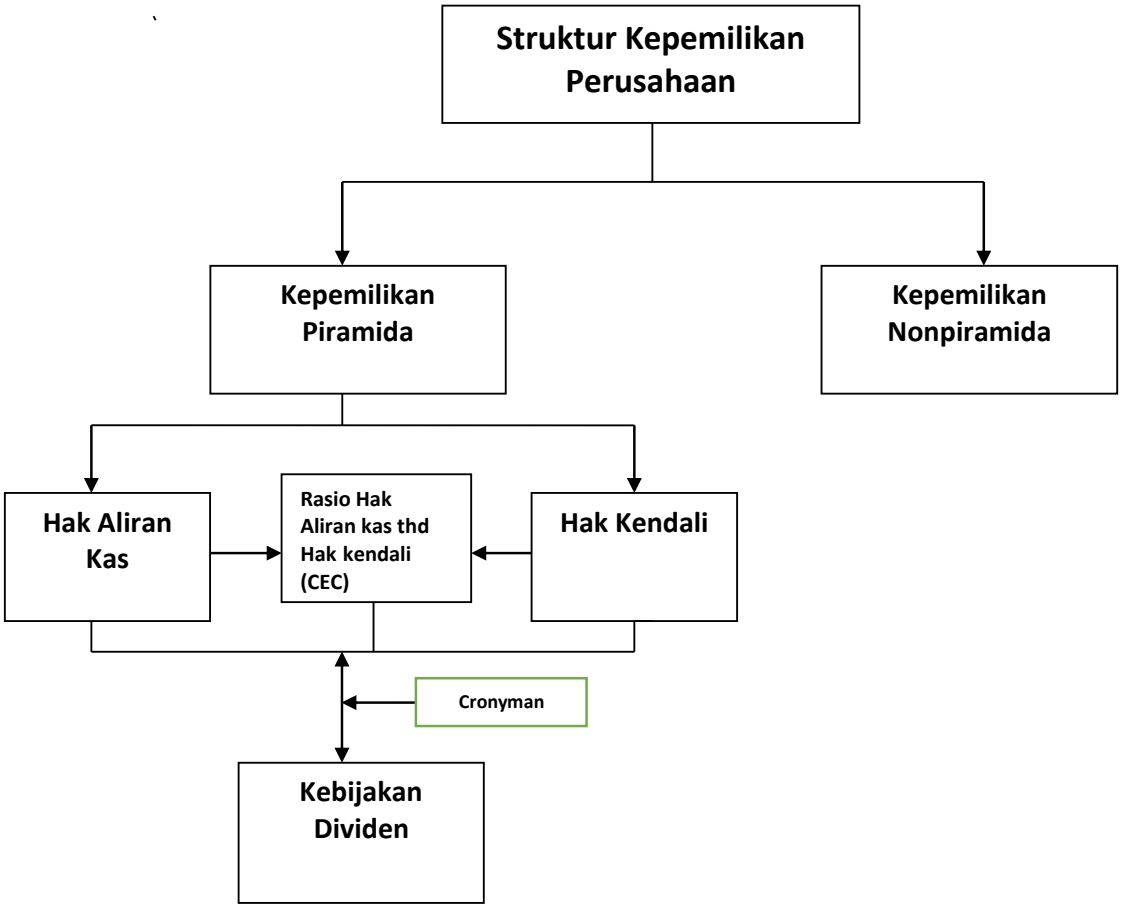
Selain itu, berikut adalah Hipotesa Penelitian:

1. H1) Hak aliran kas pemegang saham pengendali terbesar berhubungan positif dengan tingkat dividen yang dibayarkan perusahaan
2. H2) Hak kendali pemegang saham pengendali terbesar berpengaruh negatif terhadap tingkat dividen yang dibayarkan perusahaan.
3. H3) Hak kendali yang lebih besar daripada hak aliran kas pemegang saham pengendali terbesar berpengaruh negatif terhadap tingkat dividen yang dibayarkan perusahaan.

ISBN: 978-623-387-152-5

4. H4) Pengaruh negatif dari hak kendali yang lebih besar daripada hak aliran kas pemegang saham pengendali terbesar akan lebih tinggi apabila terdapat cronyman dalam perusahaan tersebut.

Berikut Bagan model penelitian yang akan digunakan dalam penelitian ini.



Gambar 2.1 Model Penelitian

METODE PENELITIAN

Model Empiris

Model empiris digunakan untuk menguji hipotesis yang ada. Model akan diuji menggunakan metode regresi panel data dengan bantuan software stata.

Pengujian hipotesis tentang pengaruh hak aliran kas dan hak kendali terhadap dividen yang dibayarkan perusahaan menggunakan persamaan 1

DIV= α_20+ α_21 OWN+ α_22 CONT+ α_23 SZ+ α_24 PR+α_25 G+ α_26 TAN+α_27 DI+ ε_03.....(1)

Pengujian hipotesis tentang pegaruh perbedaan antara hak kendali dan hak aliran kas terhadap dividen akan menggunakan persamaan 2

ISBN: 978-623-387-152-5

DIV= ∂_20+ ∂_21 CEC+ ∂_22 CECHIGH+ ∂_23 CR+ ∂_24 CEC*CR+ ∂_25 SZ+∂_26 PR+∂_27 G+DI+ε_04.....(2)

Variabel dan Pengukurannya

Variabel dependen

Dividen. Dividen adalah distribusi laba perusahaan kepada pemegang saham. Dalam penelitian ini, variabel dividen diproksikan sebagai rasio pembayaran dividen dibagi laba bersih (Dividen/Laba bersih). Pengukuran ini mengacu kepada La Porta et al. (2000) dan Faccio et al. (2001).

Tabel 3.1. Variabel dependen dan Pengukurannya

Nama Variabel	Pengukuran yang digunakan
Dividen (DIV)	Dividen/Laba Bersih

Variabel Independen

Hak aliran kas (OWN). Hak aliran kas adalah klaim pemegang saham pemegang saham untuk memperoleh distribusi laba perusahaan berupa dividen (La Porta et al., 1999,2002; Claessens et al., 2000). Hak aliran kas terdiri dari hak aliran kas langsung dan tidak langsung. Hak aliran kas langsung merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pada perusahaan publik atas nama dirinya sendiri. Hak aliran kas tidak langsung merupakan jumlah perkalian prosentase kepemilikan pemegang saham pengendali terhadap dividen secara tidak langsung melalui mekanisme kepemilikan terhadap perusahaan. Hak aliran kas pemegang saham adalah penjumlahan dari hak aliran kas

Hak Kendali (CONT). Hak kendali (control right) adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta et al., 1999). Sejalan dengan La Porta et al. (1999), IAI (dalam PSAK 4, PSAK 7, PSAK 22, dan PSAK 38) mendefinisikan kendali sebagai hak suara untuk menentukan kebijakan keuangan dan operasi suatu perusahaan agar dapat menikmati manfaat dari kegiatan perusahaan tersebut. Dalam hal ini, hak kendali diukur dengan hak suara. Hak kendali meliputi hak kendali lansung (direct control right) dan hak kendali tidak langsug (indirect control right). Hak kendali langsung adalah persentase yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali atas nama dirinya pada sebuah perusahaan. Dengan pengertian diatas, maka hak kendali langsung sama dengan hak aliran kas langsung. Karena itulah dalam konsep kepemilikan immediat tidak ada isu pemisahan hak aliran kas dengan hak kendali. Hak kendali tidak langsung adalah penjumlahan atas hak kendali minimum dalam setiap rantai kepemilikan (La Porta et al., 1999). Dengan kata lain dapat dikatakan bahwa hak kendali adalah penjumlahan hubungan paling lemah dalam

ISBN: 978-623-387-152-5

setiap rantai kepemilikan. Dengan demikian, hak kendali pemegang saham adalah hasil penjumlahan antara hak kendali langsung dan hak kendali tidak langsung.

Control in excess of cash flow right (CEC). CEC adalah rasio antara hak kendali terhadap hak aliran kas yang dimiliki oleh pemegang saham terbesar. Semakin besar rasio hak kendali terhadap hak aliran kas maka akan semakin besar peningkatan kendali pemegang saham melebihi hak aliran kasnya. Hak kendali itu sendiri adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta et al., 1999). Hak kendali meliputi hak kendali langsung dan hak kendali tidak langsung. Hak kendali langsung adalah prosentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali atas nama dirinya sendiri pada sebuah perusahaan. Hak kendali tidak langsung adalah penjumlahan atas hak kendali minimum dalam setiap rantai kepemilika (La Porta et al., 1999). Dengan kata lain dapat dikatakan bahwa hak kendali adalah penjumlahan hubungan paling lemah dalam setiap rantai kepemilikan. Dengan demikian, hak kendali pemegang saham adalah hasil penjumlahan antara hak kendali langsung dan hak kendali tidak langsung.Pengukuran CEC mengikuti Bunkanawicha (2008) serta Driffield et al. (2007).

CECHIGH. Variabel ini adlaah variabel dummy yang akan bernilai 1 apabila hak kendali dari pemegang saham terbesar adalah lebih tinggi daripada hak aliran kas dan jika perbedaan ini lebih tinggi dari nilai median dari perbedaan dalam perusahaan-perusahaan dimana hak kendali dan hak aliran kasnya berbeda, dan akan bernilai 0 apabila sebaliknya yang terjadi. Pengikutsertaan variabel CEC dan CECHIGH ini diharapkan dapat menangkap hubungan non-monotonik, jika memang ada hubungan yang demikian (Driffield et al., 2007).

Tabel 3.2 Variabel Independen dan Pengukurannya

Nama Variabel	**Definisi dan Pengukuran Variabel**
Hak Aliran Kas (OWN)	Hak Aliran Kas Langsung + Hak Aliran Kas Tidak Langsung Hak aliran kas langsung: Persentase kepemilikan atas nama diri sendiri. Hak aliran kas tidak langsung: Perkalian persentase kepemilikan dalam setiap rantai kepemilikan.
Hak Kendali (CONT)	Hak kendali langsung + Hak Kendali tidak langsung Hak kendali langsung: Persentase kepemilikan atas nama diri sendiri Hak kendali tidak langsung: Jumlah kepemilikan minimum di setiap rantai kepemilikan
CEC	Rasio Hak Kendali Terhadap Hak Aliran Kas

ISBN: 978-623-387-152-5

CECHIGH	• Nilai 1 jika Hak kendali pemegang saham terbesar melebihi hak aliran kasnya dan jika perbedaan ini melebihi median dari perusahaan-perusahaan yang hak kendalinya melebihi hak aliran kasnya. • Nilai 0 jika yang sebaliknya terjadi

Variabel Pemoderasi

Cronyman (CR) atau pemegang saham pengendali dalam manajemen. Konflik keagenan akan semakin besar apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen (La Porta et al., 1999). Hal ini terjadi karena pemegang saham pengendali memiliki kemampuan yang meningkat dalam melakukan ekspropriasi. Sebanyak 69% perusahaan di Asia, Eropa dan Amerika memiliki pemegang saham pengendali yang juga terlibat dalam manajemen perusahaan (La Porta et al., 1999). Variabel keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen perusahaan merupakan variabel dummy dengan nilai 1 apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen yang juga meliputi keluarga dan kerabatnya yang akan diidentifikasi dengan nama keluarga maupun hubungan perkawinan, dan akan bernilai 0 jika sebaliknya yang terjadi.

Variabel Kontrol

Ukuran perusahaan (SZ). Karena skalanya yang besar, kemungkinan konflik keagenan pada perusahaan besar relatif lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Perusahaan besar membagikan dividen lebih tinggi daripada perusahaan kecil untuk mengurangi masalah keagenan (Gaver dan Gaver, 1993). Oleh karena itu diprediksikan bahwa ukuran perusahaan berdampak positif terhadap pembayaran dividen. Biaya kebangkrutan bagi perusahaan besar lebih rendah, oleh karena itu perusahaan besar menggunakan lebih banyak utang daripada perusahaan kecil (Gaver dan Gaver, 1993). Perusahaan besar memiliki rasio utang yang lebih tinggi karena perusahaan besar lebih mudah meminjam dari bank atau mencari utang dari pasar modal (Titman dan Wessels, 1988). Kemudahan tersebut disebabkan oleh diversifikasi perusahaan besar yang menyebabkan risiko gagal bayar perusahaan besar dinilai lebih rendah. Oleh karena itu, ukuran perusahaan diprediksi berpengaruh positif terhadap utang. Karena konflik keagenan lebih besar pada perusahaan besar maka pemegang saham pengendali lebih waspada akan kemungkinan ekspropriasi pada perusahaan besar. Claessens et al. (2002) menemukan bahwa ukuran perusahaan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan ditentukan dengan logaritma total aktiva.

Profitabilitas (PR). Rajan dan Zingales (1995) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan penentu penting dalam penentuan pembagian dividen dan struktur

ISBN: 978-623-387-152-5

modal. Hal ini terjadi karena profitabilitas merupakan indikasi ketersediaan sumber dana internal dalam perusahaan. Apabila dana internal tersedia, perusahaan lebih mengutamakan penggunaan dana internal daripada dana eksternal, utang atau ekuitas sebagai sumber pendanaan (Myers dan Majluf, 1984). Pengaruh negatif profitabilitas terhadap utang didukung oleh Bunkanawicha et al. (2008), serta Du dan Dai (2005). Selain itu, perusahaan yang memiliki profitabilitas yang lebih baik memiliki kinerja yang lebih tinggi, hal ini didukung oleh Yeh et al. (2003) dan Harvey et al. (2004). Sejalan dengan Bunkanawicha et al. (2003), variabel profitabilitas diproksikan sebagai rasio antara laba bersih dengan total aktiva (Return on Total Asset atau ROA).

Pertumbuhan atau Growth (G). Myers (1977) menekankan permasalahan underinvestment yang mungkin terjadi dari pemegang ekuitas yang mungkin memilih untuk tidak berinvestasi dalam proyek-proyek dimana tingkat return sebagai besar dinikmati oleh pemilik hutang. Teori keagenan ini menunjukkan adanya hubungan yang negatif antara pertumbuhan dan tingkat hutang. Disisi yang lainnya, La Porta et al. (1999) menemukan bahwa tingkat dividen yang dibayarkan berhubungan negatif dengan tingkat pertumbuhan perusahaan karena perusahaan yang mengalami tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung menggunakan uang kas yang dimilikinya untuk mendanai kesempatan investasinya yang tinggi daripada dibayarkan dalam bentuk dividen. Untuk nilai perusahaan, Claessens et al. (2002) dan Faccio et al. (2003) menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan berhubungan positif dengan nilai perusahaan. Dalam penelitian ini, pertumbuhan diukur dengan perubahan nilai penjualan dari tahun sebelumnya.

Asset tangibility (TAN). Pendanaan dengan hutang terutama dari bank adalah metode pendanaan yang umum digunakan di negara-negara berkembang dimana sistem finansialnya beroperasi terutama dibawah ekonomi berdasarkan bank (Bunkanawicha, 2003). Dalam lingkungan dimana informasi asimetri masih dominan, aktiva tetap yang berwujud milik perusahaan sering berfungsi sebagai jaminan untuk mengurangi risiko dari pemberi pinjaman yang harus menanggung biaya keagenan hutang (Myers, 1977; Myers and Majluf, 1984). Oleh karena itu perusahaan dengan proporsi aktiva tetap yang lebih besar cenderung memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi. Sehingga ada hubungan positif antara asset tangibility dan tingkat hutang perusahaan. Variabel ini diukur dengan total altiva tetap dibagi dengan total aktiva.

Industry Dummy (DI). Sudah diterima oleh pandangan umum bahwa faktor-faktor industri penting terhadap struktur finansial, tingkat dividen yang dibayarkan dan nilai perusahaan. Masing-masing industri mungkin memiliki pola spesifik industri mengenai pendanaan, dividen dan pada akhirnya akan berpengaruh pada nilai perusahaannya yang disebabkan oleh sifat unik dari bisnis di masing-masing industri. Untuk mengendalikan pengaruh industri, para peneliti secara rutin menghilangkan pengaruh tetap industri dengan memasukkan variabel dummy industri kedalam persamaan. Oleh karena itu, dalam penelitian ini penulis merasa perlu untuk

ISBN: 978-623-387-152-5

memasukkan variabel industri dummy kedalam persamaan regresi untuk mengendalikan pengaruh industri yang mungkin ada.

Tabel 3.3. Variabel Kontrol dan Pengukurannya

Nama Variabel	Definisi dan Pengukurannya
Size (SZ)	Log Total Asset
Profitability (PR)	Laba bersih / Total Asset
Growth (G)	Perubahan penjualan dari tahun sebelumnya
Asset Tangibility (TAN)	Total aktiva tetap / Total Aktiva
Dummy Industri (DI)	Untuk mengendalikan pengaruh industri yang ada

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Deskripsi Data

Pada tabel 4.1. disajikan deskripsi variabel penelitian. Variabel dividen (DIV) memiliki nilai minimum nol menunjukkan bahwa tidak semua perusahaan sampel membayar dividen. Sebaliknya, nilai maksimum dividen yang tinggi yaitu 1.01 menunjukkan bahwa ada perusahaan sampel yang membagi dividen melebihi labanya dalam satu tahun tertentu. Nilai perusahaan (Q) yang tertinggi adalah 5,7 dan yang terendah sebesar 0,053. Secara umum dapat dikatakan bahwa dalam penelitian ini, perusahaan sampel yang digunakan memiliki rata-rata utang sebesar 32,7%, dividen yang dibayarkan sebesar 32,7% dan nilai perusahaan sebesar 1,365.

Tabel diatas berisi ringkasan deskripsi variabel penelitian. Pengukuran berbagai variabel penelitian tersebut adalah: DIV (dividen) = dividen/ laba bersih, OWN (hak aliran kas) = OWN langsung (persentase kepemilikan atas nama diri sendiri) + OWN tidak langsung (perkalian persentase kepemilikan dalam rantai kepemilikan), CONT (hak kendali) = CONT langsung (persentase kepemilikan atas nama diri sendiri) + CONT tidak langsung (jumlah kepemilikan minimum disetiap rantai kepemilikan), CEC (Control exceed Cash) = CONT/OWN, CECHIG = 1 jika hak kendali pemegang saham pengendali terbesar melebihi hak aliran kasnya dan jika perbedaan ini melebihi median dari perusahaan-perusahaan yang hak kendalinya melebihi hak aliran kasnya dan 0 jika lainnya. CR (Cronyman) = 1 jika pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen perusahaan dan 0 jika lainnya

ISBN: 978-623-387-152-5

Tabel 4.1. Deskripsi Data Penelitian

VARIABEL	DIV	OWN	CONT	CEC	CEC HIGH	CR	CEC *CR	SZ	PR	G	TAN
Mean	0.327	0.302	0.3990	3.901	0.4242	0.893	1.7802	9.5409	0.0579	0.3525	0.631
Median	0.285	0.226	0.3795	1.420	0.0000	1.000	1.2250	9.5462	0.0419	0.1547	0.548
Maximum	1.010	0.9350	0.9600	44.62	1.0000	1.000	11.299	11.104	0.7052	25.940	11.07
Minimum	0.00	0.0011	0.0530	0.000	0.0000	0.000	0.0000	6.5285	-0.346	-2.478	0.005
Std. Dev.	0.235	0.2353	0.2040	8.968	0.4954	0.308	1.9663	0.8133	0.0981	1.9305	1.182
Observations	206	198	198	206	206	206	206	206	206	206	206

Pengujian Hipotesis 1a dan Hipotesis 1b

Hasil estimasi persamaan 1 tampak pada tabel 4.2. Dari tabel 4.2. dapat dilihat bahwa hipotesis 1a tidak didukung dan hipotesis 1b didukung. Dari temuan empiris dapat dikatakan bahwa hak aliran kas tidak berpengaruh terhadap dividen yang dibayarkan perusahaan, sedangkan hak kendali berpengaruh negatif terhadap dividen yang dibayarkan dan signifikan secara statistis pada alpha 1%. Model yang digunakan dalam menjelaskan dividen tidak memiliki daya penjelas yang baik seperti yang dilihat dari nilai adjusted R2 yang hanya sebesar 8,8% saja dan nilai uji F yang hanya signifikan secara statistis pada alpha 10% saja.

Tabel 4.2. Hasil Pengujian Hipotesis 1a dan Hipotesis 1b

$$DIV = \alpha_{20} + \alpha_{21}OWN + \alpha_{22}CONT + \alpha_{23}\,SZ + \alpha_{24}PR + \alpha_{25}\,G + \alpha_{26}TAN + \alpha_{27}DI + \varepsilon_{03}$$ .....Persamaan 3

Model Summary[b]

Model		R Square	Adjusted R Square	F	Sig.
1	.315[a]	.099	.088	1.562	.10[a]

a. Predictors: (Constant), TAN, SZ, G, CONT, PR, OWN

b. Dependent Variable: DIVIDEN

Coefficients[a]

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Hipotesis
	B	Std. Error	Beta			
(Constant)	.311	.362		.860	.391	
OWN	.432	.362	.228	1.191	.235	Tidak didukung

ISBN: 978-623-387-152-5

CONT	-.329	.413	-.150	-.797	.024**	Didukung
SZ	-.014	.037	-.028	-.386	.700	
PR	.635	.342	.138	1.858	.065*	
G	-.013	.050	-.018	-.253	.801	
TAN	-.023	.032	-.053	-.741	.459	

***Didukung secara statitis pada alpha 1%; ** didukung secara statistis pada alpha 5%; *didukung secara statistis pada alha 10%.

Peneliti menyimpulkan bahwa temuan ini disebabkan karena masih rendahnya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan publik yang menjadi sampel dalam penelitian ini, dimana setiap tahunnya hanya rata-rata 32,7% perusahaan publik saja yang membayarkan dividen sedangkan sisanya tidak membayarkan dividen. Selain itu, pada tahun 2012 baru sedikit sekali perusahaan publik yang mengumumkan pembayaran dividennya untuk tahun tersebut yaitu hanya sekitar 12% saja dari sampel yang sudah mengumumkan pembayaran dividen. Akibatnya, model yang digunakan menjadi kurang baik dalam menjelaskan dividen perusahaan sampel.

Temuan empiris yang didapatkan dalam penelitian ini tidak konsisten dengan argumen PIE (Positive Increasing Effect) seperti yang ditemukan dari hasil penelitian Gugler dan Yurtoglu (2003), Lefort dan Walker (2005), serta Siregar (2006). Sehingga apabila dikaitkan dengan konflik keagenan maka tidak dapat dibuktikan dalam penelitian ini bahwa konsentrasi hak aliran kas dapat digunakan untuk mengatasi masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas.

Dukungan terhadap hipotesis 1b yang menyatakan bahwa hak kendali pemegang saham pengendali terbesar berhubungan negatif terhadap dividen dan signifikan secara statistis pada alpha 5%. Konsentrasi hak kendali berimplikasi secara berbeda dari konsentrasi hak aliran kas (Claessens et al., 2000). Konsentrasi hak kendali menggambarkan konsentrasi hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta et al., 1999). Pengaruh negatif konsentrasi hak kendali terhadap dividen sejalan dengan argumen NEE (Negative Entrechement Effect). Berdasarkan argumen NEE, pemegang saham pengendali termotivasi untuk menggunakan konsentrasi kendali yang dimilikinya dalam rangka memanfaatkan manfaat privat melalui ekspropriasi terhadap pemegang saham lainnya. Gaji dan tunjangan yang tinggi, bonus dan kompensasi yang besar, dana pensiun yang tinggi, tunnelling (perjanjian kontraktual seperti harga transfer), penjualan hak kontrol dan freezing out (penjualan saham kepada pihak yang terkait dengan pemegang saham pengendali) merupakan contoh ekspropriasi yang mungkin dilakukan oleh pemegang saham pengendali (Gilson dan Gordon, 2003).

ISBN: 978-623-387-152-5

Pengujian Hipotesa 1c dan Hipotesa 1d

Hipotesa 1c memprediksi bahwa control exceed cashflow (CEC) dan CECHIGH pemegang saham pengendali terbesar berpengaruh negatif terhadap dividen yang dibayarkan perusahaan. Hipotesis ini diuji dengan menggunakan persamaan 2. Hipotesis ini didukung apabila berdasarkan hasil estimasi persamaan 2 tersebut ditemukan bahwa ∂_21 dan ∂_22 adalah negatif. Hipotesa 1d memprediksi bahwa pengaruh negatif dari CEC pemegang saham pengendali terbesar terhadap dividen yang dibayarkan oleh perusahaan akan lebih besar apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen perusahaan (Cronyman). Hipotesis ini diuji dengan persamaan 2. Hipotesis ini didukung apabila berdasarkan hasil persamaan 2 tersebut ditemukan bahwa ∂_25 adalah negatif. Hasil estimasi persamaan 2 tampak pada tabel 4.3.

Tabel 4.3. Hasil Pengujian Hipotesa 1c dan Hipotesa 1d

DIV= ∂_20+ ∂_21 CEC+ ∂_22 CECHIGH+ ∂_23 CR+ ∂_24 CEC*CR+ ∂_25 SZ+∂_26 PR+∂_27 G+DI+ε_04.....Persamaan 4

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	F	Sig.
1	.466[a]	.217	.207	1.741	.091*

a. Predictors: (Constant), X8, CEC*CR, CEC, X7, PR, SZ, CECHIGH, CR

b. Dependent Variable: DIVIDEN

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	HIPOTESIS
		B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.192	.396		.485	.628	
	CEC	-.020	.005	-.018	-1.144	.046**	Didukung
	CECHIGH	-.192	.074	-.102	-1.248	.023**	Didukung
	CR	-.242	.145	-.163	-1.665	.097*	
	CEC*CR	-.014	.019	-.063	-.767	.044**	Didukung
	SZ	-.018	.037	-.034	-.475	.635	
	PR	.548	.339	.119	1.619	.10*	
	G	-.017	.050	-.024	-.342	.733	
	TAN	-.023	.032	-.052	-.729	.467	

a. Dependent Variable: DIVIDEN

ISBN: 978-623-387-152-5

***Didukung secara statitis pada alpha 1%; ** didukung secara statistis pada alpha 5%; *didukung secara statistis pada alha 10%.

Hasil estimasi persamaan 4 pada tabel 4.3. menunjukkan koefisien ∂_21, ∂_22 dan ∂_25 konsisten negatif dan signifikan secara statistis pada alpha 5%. Nilai F hasil estimasi persamaan 4 juga signifikan secara statistis pada alha 10%. Dengan bukti empiris tersebut maka dapat dinyatakan bahwa hipotesis 1c dan hipotesis 1d didukung secara statistis, yaitu hak kendali yang melebihi hak aliran kas dari pemegang saham pengendali terbesar berpengaruh negatif terhadap dividen yang dibayarkan oleh perusahaan, serta keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen menyebabkan semakin negatifnya pengaruh CEC pemegang saham pengendali terbesar terhadap dividen.

Pengaruh negatif dari CEC dan CECHIGH terhadap dividen yang dibayarkan perusahaan dalam penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Gugler dan Yurtoglu (2003), Lefort dan Walker (2005), serta Siregar (2006). Semakin besarnya hak kendali yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali terbesar relatif terhadap hak aliran kasnya membuat mereka semakin termotivasi untuk melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham lainnya yaitu dengan mengurangi dividen yang dibayarkan oleh perusahaan agar sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan yang tersedia untuk mereka semakin besar. Pemegang saham minoritas rentan terhadap potensi perilaku ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali yang membatasi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham lainnya. Walaupun pemegang saham pengendali juga dapat menggunakan alasan penahanan dividen untuk kepentingan investasi demi pertumbuhan dan perkembangan perusahaan. Akan tetapi dari persamaan 4 dapat dilihat juga bahwa variabel kontrol yang digunakan dalam persamaan ini seperti ukuran perusahaan (SZ) dan pertumbuhan perusahaan (G) tidak berpengaruh terhadap dividen atau koefisiennya tidak signifikan secara statistis.

Pengaruh negatif interaksi antara CEC dengan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen (Cronyman) terhadap dividen yang dibayarkan oleh perusahaan menunjukkan bahwa konflik keagenan semakin besar antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas apabila pemegang saham pengendali juga bagian dari direksi dan komisaris perusahaan. Dengan jumlah 89% pemegang saham pengendali yang terlibat dalam manajemen perusahaan menunjukkan banyaknya pemegang saham pengendali yang berusaha meningkatkan kemampuannya mempengaruhi kebijakan perusahaan melalui keterlibatan dalam manajemen. Bukti empiris dalam penelitian ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali tidak sekedar mampu mempengaruhi kebijakan perusahaan, khususnya dividen, melainkan sudah menjadi bagian dari manajemen itu sendiri. Temuan empiris

ISBN: 978-623-387-152-5

ini juga menjadi bukti bahwa pemegang saham pengendali lebih leluasa untuk memanfaatkan CEC untuk kepentingan privat melalui kebijakan dividen dengan keterlibatannya dalam manajemen.

Konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas sudah terjadi dengan adanya peningkatan kendali melalui kepemilikan piramida dan lintas kepemilikan. Selain melalui kepemilikan piramida dan lintas kepemilikan, pemegang saham pengendali juga dapat meningkatkan kendalinya lebih lanjut melalui keterlibatannya dalam manajemen perusahaan (La Porta et al., 1999). Apabila hal ini terjadi, maka semakin besar konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Realitas konflik ini tergambar dengan terdaptnya pengaruh negatif interaksi CEC dengan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen terhadap pembayaran dividen perusahaan.

penting dalam penentuan pembagian dividen. Perusahaan publik yang menjadi sampel dalam penelitian ini juga tidak terlepas dari pentingnya profitablitas yang mereka dapatkan setiap tahunnya sebagai penentu penting dalam kebijakan dividen mereka.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa terjadi kosentrasi kepemilikan di tangan pemegang saham pengendali terbesar yang menyebabkan meningkatnya konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Kosentrasi aliran kas merupakan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk menghindari tindakan ekspropriasi. Pernyataan ini didukung oleh pengaruh positif konsentrasi hak aliran kas terhadap divide, pengaruh negatif konsentrasi hak aliran kas terhadap utang, dan pengaruh positif konsentrasi hak aliran kas terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas dapat dikurangi apabila konsentrasi hak aliran kas berada di tangan pemegang saham pengendali. Sebaliknya, konsentrasi hak kendali merupakan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk mendapatkan manfaat privat melalui ekspropriasi. Apabila terjadi konsentrasi hak kendali, pemegang saham pengendali melakukan tindakan ekspropriasi melalui dividen. Hal ini didukung oleh pengaruh negatif konsentrasi hak kendali terhadap dividen. Selain dengan konsentrasi hak kendali yang tinggi, keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen akan meningkatkan konflik keagenan dan menurunkan nilai perusahaan.

Penelitian ini juga menemukan adanya hubungan simultan antara varibel dependen yaitu antara dividen, dan struktur kepemilikan piramida yang pengaruhnya berbeda pada perusahaan yang pemegang saham pengendalinya terlibat dengan manajemen serta yang tidak terlibat dengan manajemen. Hal ini menunjukkan bahwa

ISBN: 978-623-387-152-5

dalam penelitian mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap utang, dividen maupun nilai perusahaan juga harus dipertimbangkan adanya hubungan simultan antara utang, dividen, nilai perusahaan dan struktur kepemilikan itu sendiri. Apabila peneliti tidak mempertimbangkan hubunga simultan antara variabel-variabel tersebut maka hasil penelitiannya dapat bias.

Saran

Untuk menghasilkan pengujian yang lebih robust sesuai dengan keterbatasan penelitian yang telah diuraikan dibagian sebelumnya, penelitian selanjutnya sebaiknya mengukur manfaat privat secara langsung berdasarkan aktivitas ekspropriasi yang terjadi serta menggunakan sampel perusahaan yang lebih banyak dan kurun waktu penelitian yang lebih panjang. Pengukuran seperti ini belum dapat dilakukan sekarang karena dokumentasi mengenai transaksi dan kejadian yang terkait degan ekspropriasi belum tersedia secara luas.

REFERENSI

Berle, A. and Means, G. 1932. The Modern Corporation and Private Property. Harcourt, Brace, & World, New York.

Carvalhal-da-Silva, A.L, and Leal, R.P. 2005. Corporate Governance Index, FirmValuation and Performance in Brazil. Revista Brasileira de Financas. Vol. 3, No. 1, pp. 1–1.

Claessens, S., Erik, F., and Luc, L. 2008. Political Connections and Preferential Accsess to Finance: The role of campaign contribution. Journal of Financial Economics, 88, pp. 554-580.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H., and Lang, L.H.P., 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. Journal of Finance 57, pp. 2741-2771.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H., and Lang, L.H.P., 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. Journal of Financial Economics 58, pp. 81-112.

Driffield, N., Mahambare, V., and Pal, S. 2005. Hoe Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Performance? Recent Evidence from East Asia. Economics of Transition 15, pp. 535-573.

Du, J. And Dai, Y. 2004. Ultimate Corporate ownership Structure and Capital Structure: Evidence from East Asia, Working Paper #13; Hong Kong; Chinese University Hong Kong.

Driffield, N., Pal, S., and Mahambare, V. 2007. How does ownership structure affect capital structure and firm value? Recent evidence from East Asia. Economics of Transition. Vol. 15, No. 3, pp. 535 – 573.

Easterbrook, F.H. 1984. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. American Economic Review. Vol. 74, No.4. pp. 650-659

ISBN: 978-623-387-152-5

Faccio, M., Lang, L.H.P., and Young, L. 2001. Dividends and Expropriation. American Economic Review 91, pp. 650-659.

Faccio, M., and Lang, L.H.P. 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. Journal of Financial Economics. Vol. 65, No.3, pp. 363-395.

Gaver, J.J. and Gaver, K.M. 1993. Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. Journal of Accounting and Economics, Vol. 16, No. 1, pp.125-160.

Gugler, K., Yurtoglu, B.B. 2003. Corporate Governance and Dividend-Payout Policy in Germany. European Economics Review 47, pp. 731-758.

Harvey, C.R, Lins, K.V., Roper A. H. 2004. The Effect of Capital Structure When Expected Agency Cost are Extreme. Journal of Financial Economics 74, pp. 3-30.

Jensen, M.C., and Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. Journal of Financial Economics 3, pp. 305-360.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. 2000. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. Journal of Finance, 55. pp. 1-33.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. 1999. Corporate Ownership Around the World. Journal of Finance 54, pp. 471-517.

Myers, S. C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. Journal of Financial Economics 5, pp. 147-175.

Myers. S. C. And Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment

Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have. Journal of Financial Economics. June, pp. 187-221

PSAK 4. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 4 tentang Laporan Keuanggan Konsolidasi.

PSAK 7. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 7 tentang PengungkapanPihak-pihak yang Mempunyai Hubungan Istimewa.

PSAK 22. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 22 tentang Akuntasi Penggabungan Usaha.

PSAK 38. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 38 tentang Akuntansi Restrukturisasi Entitas Sepengendali.

Rajan, R.G, and Zingales, L. 1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. Journal of Finance. Vol. 50, No. 5, pp. 1421-1460.

Shleifer, A., and Vishny, R.W. 1997. A Survey of Corporate Governance. Journal of Finance 52, pp. 737-783.

Titman, S., and Wesseles, R. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. Journal of Finance. Vol. 43, No.1, pp.1-19.

ISBN: 978-623-387-152-5

Yeh, Hin-Hua. 2005. Do Controlling Shareholders Enhance Corporate Value? Corporate Governance. Vol.13, No.2, pp.313-325.

Yeh, Yin-Hua; Ko, Chen-En; dan Su, Yu-Hui. 2003. Ultimate Control and Expropriation of Minority Shareholders: New Evidence from Taiwan. Academia Economic Papers. Vol. 31, No.3. pp.263-299.