

EKSPPROPRIASI PEMEGANG SAHAM MINORITAS DALAM KEPEMILIKAN ULTIMAT: PENGARUH PEMISAHAN HAK ALIRAN KAS DENGAN HAK KONTROL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Johan Djayanto

Lindrawati *

Budianto Tedjasuksmana

Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya

** lindrawati@uktwms.ac.id*

ARTICLE INFO

Article history:

Received October 23, 2012

Revised November 19, 2013

Accepted December 25, 2013

Key words:

Ekspropriasi, Pemegang Saham Minoritas, Nilai Perusahaan, Kepemilikan Ultimat, Hak Aliran Kas

ABSTRACT

Concentrated ownership embedded in publicly-owned companies' organizational structure could trigger the expropriation of minority shareholders. Such expropriation happens when the control rights are bigger than the cash flow rights held. Separation between the two could be approached using a number of ownership mechanisms, such as pyramid ownership and cross-holding. Based on the concept of ultimate ownership, the objectives are to examine and analyse (1) the impacts of cash flow rights and control rights on the firm value, and (2) the extent to which the involvements of controlling shareholders in top management and the presence of second controlling shareholders as moderate variables influence the phenomena explained. The research design is quantitative. The target research population is Indonesian publicly-owned companies listed in the Indonesian Stock Exchange between the years 2007-2011. Samples are collected using purposive sampling technique accumulating to 1,895 observations with a 10% cut-off point on the control rights. Statistical evaluation are done through multiple regression tool. It was found that the controlling shareholders' cash flow rights positively affect firm value, whilst control rights do not have any significant impact. The involvements of controlling shareholders in top management as moderate variable could amplify the negative effect of cash flow right leverage towards firm value, whereas calibration of those effect with the presence of second controlling shareholders as moderate variable does not yield significant results as was firstly hypothesized.

ABSTRAK

Konsentrasi kepemilikan dalam struktur kepemilikan perusahaan publik dapat memicu terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Ekspropriasi tersebut terjadi apabila hak kontrol pemegang saham pengendali melebihi hak aliran kas yang dimilikinya. Pemisahan hak aliran kas dengan hak kontrol tersebut dapat terjadi melalui berbagai mekanisme kepemilikan, misalnya kepemilikan piramida dan lintas kepemilikan. Melalui konsep kepemilikan ultimat, penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh hak aliran kas dan hak kontrol pemegang saham pengendali terhadap nilai perusahaan, serta bagaimana pengaruh keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen dan keberadaan pemegang saham pengendali kedua sebagai variabel moderasi dalam fenomena pemisahan hak aliran kas dengan hak kontrol tersebut. Desain penelitian adalah kuantitatif. Objek penelitian adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007-2011. Pengambilan sampel menggunakan teknik purposive sampling dan diperoleh 1.895 pengamatan dengan pisah batas hak kontrol 10%. Teknik analisis data dilakukan dengan analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hak aliran kas pemegang saham pengendali berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan hak kontrol tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen sebagai variabel moderasi mampu memperkuat pengaruh negatif cash flow right leverage terhadap nilai perusahaan, sedangkan pengujian pengaruh tersebut dengan keberadaan pemegang saham pengendali kedua sebagai variabel moderasi tidak memberikan hasil signifikan sesuai dengan ekspektasi awal.

PENDAHULUAN

Masalah keagenan menjadi isu sentral dalam berbagai literatur keuangan karena adanya keterbatasan dari pemilik yang tidak dapat mengelola sendiri perusahaannya secara langsung seiring dengan semakin besar perusahaan dan skala usahanya. Teori keagenan (*agency theory*) menjelaskan bahwa hubungan keagenan muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut (Jensen dan Meckling, 1976; dalam Ujiyantho dan Pramuka, 2007). Masalah keagenan yang sering terjadi antara *principal* dan *agent* adalah munculnya konflik kepentingan ketika *agent* tidak selalu berbuat sesuai dengan kepentingan *principal*. Pemegang saham secara individual tidak dapat mengendalikan manajemen jika kepemilikan saham tersebar. Hal tersebut mengakibatkan perusahaan dapat dijalankan sesuai dengan keinginan manajemen itu sendiri sehingga memicu munculnya biaya keagenan (*agency cost*).

Pergeseran dari konflik antara pemegang saham dengan manajemen menjadi konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (*minority shareholders*) menimbulkan masalah keagenan baru. Pemegang saham minoritas sebagai pihak-pihak yang memiliki saham perusahaan dalam jumlah yang terbatas atau sedikit sehingga tidak jarang hanya dijadikan sebagai pelengkap dalam sebuah perusahaan. Pola pengambilan keputusan didasarkan atas besarnya persentase saham yang dimiliki sehingga dalam mekanisme pengambilan keputusan di perusahaan dapat dipastikan pemegang saham minoritas ini akan selalu kalah dibanding pemegang saham mayoritas. Hal tersebut mengakibatkan pemegang saham mayoritas memiliki kendali mutlak dibanding pemegang saham minoritas, sehingga memberikan celah bagi pemegang saham mayoritas untuk melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya dan merugikan pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997; dalam Siregar, 2008).

Di Indonesia, banyak kepemilikan perusahaan public cenderung mengarah kepada kepemilikan terkonsentrasi. Kepemilikan terkonsentrasi tersebut dilakukan oleh pemegang saham mayoritas yang juga merupakan pemegang saham pengendali (*controlling shareholders*), baik keluarga maupun investor yang kaya (Yeh, Ko, dan Su, 2003). Fenomena ini terjadi karena berbagai mekanisme kepemilikan, khususnya kepemilikan piramida dan lintas kepemilikan, lazim ditemukan di negara berkembang, termasuk Indonesia dan sebagian negara maju. Claessens, Djankov, dan Lang (2000) dalam surveinya menemukan bahwa 93% perusahaan public di Asia Timur (termasuk 178 perusahaan publik di Indonesia) dikendalikan oleh pemegang saham pengendali dan kontrol utama dari mayoritas perusahaan publik adalah keluarga. Porsi control keluarga di negara Indonesia adalah yang tertinggi yaitu 71,5%. Febrianto (2005) menemukan bahwa terdapat 92% perusahaan publik di Indonesia yang memiliki kepemilikan terkonsentrasi dengan pisah batas hak kontrol 20%. Siregar (2008) mendukung penelitian-penelitian terdahulu dan menyatakan bahwa 99% perusahaan publik di Indonesia memiliki kepemilikan terkonsentrasi dengan pisah batas hak kontrol 10%.

Adanya konsentrasi dalam struktur kepemilikan dapat memicu terjadinya risiko ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Ekspropriasi didefinisikan sebagai suatu proses penggunaan kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens, Djankov, Fan, dan Lang, 2000b). Pemegang saham pengendali yang merupakan pemegang saham mayoritas juga dapat mengendalikan suatu perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung melalui perusahaan lain. Kemampuan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi meningkat apabila pemegang saham pengendali tersebut juga terlibat dalam manajemen sehingga kemampuan pemegang saham pengendali akan lebih besar dalam mempengaruhi kebijakan perusahaan (La Porta, Silanes, dan Shleifer, 1999). Pasar juga akan lebih waspada terhadap tindakan ekspropriasi pada perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali tunggal (Gugler dan Yurtoglu, 2003).

Konsentrasi kepemilikan tersebut juga menyebabkan adanya pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol dalam suatu perusahaan karena kedua pendekatan tersebut tidak dapat berjalan secara bersamaan. Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta dkk., 1999). Klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan diwujudkan dalam bentuk penerimaan

dividen atas laba yang diperoleh perusahaan dalam suatu periode. Sedangkan hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta dkk., 1999). Hak suara atau hak *voting* ini berperan dalam pengambilan keputusan perusahaan ketika diadakan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Hak aliran kas dan hak kontrol tersebut dapat berbeda karena adanya mekanisme peningkatan kontrol yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali melalui berbagai mekanisme seperti kepemilikan piramida (*pyramid ownership*), lintas kepemilikan (*cross-holding*), dan saham dengan hak suara berbeda (*dual-class shares*) (Siregar, 2007). Berbagai mekanisme tersebut memungkinkan adanya peningkatan kontrol yang melebihi hak kepemilikan dalam perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1997; dalam Siregar, 2008). Lemahnya perlindungan hukum terhadap investor yang menyebabkan investor yang merasa kurang terlindungi akan berusaha memproteksi diri dengan menjadi pemegang saham pengendali. Pemegang saham pengendali yang memiliki pengendalian penuh akan cenderung memanfaatkan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan pribadi yang tidak bisa diperoleh oleh pemegang saham minoritas jika kepemilikan saham telah melewati batas tertentu (Shleifer dan Vishny, 1997; dalam Sanjaya, 2010).

Pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol tersebut juga memiliki implikasi yang berbeda terhadap kebijakan dan nilai perusahaan (Claessens dkk., 2000b). Hak aliran kas sebagai klaim keuangan pemegang saham pengendali dalam perusahaan menyebabkan besar kecilnya dampak ekspropriasi bagi pemegang saham pengendali tergantung pada besar kecilnya hak aliran kas pemegang saham pengendali. La Porta dkk. (1999) berpendapat bahwa adanya hak aliran kas yang lebih besar merupakan komitmen pemegang saham pengendali untuk membatasi ekspropriasi. Konsentrasi hak aliran kas yang besar di tangan pemegang saham pengendali akan mengakibatkan perusahaan dijalankan secara benar (Yeh, 2005). Pemegang saham pengendali termotivasi untuk tidak melakukan ekspropriasi apabila dampak negatif penurunan nilai perusahaan besar bagi pemegang saham pengendali. Konsekuensi dari ekspropriasi dinilai terlalu mahal bagi pemegang saham pengendali (Claessens dkk., 2000b).

Sebaliknya, hak kontrol menjadi sumber insentif bagi pemegang saham pengendali untuk memperoleh manfaat privat. Menurut Johnson, La Porta, Silanes, dan Shleifer (2000), manfaat privat dari pemegang saham minoritas dapat diperoleh melalui *self-dealing transactions* (penjualan aset, *transfer pricing*, kelebihan kompensasi eksekutif, dan *loan guarantees*) atau tanpa melalui transfer aset (penerbitan saham *dilutif*, *insider trading*, *creeping acquisitions*, serta diskriminasi transaksi minoritas). Fan dan Wong (2000) menyatakan bahwa pemegang saham pengendali dapat melakukan tindakan *abuse of power* seperti ekspropriasi melalui hak kontrolnya yang dilindungi. Ketika manfaat privat atas kontrol yang dimiliki besar, pemegang saham pengendali akan berusaha untuk mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk menghasilkan manfaat privat tersebut. Apabila pemegang saham pengendali mampu mengendalikan perusahaan secara efektif, maka kebijakan mereka cenderung memicu timbulnya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Perbedaan yang timbul akibat pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol tersebut menimbulkan deviasi yang disebut dengan *cash flow right leverage*. Semakin besar deviasi hak aliran kas dan hak kontrol, maka semakin tinggi kontrol pemegang saham pengendali terhadap perusahaan melebihi hak aliran kasnya sehingga kemungkinan terjadinya ekspropriasi akan semakin besar. Ekspropriasi yang terjadi juga akan semakin besar apabila terdapat selisih yang besar antara hak aliran kas dan hak kontrol (Claessens dkk., 2000b).

Anggapan publik mengenai pengaruh negatif hak kontrol terhadap nilai perusahaan tidak sepenuhnya benar. Kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali dalam kepemilikan terkonsentrasi juga mampu memaksimalkan nilai perusahaan karena dalam beberapa kasus pemegang saham pengendali sangat berkepentingan terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham mencerminkan harga pasar saham perusahaan. Semakin besar nilai perusahaan mencerminkan public telah menilai harga pasar saham di atas nilai bukunya. Jensen dan Meckling (1976, dalam Kresnawati, 2007) menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan akan naik jika terdapat konsentrasi kepemilikan dalam perusahaan karena pemegang saham mayoritas dapat memonitor manajer dengan lebih baik dan turunnya biaya keagenan dalam melakukan negosiasi dan melaksanakan kontrak perusahaan dengan berbagai macam pemegang saham. Nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi

alat *monitoring* yang efektif (Slovin dan Sushka, 1993; dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Penelitian ini menggunakan konsep kepemilikan ultimat dalam menggambarkan fenomena konsentrasi kepemilikan yang menyebabkan timbulnya pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol. Melalui konsep ini rantai kepemilikan, pemegang saham pengendali, pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol, serta mekanisme peningkatan kontrol dalam perusahaan dapat diidentifikasi dengan jelas (La Porta dkk., 1999; dalam Siregar, 2008). Penggunaan konsep kepemilikan ultimat ini ditujukan untuk menjawab kelemahan-kelemahan yang ada dalam berbagai penelitian mengenai struktur kepemilikan yang menggunakan konsep kepemilikan imediat.

Jumlah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang meningkat setiap tahunnya mengakibatkan munculnya tren positif terhadap fenomena kepemilikan terkonsentrasi dalam perusahaan publik di Indonesia sehingga hal tersebut mendasari penelitian ini untuk menggunakan periode penelitian tahun 2007-2011 agar lebih menggambarkan fenomena tersebut, sedangkan objek penelitian yang digunakan adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tersebut. Variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran perusahaan dan profitabilitas. Ukuran perusahaan yang besar menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan dan profitabilitas yang tinggi menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan dan profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang bagus di masa yang akan datang sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Adanya pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan besar cenderung memberikan hasil operasi yang lebih besar sehingga memiliki kemampuan yang lebih besar untuk memberikan imbal balik investasi yang lebih menguntungkan dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan kecil. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi juga mampu menghasilkan laba yang tinggi sehingga mampu menjaga ekuitas tetap positif atau bahkan meningkat seiring dengan peningkatan laba ditahan. Perusahaan yang mampu menghasilkan laba lebih besar juga cenderung mampu melakukan pendanaan dengan sumber kas internal, sehingga laba yang dihasilkan bisa didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen ataupun ditahan untuk memperkuat modal yang berasal dari laba ditahan (Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011).

Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah: (1) Apakah hak aliran kas pemegang saham pengendali berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?; (2) Apakah hak kontrol pemegang saham pengendali berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan?; (3) Apakah keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen mampu memperkuat pengaruh negatif *cash flow right leverage* pemegang saham pengendali terhadap nilai perusahaan?; dan (4) Apakah keberadaan pemegang saham pengendali kedua mampu memperlemah pengaruh negatif *cash flow right leverage* pemegang saham pengendali terhadap nilai perusahaan? Tujuan dari penelitian ini adalah: (1) Menguji dan menganalisis pengaruh hak aliran kas pemegang saham pengendali dan hak kontrol pemegang saham pengendali terhadap nilai perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011; (2) Menguji dan menganalisis apakah hak kontrol pemegang saham pengendali berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011; (3) Menguji dan menganalisis apakah keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen mampu memperkuat pengaruh negatif *cash flow right leverage* pemegang saham pengendali terhadap nilai perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011; dan (4) Menguji dan menganalisis apakah keberadaan pemegang saham pengendali kedua mampu memperlemah pengaruh negatif *cash flow right leverage* pemegang saham pengendali terhadap nilai perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011.

KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kajian Literatur

Teori Keagenan

Sebuah perusahaan umumnya melibatkan suatu perjanjian kerja sama yang disebut sebagai kontrak dalam kegiatan usahanya. Kontrak tersebut dilakukan dengan melibatkan pihak lain seperti in-

vestor, manajer, pegawai, *supplier*, penyedia modal, serta regulator atau pemerintah dengan tujuan agar masing-masing pihak yang terlibat akan saling memberikan keuntungan. Jensen dan Meckling (1976, dalam Ujiyantho dan Pramuka, 2007) menjelaskan bahwa hubungan keagenan muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut. *Principal* merupakan pemegang saham atau investor, sedangkan *agent* merupakan manajemen sebagai pengelola perusahaan.

Hubungan antara *principal* dan *agent* tidak lepas dari timbulnya konflik yang disebabkan oleh situasi tertentu. Situasi yang dapat menyulut terjadinya konflik tersebut dapat berupa perbedaan kepentingan antara *principal* dan *agent* serta adanya asimetri informasi. Asimetri informasi terjadi akibat adanya pemisahan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan dimana *principal* mengalami kesulitan untuk memastikan bahwa *agent* benar-benar telah berusaha dan bekerja untuk kepentingan *principal*, dan juga disebabkan oleh adanya *adverse selection* yaitu manajemen sebagai pengelola perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak daripada pihak lain. Adanya situasi tersebut menyebabkan manajer yang memiliki kepentingan yang berbeda dengan *principal* akan menggunakan kesempatan tersebut untuk melakukan hal-hal yang dapat memaksimalkan kepentingannya sehingga timbul masalah keagenan (*agency problem*) dan mengakibatkan munculnya biaya keagenan (*agency cost*). Konflik ini disebut sebagai *Agency Problem I* (Villalonga dan Amit, 2006) atau *Type I Agency Costs* (Bozec dan Laurin, 2008).

Masalah keagenan tersebut tidak hanya terjadi pada pihak *principal* dan *agent* tetapi juga terjadi antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas pada perusahaan-perusahaan publik. Pemegang saham mayoritas tersebut mengelompokkan diri menjadi pemegang saham pengendali untuk mengawasi manajer. Akan tetapi, pemegang saham pengendali meminta manajer untuk membuat keputusan yang menguntungkan diri sendiri. Shleifer dan Vishny (1997, dalam Sanjaya, 2010) menyatakan bahwa manajer secara kuat dikendalikan oleh pemegang saham pengendali sehingga manajer membuat keputusan demi pemegang saham pengendali. Hal ini merugikan pemegang saham nonpengendali sehingga timbul konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dan nonpengendali. Konflik ini disebut sebagai *Agency Problem II* (Villalonga dan Amit, 2006) atau *Type II Agency Costs* (Bozec dan Laurin, 2008).

Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan adalah persentase saham yang dimiliki oleh pihak *insider shareholders* dan pihak *outsider shareholders*. Pihak *insider shareholders* yaitu pemegang saham yang berada di jajaran direksi dan komisaris. Pihak *outsider shareholders* yaitu pihak institusi, individu dan lain-lain. Iturriaga dan Sanz (1998, dalam Suranta dan Midiastuty, 2003) menyatakan bahwa struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang, yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan asimetri informasi (*asymmetric information approach*). Menurut pendekatan keagenan, struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Pendekatan asimetri informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insider shareholders* dan *outsider shareholders* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal.

Struktur kepemilikan perusahaan publik dibedakan menjadi dua, yaitu kepemilikan tersebar (*dispersed ownership*) dan kepemilikan terkonsentrasi (*concentrated ownership*).

1. Kepemilikan Tersebar (*Dispersed Ownership*)

Dalam kepemilikan tersebar (*dispersed ownership*), umumnya perusahaan memiliki banyak pemegang saham dengan jumlah kepemilikan saham yang sedikit. Roche (2005:30) menyatakan bahwa kepemilikan tersebar yang ada merupakan model dari negara-negara *common law* seperti Amerika Serikat dan Inggris. Pemegang saham disebut *outsiders* dan kepemilikan tersebar disebut *outsider system*. *Outsider system* ini merupakan *market-based model* yang dikarakteristikan oleh perusahaan yang individualis dan kepemilikan privat, pasar modal yang mapan dan likuid, serta jumlah pemegang saham banyak dan konsentrasi investor kecil. Pengendalian perusahaan diwujudkan melalui pasar dan investor luar. Dalam *outsider system* ini terdapat anggota dewan yang

independen untuk mengawasi perilaku manajerial agar tetap terkontrol, sehingga menurut Roche (2005:30), sistem ini lebih dapat dipertanggungjawabkan, tidak korupsi serta membantu perkembangan pasar modal yang likuid. Meskipun demikian, sistem ini memiliki kelemahan yaitu kepemilikan yang tersebar ini hanya tertarik pada maksimalisasi profit jangka pendek dan pemegang saham cenderung untuk menyetujui kebijakan dan strategi yang menguntungkan keuntungan jangka pendek dengan tidak mempertimbangkan kinerja perusahaan jangka panjang. Hal ini dapat menimbulkan konflik antara manajer dan pemegang saham karena sering terjadi pergantian kepemilikan karena pemegang saham melepaskan sahamnya untuk mendapatkan profit pada saham lain yang lebih menguntungkan sehingga hal tersebut dapat melemahkan stabilitas perusahaan.

Masalah keagenan yang sering muncul dalam kepemilikan tersebar adalah masalah keagenan antara *principal* dengan *agent*. Goldberg dan Idson (1995, dalam Husnan, 2001) menunjukkan bahwa perusahaan yang kepemilikannya lebih menyebar memberikan imbalan yang lebih besar kepada pihak manajemen dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikannya lebih terkonsentrasi. Salah satu solusi atas masalah keagenan ini adalah dengan membuat agar pihak manajemen juga ikut memiliki saham (*insider ownership*). Kim dkk. (1988, dalam Naja, 2004:70) menyatakan bahwa perusahaan dengan *insider ownership* yang lebih besar mempunyai kinerja investasi yang lebih baik daripada perusahaan dengan *insider ownership* yang kecil. Meskipun demikian tidaklah berarti bahwa nilai perusahaan dapat dimaksimalkan dengan memaksimalkan *insider ownership*. Hal ini disebabkan karena penurunan biaya keagenan tidaklah *monotonic* dengan peningkatan *insider ownership* (Murali dan Welch, 1989; dalam Naja, 2004:70).

2. Kepemilikan Terkonsentrasi (*Concentrated Ownership*)

Dalam kepemilikan terkonsentrasi (*concentrated ownership*), terdapat dua kelompok pemegang saham yaitu pemegang saham mayoritas yang bertindak sebagai pengendali (*controlling shareholders*) dan pemegang saham minoritas (*minority shareholders*). Bae, Kang, dan Kim (2002) menyatakan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi merupakan salah satu ciri dari *control-based model*, selain pengungkapan yang terbatas serta ketergantungan pada keuangan atau sistem perbankan keluarga. Bae dkk. (2002) menemukan bahwa karakteristik perusahaan ini banyak dijumpai di negara-negara berkembang seperti Indonesia dan Korea serta negara-negara Eropa.

Masalah keagenan yang sering muncul dalam kepemilikan terkonsentrasi adalah masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Roche (2005:29) berpendapat bahwa perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi memiliki beberapa keuntungan seperti pemegang saham mayoritas (*insiders*) memiliki kekuatan dan insentif untuk mengawasi manajemen dengan lebih dekat sehingga dapat meminimalisasi adanya mismanajemen dan kecurangan. Selain itu, *insiders* cenderung menjaga investasinya dalam perusahaan untuk jangka waktu yang lama dengan adanya kepemilikan yang signifikan dan hak pengendalian sehingga *insiders* cenderung mendukung keputusan yang akan meningkatkan kinerja perusahaan jangka panjang.

Kelemahan dari sistem ini adalah pemegang saham pengendali dapat berkolusi dengan manajemen untuk mengambil alih aset perusahaan dengan biaya dari pemegang saham minoritas. Hal ini menjadi risiko yang signifikan bagi pemegang saham minoritas yang tidak memiliki perlindungan hukum. Hal yang sama terjadi ketika manajer mengendalikan sejumlah besar saham atau hak suara yang digunakan untuk mempengaruhi keputusan dewan yang menguntungkan mereka dengan biaya perusahaan.

a) Pemegang Saham Pengendali (*Controlling Shareholders*)

Pemegang saham pengendali (*controlling shareholders*) diklasifikasikan menjadi lima jenis, yaitu keluarga, pemerintah, institusi keuangan dengan kepemilikan luas, perusahaan dengan kepemilikan luas, dan pemegang saham

pengendali lainnya. Sebuah perusahaan publik dikategorikan sebagai perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga apabila pemegang saham pengendali terbesar perusahaan tersebut adalah individu pada tingkat hak control tertentu. Keluarga adalah pemegang saham pengendali paling dominan (La Porta dkk., 1999; Claessens dkk., 2000a; Faccio dan Lang, 2002).

Penelitian yang dilakukan oleh La Porta dkk. (1999), Claessens dkk. (2000a), serta Faccio dan Lang (2002) mengidentifikasi keluarga berdasarkan kesamaan nama belakang dan ada tidaknya hubungan perkawinan. Anggota keluarga dikategorikan sebagai satu kesatuan pemegang saham pengendali dengan asumsi bahwa mereka memberikan hak suara sebagai koalisi (Wiwattanakantang, 2000; dalam Siregar, 2007).

Pemerintah dapat menjadi pemegang saham pengendali terbesar dalam sebuah perusahaan publik pada tingkat hak kontrol tertentu. Tujuan pemerintah dalam mengendalikan sebuah perusahaan relatif berbeda dari tujuan pemegang saham pengendali lainnya, yaitu untuk peningkatan kesejahteraan masyarakat. Selain itu, pemerintah mengendalikan perusahaan untuk tujuan politik (Shleifer dan Vishny, 1994; dalam Siregar, 2007). La Porta dkk. (1999) dan Claessens dkk. (2000a) mengidentifikasi bahwa masing-masing sebanyak 20% dan 9% perusahaan publik dikendalikan oleh pemerintah pada pisah batas hak kontrol 10%.

Tidak tertutup kemungkinan bahwa pemegang saham pengendali dalam sebuah perusahaan publik adalah perusahaan publik lain yang dimiliki secara luas oleh masyarakat. La Porta dkk. (1999) membagi hal tersebut menjadi dua, yaitu institusi keuangan dengan kepemilikan luas dan perusahaan dengan kepemilikan luas. Klasifikasi tersebut dibuat oleh La Porta dkk. (1999) karena menganggap bahwa perusahaan di mana institusi keuangan atau perusahaan publik lain menjadi pemegang saham pengendali kurang tepat diklasifikasikan sebagai perusahaan dengan kepemilikan luas. Walaupun perusahaan tersebut dimiliki secara luas oleh masyarakat, perusahaan publik tersebut tetap dikendalikan oleh perusahaan publik lain.

La Porta dkk. (1999) dan Claessens dkk. (2000a) mengidentifikasi bahwa masing-masing sebanyak 8% dan 13% perusahaan publik dikendalikan oleh institusi keuangan dengan kepemilikan luas pada pisah batas hak kontrol 10%. Hasil penelitian dari La Porta dkk. (1999) dan Claessens dkk. (2000a) juga menunjukkan bahwa masing-masing sebanyak 4% dan 17% pemegang saham pengendali dari perusahaan publik adalah perusahaan dengan kepemilikan luas pada pisah batas hak kontrol 10%.

Selain itu, terdapat kemungkinan lain bahwa pemegang saham pengendali dalam sebuah perusahaan publik adalah investor asing, koperasi, dan karyawan. Pada pisah batas hak kontrol 10%, La Porta dkk. (1999) menemukan bahwa terdapat 9% perusahaan publik dikendalikan oleh pemegang saham pengendali lain. Penelitian lain yang juga dilakukan oleh Faccio dan Lang (2002) menemukan bahwa terdapat 3% perusahaan publik dikendalikan oleh pemegang saham pengendali lain pada pisah batas hak kontrol 20%.

b) Pemegang Saham Minoritas (*Minority Shareholders*)

Definisi pemegang saham minoritas (*minority shareholders*) tidak diatur secara eksplisit di dalam Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, namun secara implisit dalam ketentuan Pasal 79 ayat (2a) dan ayat (2b), Pasal 97 ayat (6), Pasal 114 ayat (6) dan Pasal 144 ayat (1) bahwa pemegang saham minoritas adalah satu pemegang saham atau lebih yang masing-masing atau bersama-sama mewakili paling sedikit 1/10 bagian dari jumlah seluruh saham dengan hak suara yang sah dalam Perseroan (Pemerintah Republik Indonesia, 2007).

Pada umumnya pemegang saham minoritas tidak memiliki kedudukan dalam perusahaan baik sebagai direksi maupun komisaris. Meskipun demikian, pemegang saham minoritas tersebut tetap menjadi bagian dari perusahaan yang juga memiliki hak-hak atas perusahaan. Oleh karena itu, pemegang saham minoritas perlu untuk mengetahui kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan maupun kondisi perusahaan yang sebenarnya.

Struktur Kepemilikan Ultimat

Struktur kepemilikan ultimat adalah kepemilikan langsung dan tidak langsung terhadap perusahaan publik dimana rangkaian kepemilikan ditelusuri sampai pemilik ultimat dapat diidentifikasi. Dalam konsep kepemilikan ultimat, rantai kepemilikan, pemegang saham pengendali, pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol, serta mekanisme peningkatan kontrol dalam perusahaan dapat diidentifikasi dengan jelas. Berbagai penelitian yang ada mengenai pola kepemilikan masih menggunakan konsep kepemilikan imediat. Dalam konsep kepemilikan imediat, rangkaian kepemilikan tidak dapat ditelusuri sampai dengan kepemilikan akhir. Besarnya kepemilikan seorang pemegang saham hanya ditentukan berdasarkan persentase saham yang dimiliki yang tertulis atas nama dirinya sendiri (La Porta dkk., 1999; dalam Siregar, 2008).

La Porta dkk. (1999) menemukan bahwa 76% perusahaan publik dikendalikan oleh pemilik ultimat dengan pisah batas hak kontrol 10%. Apabila pisah batas hak kontrol dinaikkan menjadi 20%, jumlah perusahaan publik dengan kepemilikan ultimat turun menjadi 64%. Tidak jauh dari temuan di atas, Claessens dkk. (2000a) menemukan bahwa terdapat 93% perusahaan publik Asia dikendalikan oleh pemegang saham pengendali dengan pisah batas hak kontrol 10%. Apabila pisah batas hak kontrol dinaikkan menjadi 20%, jumlah perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi turun menjadi 77%.

Konsentrasi kepemilikan tidak hanya terjadi di Asia, tetapi juga di Eropa. Faccio dan Lang (2002) menemukan bahwa pada pisah batas hak kontrol 20%, hanya sebanyak 63% perusahaan publik Eropa dikendalikan oleh pemilik ultimat. Penelitian La Porta dkk. (1999), Claessens dkk. (2000a), serta Faccio dan Lang (2002) menunjukkan bahwa terjadi konsentrasi kepemilikan perusahaan publik di hampir semua negara yang dijadikan sampel penelitian, yaitu Asia, Eropa, Amerika, dan Australia.

Umumnya, mekanisme kepemilikan yang sering muncul dalam struktur kepemilikan ultimat adalah kepemilikan piramida (*pyramid ownership*) dan lintas kepemilikan (*cross-holding*).

1. Kepemilikan Piramida (*Pyramid Ownership*)

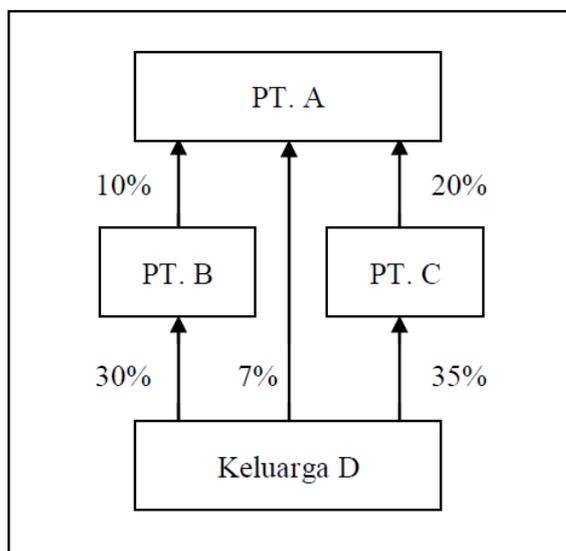
Kepemilikan piramida (*pyramid ownership*) adalah kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain, baik melalui perusahaan publik maupun perusahaan non publik (Claessens dkk., 2000a; Claessens dkk., 2000b). La Porta dkk. (1999) menyatakan bahwa mekanisme peningkatan hak kontrol yang paling lazim di negara berkembang adalah struktur kepemilikan piramida. Kepemilikan piramida yang paling tinggi terjadi di Belgia (79%), Israel (53%), dan Swedia (53%) dengan pisah batas hak kontrol 20%. Pada pisah batas hak kontrol yang sama, Claessens dkk. (2000a) menemukan bahwa kepemilikan piramida paling tinggi terjadi di Indonesia (67%) dan Singapura (55%), sedangkan Faccio dan Lang (2002) menemukan bahwa kepemilikan piramida paling tinggi terjadi di Norwegia (34%) dan Belgia (25%).

2. Lintas Kepemilikan (*Cross-holding*)

Lintas kepemilikan (*cross-holding*) adalah kepemilikan pemegang saham pengendali terhadap dua atau lebih perusahaan yang saling memiliki satu dengan lainnya. La Porta et al. (1999) menyatakan bahwa sebanyak 3% kepemilikan perusahaan publik adalah lintas kepemilikan pada pisah batas hak kontrol 20%.

Lintas kepemilikan paling tinggi terjadi di Jerman dan Austria masing-masing 20% dan 15%. Pada pisah batas hak kontrol 20%, sebanyak 10% kepemilikan perusahaan publik Asia (Claessens dkk., 2000a) dan 1% kepemilikan perusahaan public Eropa (Faccio dan Lang, 2002) adalah melalui lintas kepemilikan.

Hak Aliran Kas, Hak Kontrol dan *Cash Flow Right Leverage* Konsep kepemilikan ultimat dapat digunakan untuk mengidentifikasi pemegang saham pengendali, hak aliran kas, hak kontrol, serta *cash flow right leverage*. Agar kedua hak tersebut dapat dibedakan secara jelas, struktur kepemilikan piramida yang ada pada Gambar 1 dijadikan sebagai ilustrasi.



Gambar 1. Struktur Kepemilikan Piramida

Pada Gambar 1, Keluarga D memiliki saham di PT. A, PT. B, dan PT. C masing-masing 7%, 30%, dan 35%. Selain itu, PT. B dan PT. C memiliki saham PT. A masing-masing 10% dan 20%. Keluarga D memiliki saham pada PT. A melalui tiga jalur kepemilikan, yaitu kepemilikan langsung, kepemilikan melalui PT. B, dan kepemilikan melalui PT. C.

Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta dkk., 1999). Klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan diwujudkan dalam bentuk penerimaan dividen atas laba yang diperoleh perusahaan dalam suatu periode. Hak aliran kas terdiri atas hak aliran kas langsung dan hak aliran kas tidak langsung. Hak aliran kas langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali pada perusahaan publik atas nama dirinya sendiri. Hak aliran kas tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil perkalian persentase saham dalam setiap rantai kepemilikan berbagai perusahaan publik yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali (La Porta dkk., 1999). Hak aliran kas tidak langsung menunjukkan klaim pemegang saham pengendali terhadap dividen secara tidak langsung melalui mekanisme kontrol terhadap perusahaan. Hak aliran kas Keluarga D di PT. B dan PT. C adalah hak aliran kas langsung masing-masing sebesar 30% dan 35%. Sedangkan hak aliran kas Keluarga D di PT. A adalah 17% yang berasal dari hak aliran kas langsung sebesar 7% dan hak aliran kas tidak langsung sebesar 10% ($30\% \times 10\% + 35\% \times 20\%$).

Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta dkk., 1999). Hak suara atau hak *voting* ini berperan dalam pengambilan keputusan perusahaan ketika diadakan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Ada dua jenis hak kontrol, yaitu hak kontrol langsung dan hak kontrol tidak langsung. Hak kontrol langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali atas nama dirinya pada sebuah perusahaan. Hak kontrol tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil kontrol minimum setiap rantai kepemilikan berbagai perusahaan publik yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali (La Porta dkk., 1999). Dapat dikatakan bahwa hak kontrol adalah penjumlahan hubungan paling lemah (*weakest link*) dalam setiap rantai kepemilikan. Dengan menggunakan ilustrasi pada Gambar 1, Keluarga D memiliki kontrol langsung pada PT. A, PT. B, dan PT. C masing-masing sebesar 7%, 30%, dan 35%. Selain itu, Keluarga D juga memiliki hak kontrol tidak langsung di PT. A melalui PT. B dan PT. C masing-masing sebesar 10% dan 20%.

Cash flow right leverage adalah deviasi antara hak aliran kas dengan hak kontrol. Dalam penelitian ini, *cash flow right leverage* didefinisikan sebagai deviasi hak aliran kas dari hak kontrol. *Cash flow right*

leverage adalah positif atau nol karena hak kontrol lebih besar atau minimal sama dengan hak aliran kas. Semakin besar deviasi hak aliran kas dan hak kontrol menunjukkan semakin tinggi peningkatan kontrol pemegang saham pengendali melebihi hak aliran kasnya. Berdasarkan struktur kepemilikan pada Gambar 1, besarnya *leverage* hak aliran Keluarga D atas PT. A, PT. B, dan PT. C masing-masing sebesar 20% (37%-17%), 0% (30%-30%), dan 0% (35%-35%).

Penelitian ini menggunakan pisah batas hak kontrol sebesar 10%. Penggunaan pisah batas hak kontrol yang relatif rendah sejalan dengan pandangan beberapa peneliti, yaitu Claessens dkk. (2000b), La Porta dkk. (2002), dan Claessens dkk. (2002), yang menyatakan bahwa hak kontrol 10% cukup efektif untuk mengendalikan perusahaan baik yang berada di posisi tengah maupun di akhir rantai kepemilikan.

Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas dalam Struktur Kepemilikan Ultimat

Konsentrasi dalam struktur kepemilikan dapat memicu timbulnya risiko ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Claessens dkk. (2000b) mendefinisikan ekspropriasi sebagai suatu proses penggunaan kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain. Ekspropriasi dapat dilakukan oleh pemegang saham pengendali melalui kebijakan perusahaan, misalnya kebijakan manajer untuk melakukan manajemen laba. Manajemen laba dapat dilakukan oleh manajer atas dasar keinginan pemegang saham pengendali sehingga pemegang saham pengendali dapat mengendalikan manajemen atau bahkan menjadi bagian dari manajemen itu sendiri. La Porta dkk. (1999) dalam penelitiannya menemukan bahwa ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham minoritas sangat besar di beberapa negara Asia, Eropa, Amerika, dan Australia.

Masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas semakin tinggi apabila pemegang saham pengendali ikut terlibat dalam manajemen. Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen didefinisikan sebagai bentuk keterlibatan pemegang saham pengendali dalam pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajemen terkait kebijakan-kebijakan perusahaan (Siregar, 2008). La Porta dkk. (1999) menyatakan bahwa kemampuan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi meningkat apabila pemegang saham pengendali tersebut juga terlibat dalam manajemen. Apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen, maka kemampuan pemegang saham pengendali akan lebih besar dalam mempengaruhi kebijakan perusahaan. Keterlibatan dalam manajemen menyebabkan pemegang saham pengendali menjadi bagian dari manajemen itu sendiri dan dengan leluasa dapat melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya.

Penelitian yang dilakukan oleh La Porta dkk. (1999) membuktikan bahwa keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen cukup tinggi, yaitu rata-rata sebesar 69% pada perusahaan publik di Asia, Eropa, dan Amerika. Claessens dkk. (2000a) menemukan sebanyak 57% perusahaan publik Asia dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang juga terlibat dalam manajemen.

Faccio dan Lang (2002) juga membuktikan bahwa keterlibatan pemegang saham pengendali juga tinggi di perusahaan publik Eropa, yaitu sebesar 68%. Masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas juga terkait dengan apakah pemegang saham pengendali dalam perusahaan merupakan pemegang saham pengendali tunggal. Gugler dan Yurtoglu (2003) menyatakan bahwa pasar lebih waspada terhadap tindakan ekspropriasi pada perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali tunggal. Claessens dkk. (2000a) menemukan sebanyak 68% perusahaan publik Asia dikendalikan oleh pemegang saham pengendali tunggal. Faccio dan Lang (2002) juga menemukan sebanyak 54% perusahaan publik Eropa dikendalikan oleh pemegang saham pengendali tunggal.

Gugler dan Yurtoglu (2003) juga menyatakan bahwa kemampuan pemegang saham pengendali tunggal untuk melakukan ekspropriasi tidak dapat dibatasi secara efektif oleh pemegang saham lain, namun kemampuan pemegang saham pengendali untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan yang menguntungkan dirinya dapat dibatasi apabila dalam perusahaan terdapat pemegang saham pengendali kedua. Pemegang saham pengendali kedua didefinisikan sebagai pemegang saham pengendali selain pemegang saham pengendali pertama yang memiliki kemampuan untuk membatasi tin-

dakan ekspropriasi karena kepemilikan yang besar dan adanya keterwakilan dalam direksi dan komisaris (Siregar, 2008).

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Samuel (2000, dalam Nurlala dan Islahuddin, 2008) menjelaskan bahwa *enterprise value* atau dikenal juga sebagai *firm value* merupakan konsep penting bagi investor karena merupakan indikator bagi pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Wahyudi dan Pawestri (2006) menyebutkan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli andai perusahaan tersebut dijual.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Nurlala dan Islahuddin (2008), nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai pasar karena mampu memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham akan mengakibatkan kemakmuran pemegang saham semakin tinggi.

Secara umum banyak pendekatan yang telah dikembangkan dalam penilaian perusahaan, di antaranya adalah: a) pendekatan laba antara lain metode rasio tingkat laba (*price earning ratio*) dan metode kapitalisasi proyeksi laba; b) pendekatan arus kas antara lain metode diskonto arus kas; c) pendekatan dividen antara lain metode pertumbuhan dividen; d) pendekatan aset antara lain metode penilaian aset; e) pendekatan harga saham; dan f) pendekatan *economic value added* (Suharli, 2006).

Nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur melalui pendekatan harga saham dengan menggunakan rasio *Tobin's q*. Rasio *Tobin's q* mencerminkan nilai pasar aset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku aset perusahaan tersebut. Pemilihan rasio *Tobin's q* dalam penelitian ini untuk mengukur nilai perusahaan dikarenakan rasio *Tobin's q* dinilai mampu memberikan informasi paling baik dengan memasukkan seluruh unsur aset dan kewajiban perusahaan. Dengan demikian, perusahaan tidak hanya terfokus pada investor dalam bentuk saham karena sumber pembiayaan operasional perusahaan tidak hanya dari ekuitasnya saja tetapi juga dari pinjaman yang diberikan oleh kreditor (Sukamulja, 2004).

Implikasi Pemisahan Hak Aliran Kas dan Hak Kontrol terhadap Nilai Perusahaan

Claessens dkk. (2000b) mengungkapkan bahwa hak aliran kas dan hak kontrol tidak dapat berjalan secara bersamaan karena adanya pemisahan dalam konsep struktur kepemilikan dan keduanya memiliki implikasi yang berbeda terhadap kebijakan dan nilai perusahaan. Hak aliran kas menjadi sumber insentif keuangan yang mampu membatasi tindakan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. La Porta dkk. (1999) berpendapat bahwa adanya hak aliran kas yang lebih besar merupakan komitmen pemegang saham pengendali untuk membatasi ekspropriasi. Semakin besar konsentrasi hak aliran kas di tangan pemegang saham pengendali maka semakin besar insentifnya memiliki perusahaan yang dijalankan secara benar (Yeh, 2005). Hal ini sejalan dengan Jensen dan Meckling (1976, dalam Siregar, 2007) yang menyatakan pengaruh positif konsentrasi kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, hak kontrol menjadi sumber insentif bagi pemegang saham pengendali untuk memperoleh manfaat privat. Menurut Johnson dkk. (2000), manfaat privat dari pemegang saham minoritas dapat diperoleh melalui *self-dealing transactions* (penjualan aset, *transfer pricing*, kelebihan kompensasi eksekutif, dan *loan guarantees*) atau tanpa melalui transfer asset (penerbitan saham dilutif, *inside trading*, *creeping acquisitions*, serta diskriminasi transaksi minoritas).

Fan dan Wong (2002) menyatakan bahwa pemegang saham pengendali dapat melakukan tindakan *abuse of power* seperti ekspropriasi melalui hak kontrolnya yang dilindungi. Pemegang saham pengendali memiliki kendali yang kuat untuk menggunakan perusahaan dalam usaha memenuhi kepentingannya dibanding kepentingan seluruh pemegang saham (Bozec dan Laurin, 2008). Hal ini sejalan dengan Shleifer dan Vishny (1997, dalam Siregar, 2007) dalam menjelaskan hubungan negative antara konsentrasi kepemilikan dengan nilai perusahaan.

Terdapat dua argumen berbeda mengenai pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap nilai perusahaan, yaitu *Positive Incentive Effect* (PIE) dan *Negative Entrenchment Effect* (NEE). Argumen PIE menyatakan bahwa manajemen akan dimonitor oleh pemegang saham pengendali dengan tujuan meningkatkan nilai perusahaan dan menghindari terjadinya ekspropriasi. Jika terjadi ekspropriasi,

maka pihak yang paling merasakan penurunan nilai perusahaan adalah pemegang saham pengendali itu sendiri Claessens dkk., 2000b). Argumen tersebut konsisten dengan Jense dan Meckling (1976, dalam Siregar, 2007) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan berdampak positif terhadap nilai perusahaan. La Porta, Silanes, dan Shleifer (2002) berpendapat bahwa pemegang saham luar dan kreditor akan lebih bersedia untuk menyerahkan dananya kepada perusahaan melalui ekuitas atau utang apabila hak mereka dilindungi dari kemungkinan ekspropriasi. Pembatasan terhadap ekspropriasi dapat merangsang kenaikan harga sekuritas perusahaan sehingga menyebabkan kenaikan kemampuan perusahaan dalam mendanai proyek dan investasinya melalui pendanaan eksternal. Temuan ini konsisten dengan penelitian Claessens, Djankov, Fan, dan Lang (2002), Lemmon dan Lins (2003), Yeh dkk. (2003) dan Yurtoglu (2003) yang menyatakan bahwa hak aliran kas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Argumen NEE menyatakan bahwa pemegang saham pengendali akan menggunakan kekuatan kontrol yang dimilikinya untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan demi mendapatkan manfaat privat dan memicu terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Ekspropriasi yang terjadi akan semakin besar apabila terdapat selisih yang besar antara hak aliran kas dan hak kontrol (Claessens dkk., 2000b). Argumen tersebut konsisten dengan Shleifer dan Vishny (1997, dalam Siregar, 2007) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Claessens dkk. (2002) juga menemukan bahwa tingginya konsentrasi kepemilikan di negara selain Amerika Serikat menyebabkan divergensi yang cukup besar antara hak aliran kas dengan hak kontrol sehingga divergensi tersebut dapat menjadi insentif bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Lemmon dan Lins (2003) berpendapat bahwa struktur kepemilikan merupakan determinan pokok yang menentukan sejauh mana masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan investor luar. Masalah keagenan tersebut berimplikasi terhadap nilai perusahaan karena pemegang saham pengendali memiliki insentif dan kemampuan untuk melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Temuan ini konsisten dengan penelitian Yeh dkk (2003) dan Yurtoglu (2003) yang menyatakan bahwa *cash flow right leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan besar kecilnya perusahaan yang tampak dalam nilai total aset perusahaan pada neraca akhir tahun (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Perusahaan-perusahaan besar cenderung memberikan hasil operasi yang lebih besar sehingga memiliki kemampuan yang lebih besar untuk memberikan imbal balik investasi yang lebih menguntungkan dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan kecil (Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011). Semakin besar total aset maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan. Ukuran perusahaan yang besar menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat. Claessens dkk. (2002) menyatakan bahwa pemegang saham pengendali akan lebih waspada terhadap kemungkinan terjadinya ekspropriasi pada perusahaan besar karena konflik keagenan yang terjadi lebih besar.

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diproksikan dengan *logaritma natural* dari total aset. Total aset dipilih sebagai proksi ukuran perusahaan dengan mempertimbangkan bahwa nilai aset relatif lebih stabil dibandingkan dengan nilai *market capitalized* dan penjualan (Wuryatiningsih, 2002; dalam Sudarmadji dan Sularto, 2007).

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan sumber-sumber yang dimiliki perusahaan, seperti aset, modal atau penjualan (Sudana, 2009). Munawir (2004) menyatakan bahwa profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Kinerja manajerial dari setiap perusahaan akan dapat dikatakan baik apabila manajemen dapat mengelola tingkat profitabilitas perusahaan secara maksimal, dimana profitabilitas umumnya diukur dengan membandingkan laba yang diperoleh perusahaan dengan sejumlah perkiraan yang menjadi tolak ukur keberhasilan perusahaan seperti jumlah

aset perusahaan maupun penjualan investasi, sehingga dapat diketahui efektifitas pengelolaan keuangan dan aset oleh perusahaan.

Yeh (2003) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang lebih baik memiliki kinerja yang lebih tinggi. Semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan maka semakin besar tingkat kemakmuran yang diberikan perusahaan kepada pemegang saham. Semakin besar tingkat kemakmuran yang diberikan oleh perusahaan akan menarik minat investor untuk memiliki perusahaan tersebut dan akan memberikan pengaruh positif terhadap harga saham di pasar sehingga nilai perusahaan akan meningkat.

Sujoko dan Soebiantoro (2007) menyatakan bahwa profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang bagus di masa yang akan datang sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat. Investor menanamkan saham pada sebuah perusahaan dengan tujuan untuk mendapatkan *return*, yang terdiri dari *yield* dan *capital gain*. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan investor, sehingga menjadikan nilai perusahaan menjadi lebih baik.

Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) menyatakan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi juga mampu menghasilkan laba yang tinggi sehingga mampu menjaga ekuitas tetap positif atau bahkan meningkat seiring dengan peningkatan laba ditahan. Perusahaan yang mampu menghasilkan laba lebih besar juga cenderung mampu melakukan pendanaan dengan sumber kas internal, sehingga memiliki kewajiban untuk membayar bunga utang yang lebih kecil, dan laba yang dihasilkan bisa didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen ataupun ditahan untuk memperkuat modal yang berasal dari laba ditahan. Menurut Keown, Martin, Petty, dan Scott (2004:86), ada tiga jenis rasio profitabilitas yaitu:

a. *Net Profit Margin* (NPM)

Merupakan rasio antara laba setelah pajak dengan penjualan yang mengukur laba yang dihasilkan dari setiap rupiah penjualan. *Profit margin* digunakan untuk menghitung sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan laba pada tingkat penjualan tertentu. *Net Profit Margin* (NPM) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Penjualan}}$$

b. *Return on Assets* (ROA)

Merupakan rasio keuangan yang menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang dipergunakan. Analisis *Return on Assets* (ROA) mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba pada masa lalu. Kegunaan ini dapat diproyeksikan ke masa depan untuk melihat kemampuan perusahaan menghasilkan laba di masa mendatang. *Return on Assets* (ROA) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Return on Assets} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

c. *Return on Equity* (ROE)

Merupakan rasio laba bersih setelah pajak terhadap modal sendiri yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan. Rasio ini merupakan ukuran profitabilitas dari sudut pandang pemegang saham. *Return on Equity* (ROE) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Penelitian ini menggunakan *Return on Assets* (ROA) dalam mengukur profitabilitas karena mampu mengukur kemampuan perusahaan secara keseluruhan dalam menghasilkan keuntungan dengan jumlah keseluruhan aset yang tersedia di dalam perusahaan (Syamsudin, 2007).

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh hak aliran kas terhadap nilai perusahaan dibangun berdasarkan argumen *Positive In-*

centive Effect (PIE). Berdasarkan argumen PIE, pemegang saham pengendali memonitor manajemen dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan menghindari terjadinya ekspropriasi. Pengaruh hak aliran kas terhadap nilai perusahaan didasarkan pada besar kecilnya dampak keuangan yang dirasakan oleh pemegang saham pengendali atas tindakan ekspropriasi dalam perusahaan. Hak aliran kas sebagai klaim keuangan pemegang saham pengendali dalam perusahaan menyebabkan besar kecilnya dampak ekspropriasi bagi pemegang saham pengendali tergantung pada besar kecilnya hak aliran kas pemegang saham pengendali. Apabila dampak negatif penurunan nilai perusahaan besar bagi pemegang saham pengendali, maka pemegang saham pengendali termotivasi untuk tidak melakukan ekspropriasi.

Konsekuensi dari ekspropriasi dinilai terlalu mahal bagi pemegang saham pengendali (Claessens dkk., 2000b). Oleh karena itu, hak aliran kas pemegang saham pengendali merupakan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk menghindari ekspropriasi dalam perusahaan. Hal ini sejalan dengan pernyataan Jensen dan Meckling (1976, dalam Siregar, 2007) bahwa konsentrasi kepemilikan berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang dibentuk adalah:

H1: Hak aliran kas pemegang saham pengendali berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Hak Kontrol Pemegang Saham Pengendali terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh hak kontrol terhadap nilai perusahaan dibangun berdasarkan argumen *Negative Entrenchment Effect* (NEE). Berdasarkan argumen NEE, pemegang saham pengendali menggunakan kontrol yang dimilikinya untuk mendapatkan manfaat privat dengan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Ketika manfaat privat atas kontrol yang dimiliki besar, pemegang saham pengendali akan berusaha untuk mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk menghasilkan manfaat privat tersebut. Apabila pemegang saham pengendali mampu mengendalikan perusahaan secara efektif, maka kebijakan mereka cenderung memicu timbulnya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Hal ini sejalan dengan Shleifer dan Vishny (1997, dalam Siregar, 2007) yang menyatakan bahwa pemegang saham mayoritas lebih tertarik menggunakan kontrol yang dimilikinya untuk mendapatkan manfaat privat.

Claessens dkk. (2000b) dan Claessens dkk. (2002) menemukan bahwa pemegang saham pengendali perusahaan publik di Asia cenderung menggunakan hak kontrolnya untuk kepentingan pribadi. Adanya kewaspadaan pemegang saham minoritas atau investor luar terhadap kemampuan pemegang saham pengendali dalam mempengaruhi kebijakan perusahaan untuk memperoleh manfaat privat menyebabkan nilai perusahaan akan menjadi lebih rendah. Hal yang sama juga ditemukan oleh La Porta dkk. (2002) dan Yurtoglu (2003).

Lemahnya perlindungan hukum terhadap investor menyebabkan investor yang merasa kurang terlindungi akan berusaha memproteksi diri dengan menjadi pemegang saham pengendali. Hal ini dibuktikan dengan adanya peningkatan kontrol yang melebihi hak kepemilikan dalam perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1997; dalam Siregar, 2008). Temuan tersebut konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh La Porta dkk. (1999) dan Claessens dkk. (2000a). Pemegang saham pengendali lebih tertarik untuk mendapatkan manfaat privat atas kontrol yang dimiliki karena perlindungan hukum dan *corporate governance* yang lemah. Apabila potensi penggunaan manfaat privat atas kontrol yang dimiliki muncul, maka akan menimbulkan masalah keagenan. Pemegang saham pengendali akan memiliki kesempatan untuk meningkatkan kekayaannya tanpa mengkhawatirkan dampak tindakannya tersebut. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang dibentuk adalah:

H2: Hak kontrol pemegang saham pengendali berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Keterlibatan Pemegang Saham Pengendali dalam Manajemen Mampu Memperkuat Pengaruh Negatif Cash Flow Right Leverage Pemegang Saham Pengendali terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan dibangun berdasarkan argumen *Negative Entrenchment Effect* (NEE). *Cash flow right leverage* menggambarkan masalah keagenan yang terjadi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas dalam perusahaan. Semakin besar *cash flow right leverage*, maka semakin tinggi masalah keagenan yang ada dalam perusahaan.

Ketika hak kontrol melebihi hak aliran kas, maka kekuatan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi akan semakin besar. Oleh karena itu, *cash flow right leverage* berhubungan negatif dengan nilai perusahaan. Shleifer dan Vishny (1997, dalam Siregar, 2008), La Porta dkk. (1999), dan Claessens dkk. (2000b) menyatakan bahwa terdapat konflik kepentingan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham kecil. Ketika pemegang saham mayoritas mengendalikan perusahaan, maka kebijakan mereka cenderung memicu terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Perusahaan seperti ini akan dinilai lebih rendah karena dinilai tidak menarik oleh pemegang saham kecil. La Porta dkk. (1999), Claessens dkk. (2000a), serta Faccio dan Lang (2002) membuktikan bahwa konsentrasi kepemilikan terjadi hampir di seluruh negara Asia, Eropa, dan Amerika, tanpa memandang maju atau tidaknya negara tersebut.

La Porta dkk. (1999) menyatakan bahwa kemampuan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi meningkat apabila pemegang saham pengendali tersebut juga terlibat dalam manajemen. La Porta dkk. (1999) membuktikan bahwa keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen cukup tinggi, yaitu rata-rata sebesar 69% pada perusahaan publik di Asia, Eropa, dan Amerika. Claessens dkk. (2000a) juga menemukan sebanyak 57% perusahaan publik Asia dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang juga terlibat dalam manajemen. Hal ini sejalan dengan temuan Faccio dan Lang (2002) bahwa keterlibatan pemegang saham pengendali juga tinggi di perusahaan publik Eropa, yaitu sebesar 68%. Siregar (2008) menyatakan bahwa keterlibatan dalam manajemen menyebabkan pemegang saham pengendali menjadi bagian dari manajemen itu sendiri dan dengan leluasa dapat melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang dibentuk adalah:

H3a : Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen mampu memperkuat pengaruh negatif *cash flow right leverage* pemegang saham pengendali terhadap nilai perusahaan.

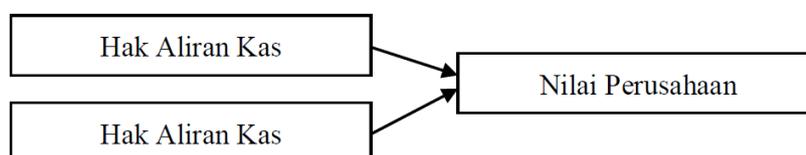
Keberadaan Pemegang Saham Pengendali Kedua Mampu Memperlemah Pengaruh Negatif Cash Flow Right Leverage Pemegang Saham Pengendali terhadap Nilai Perusahaan

Masalah keagenan lainnya terkait dengan adanya pemegang saham pengendali tunggal dalam perusahaan. Gugler dan Yurtoglu (2003) menyatakan bahwa pasar lebih waspada terhadap tindakan ekspropriasi pada perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali tunggal. Claessens dkk. (2000a) menemukan sebanyak 68% perusahaan publik Asia dikendalikan oleh pemegang saham pengendali tunggal. Hal ini sejalan dengan temuan Faccio dan Lang (2002) bahwa sebanyak 54% perusahaan publik Eropa dikendalikan oleh pemegang saham pengendali tunggal.

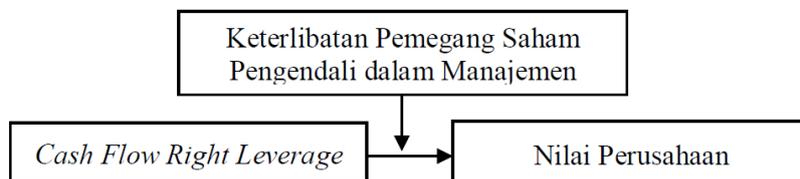
Gugler dan Yurtoglu (2003) juga menyatakan bahwa kemampuan pemegang saham pengendali tunggal untuk melakukan ekspropriasi tidak dapat dibatasi secara efektif oleh pemegang saham lain, namun kemampuan pemegang saham pengendali untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan yang menguntungkan dirinya dapat dibatasi apabila dalam perusahaan terdapat pemegang saham pengendali kedua. Siregar (2008) menyatakan bahwa pemegang saham pengendali kedua memiliki kemampuan untuk membatasi tindakan ekspropriasi karena kepemilikan yang besar dan adanya keterwakilan dalam direksi dan komisaris. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang dibentuk adalah:

H3b : Keberadaan pemegang saham pengendali kedua mampu memperlemah pengaruh negatif *cash flow right leverage* pemegang saham pengendali terhadap nilai perusahaan.

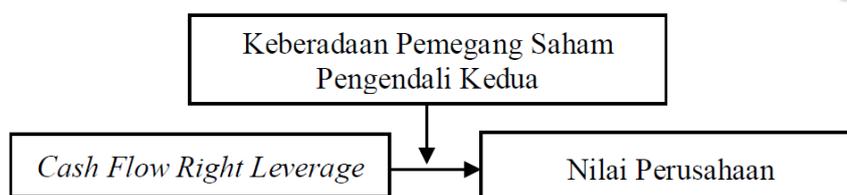
Model Penelitian



Gambar 2. Model Analisis 1



Gambar 3. Model Analisis 2



Gambar 4. Model Analisis 3

METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan hipotesis untuk menguji apakah pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol dalam fenomena ekpropriasi pemegang saham minoritas dalam kepemilikan ultimat berpengaruh terhadap nilai perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan menggunakan periode pengamatan lima tahun yaitu periode 2007-2011.

Identifikasi Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini ada empat macam, yaitu:

1. Variabel Dependen, yaitu Nilai Perusahaan (FIRM)
2. Variabel Independen, meliputi:
 - a. Hak Aliran Kas (CFR)
 - b. Hak Kontrol (CR)
 - c. *Cash Flow Right Leverage* (CFRL)
3. Variabel Moderasi, meliputi:
 - a. Keterlibatan Pemegang Saham Pengendali dalam Manajemen (MAN)
 - b. Keberadaan Pemegang Saham Pengendali Kedua (CS2)
4. Variabel Kontrol, meliputi:
 - a. Ukuran Perusahaan (SIZE)
 - b. Profitabilitas (PR)

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Definisi operasional dan pengukuran variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Nilai Perusahaan (FIRM)

Nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai pasar karena mampu

$$q = \frac{(EMV + D)}{(EBV + D)}$$

memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Nilai perusahaan diukur dengan menggunakan rasio *Tobin's q* sebagai berikut (Nurlela dan Islahuddin, 2008):

Keterangan:

q = Nilai perusahaan

EMV = Nilai pasar ekuitas (*closing price x outstanding shares*)

D = Nilai buku dari total kewajiban EBV = Nilai buku dari total asset

EBV = Nilai buku dari total asset

2. Hak Aliran Kas (CFR)

Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan. Hak aliran kas diukur melalui penjumlahan antara hak aliran kas langsung dan hak aliran kas tidak langsung. Hak aliran kas langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali pada perusahaan publik atas namanya sendiri. Hak aliran kas tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil perkalian persentase saham dalam setiap rantai kepemilikan berbagai perusahaan publik yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali (La Porta dkk., 2002; Claessens dkk., 2002).

3. Hak Kontrol (CR)

Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan. Hak kontrol diukur melalui penjumlahan antara hak kontrol langsung dan hak kontrol tidak langsung. Hak kontrol langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali pada perusahaan publik atas namanya sendiri. Hak kontrol tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil kontrol minimum dalam setiap rantai kepemilikan berbagai perusahaan publik yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali (La Porta dkk., 2002; Claessens dkk., 2002).

4. *Cash Flow Right Leverage* (CFRL)

Cash flow right leverage adalah deviasi antara hak aliran kas dengan hak kontrol. *Cash flow right leverage* diukur melalui pengurangan hak kontrol dengan hak aliran kas (La Porta dkk., 2002; Claessens dkk., 2002).

5. Keterlibatan Pemegang Saham Pengendali dalam Manajemen (MAN)

Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen didefinisikan sebagai bentuk keterlibatan pemegang saham pengendali dalam pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajemen terkait kebijakan-kebijakan perusahaan (Siregar, 2008). La Porta dkk. (1999) menyatakan bahwa kemampuan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi meningkat apabila pemegang saham pengendali tersebut juga terlibat dalam manajemen. Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen diukur menggunakan variabel *dummy* yaitu 1 jika pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen dan 0 jika pemegang saham pengendali tidak terlibat dalam manajemen.

6. Keberadaan Pemegang Saham Pengendali Kedua (CS2)

Pemegang saham pengendali kedua didefinisikan sebagai pemegang saham pengendali selain pemegang saham pengendali pertama yang memiliki kemampuan untuk membatasi tindakan ekspropriasi karena kepemilikan yang besar dan adanya keterwakilan dalam direksi dan komisaris (Siregar, 2008). Gugler dan Yurtoglu (2003) menyatakan bahwa pasar lebih waspada terhadap tindakan ekspropriasi pada perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali tunggal. Keberadaan pemegang saham pengendali kedua diukur menggunakan variabel *dummy* yaitu 1 jika terdapat pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan dan 0 jika tidak terdapat pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan.

7. Ukuran Perusahaan (SIZE)

Ukuran perusahaan merupakan besar kecilnya perusahaan yang tampak dalam nilai total aset perusahaan pada neraca akhir tahun (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Pemegang saham pengendali akan lebih waspada terhadap kemungkinan terjadinya ekspropriasi pada perusahaan besar karena konflik keagenan yang terjadi lebih besar (Claessens dkk., 2002). Ukuran perusahaan diprosikan dengan *logaritma natural* dari total aset.

8. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan sumber-sumber yang dimiliki perusahaan, seperti aset, modal atau penjualan (Sudana, 2009). Perusahaan yang memiliki profitabilitas yang lebih baik memiliki kinerja yang lebih tinggi (Yeh, 2003). Profitabilitas diukur dengan menggunakan *Return on Assets* (ROA) sebagai

$$\text{Return on Assets} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian adalah data kuantitatif berupa neraca per 31 Desember 2007-2011, laporan laba rugi untuk tahun yang berakhir pada 31 Desember 2007-2011, catatan atas laporan keuangan untuk tahun yang berakhir pada 31 Desember 2007-2011, data struktur kepemilikan ultimat 2007-2011, dan data pasar per 31 Desember 2007-2011. Data yang digunakan adalah data panel. Sumber data laporan keuangan diperoleh dari *website* Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Sumber data struktur kepemilikan ultimat diperoleh dari laporan keuangan dan prospectus yang diunduh melalui *website* Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), serta OSIRIS *database* yang diakses melalui Perpustakaan University College London. Sedangkan sumber data pasar diperoleh dari *website* Yahoo! Finance (finance.yahoo.com). Data-data tersebut merupakan data sekunder.

Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dokumentasi atas data struktur kepemilikan ultimat dan laporan keuangan perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2007-2011.

Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini tidak membatasi jenis industri, ukuran perusahaan, dan konsistensi terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan tujuan untuk menghindari bias pemilihan sampel. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel berdasarkan pertimbangan atau kriteria, antara lain:

1. Perusahaan yang memiliki data laporan keuangan yang lengkap.
2. Perusahaan yang tidak memiliki modal negatif.

Berdasarkan pertimbangan atau kriteria yang telah ditetapkan diperoleh sampel sebanyak 1.914 pengamatan pada tabel 1.

Tabel 1. Kriteria Pemilihan Sampel

Keterangan	2007	2008	2009	2010	2011
Populasi	383	396	398	420	440
Data laporan keuangan tidak lengkap	(2)	(2)	(1)	(2)	(6)

Memiliki modal negatif	(23)	(23)	(21)	(23)	(20)
Total sampel per tahun	358	371	376	395	414
Total sampel keseluruhan	1.914				

Sumber: www.idx.co.id dan *Indonesian Capital Market Directory* (diolah)

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian adalah analisis statistik deskriptif dan analisis regresi berganda dengan bantuan *software* SPSS 20.0.0 yang meliputi:

1. Melakukan Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data (Ghozali, 2009:19). Statistik deskriptif yang digunakan dalam penelitian ini meliputi nilai minimum, maksimum, *mean* (rata-rata), dan standar deviasi dari variabel-variabel penelitian.

2. Menentukan Model Persamaan Regresi

Model persamaan regresi untuk Hipotesis 1 dan 2:

$$FIRM = \alpha_0 + \alpha_1CFR + \alpha_2CR + \alpha_3IZ + \alpha_4R + \epsilon_1$$

Model persamaan regresi untuk Hipotesis 3a:

$$FIRM = \delta_0 + \delta_1CFR + \delta_2N + \delta_3CFR * N + \delta_3SIZE + \delta_3R + \epsilon_2$$

Model persamaan regresi untuk Hipotesis 3b:

$$FIRM = \gamma_0 + \gamma_1CFR + \gamma_2C + \gamma_3CFR * C + \gamma_3SIZE + \gamma_3R + \epsilon_3$$

Keterangan:

FIRM = Nilai perusahaan

CFR = Hak aliran kas

CR = Hak kontrol

CFRL = *Cash flow right leverage*

MAN = Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen

CS2 = Keberadaan pemegang saham pengendali kedua

SIZE = Ukuran perusahaan

PR = Profitabilitas

Pengujian Hipotesis

Model persamaan regresi pada hipotesis 1, hipotesis 2, hipotesis 3a dan hipotesis 3b akan diuji menggunakan uji regresi linier berganda dengan menggunakan *software* SPSS 20.0.0. Untuk model persamaan regresi pada hipotesis 3a dan 3b yang memiliki variabel moderasi akan dilakukan uji interaksi sebelum dilakukan uji regresi linier berganda. Uji interaksi atau sering juga disebut dengan *Moderated Regression Analysis* (MRA) merupakan aplikasi khusus regresi berganda linier dimana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi (perkalian dua atau lebih variabel independen) (Ghozali, 2009). Adapun pengujian- pengujian yang akan dilakukan yaitu:

a. Uji Kelayakan Model Regresi

Uji kelayakan model regresi dilakukan dengan menggunakan uji F. Uji F pada model digunakan untuk mengetahui apakah model regresi dapat digunakan dalam memprediksi variable dependen dengan tingkat signifikansi adalah sebesar 0,05 α 5%). Dasar pengambilan keputusan dilakukan dengan ketentuan sebagai berikut (Ghozali, 2009:88):

- a) Jika probabilitas signifikan $f \leq 0,05$, maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen.
- b) Jika probabilitas signifikan $f > 0,05$, maka model regresi tidak dapat digunakan untuk memprediksi variable dependen.

b. Uji Koefisien Determinasi

Uji koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk menguji *goodness-fit* dari model regresi, apakah variabel independen secara simultan mampu menjelaskan variasi dalam variabel dependen. Semakin besar R^2 menunjukkan persamaan regresi semakin baik (Ghozali, 2009:163).

c. Uji Parsial

Hipotesis 1, hipotesis 2, hipotesis 3a dan hipotesis 3b diuji secara parsial dengan menggunakan uji t. Uji t digunakan untuk mengetahui apakah dalam model regresi variabel independen (X_1, X_2, \dots, X_n) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen (Y) dengan langkah-langkah sebagai berikut (Priyatno, 2010:68):

(1) Menentukan formulasi hipotesis:

- a) $H_0 : \beta_i = 0$, artinya variabel independen secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.
- b) $H_A : \beta_i \neq 0$, artinya variabel independen secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen.

(2) Melakukan dan membuat simpulan atas uji t:

- a) Apabila nilai signifikansi $t \leq 0,05$, H_0 ditolak, H_A diterima.
- b) Apabila nilai signifikansi $t > 0,05$, H_0 diterima, H_A ditolak.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2007-2011. Terdapat 2.037 pengamatan yang berasal dari jumlah perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2007 sampai 2011 masing-masing sebanyak 383, 396, 398, 420, dan 440 perusahaan. Dari jumlah tersebut terdapat data laporan keuangan yang tidak lengkap sebanyak 13 pengamatan dan data ekstrim yang disebabkan oleh modal perusahaan yang negatif sebanyak 110 pengamatan sehingga peneliti berhasil mendapatkan sampel akhir yang dapat diolah sebanyak 93,96% dari 2.037 tahun pengamatan yang ada selama periode penelitian, yaitu 1.914 pengamatan. Deskripsi sampel lebih rinci disajikan dalam Tabel 2

Sampel penelitian akhir yang diperoleh pada pisah batas hak kontrol 10% adalah 1.895 pengamatan. Tabel 2. menunjukkan bahwa sebanyak 99,01% (1.895 dari 1.914 pengamatan) diklasifikasikan sebagai perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi pada pisah batas hak kontrol 10%. Sedangkan sisanya sebanyak 0,99% (19 dari 1.914 pengamatan) diklasifikasikan sebagai perusahaan dengan kepemilikan tersebar pada pisah batas hak kontrol 10%.

Tabel 2. Klasifikasi Kepemilikan

Klasifikasi	2007	2008	2009	2010	2011	Total
Terkonsentrasi	352	368	373	390	412	1.895
Tersebar	6	3	3	5	2	19
Total	358	371	376	395	414	1.914

Sumber: www.idx.co.id, Indonesian Capital Market Directory, OSIRIS database (diolah)

Dalam struktur kepemilikan terkonsentrasi tersebut, pemegang saham pengendali menggunakan mekanisme kepemilikan piramida, lintas kepemilikan, atau tanpa mekanisme apapun untuk meningkatkan hak kontrol. Tabel 3 menunjukkan bahwa mekanisme yang paling banyak digunakan adalah kepemilikan piramida, yaitu 72,66% (1.377 dari 1.895 pengamatan) yang diikuti oleh kepemilikan tanpa mekanisme sebanyak 26,86% (509 dari 1.895 pengamatan) dan mekanisme lintas kepemilikan sebanyak 0,48% (9 dari 1.895 pengamatan).

Tabel 3. Mekanisme Peningkatan Kontrol

Klasifikasi	2007	2008	2009	2010	2011	Total
Piramida	258	270	271	281	297	1.377
Lintas Kepemilikan	1	1	1	3	3	9
Tanpa Mekanisme	93	97	101	106	112	509
Total	352	368	373	390	412	1.895

Sumber: www.idx.co.id, *Indonesian Capital Market Directory*, OSIRIS database (diolah)

Pemegang saham pengendali perusahaan publik di Indonesia meliputi keluarga, pemerintah, institusi keuangan dengan kepemilikan luas, perusahaan dengan kepemilikan luas, serta pemegang saham pengendali lain. Tabel 4.3. menunjukkan bahwa keluarga adalah pemegang saham pengendali yang paling banyak ditemukan, yaitu 68,60% (1.300 dari 1.895 pengamatan) yang diikuti oleh pemegang saham pengendali lain sebanyak 17,63% (334 dari 1.895 pengamatan), perusahaan dengan kepemilikan luas sebanyak 6,38% (121 dari 1.895 pengamatan), pemerintah sebanyak 5,54% (105 dari 1.895 pengamatan), dan institusi keuangan dengan kepemilikan luas sebanyak 1,85% (35 dari 1.895 pengamatan). Pola kepemilikan perusahaan publik yang terkonsentrasi sangat kompleks dengan adanya banyak lapisan dan jalur kepemilikan sehingga pemegang saham pengendali tidak mudah diidentifikasi.

Tabel 4. Pemegang Saham Pengendali

Klasifikasi	2007	2008	2009	2010	2011	Total
Keluarga	241	256	256	265	282	1.300
Pemerintah	18	19	20	23	25	105
Institusi Keuangan dengan Kepemilikan Luas	8	6	6	7	8	35
Perusahaan dengan Kepemilikan Luas	23	23	25	26	24	121
Pemegang Saham Pengendali Lain	62	64	66	69	73	334
Total	352	368	373	390	412	1.895

Sumber: www.idx.co.id, *Indonesian Capital Market Directory*, OSIRIS database (diolah)

Deskripsi Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan (FIRM), hak aliran kas (CFR), hak kontrol (CR), dan *cash flow right leverage* (CFRL).

Nilai Perusahaan

Perhitungan nilai perusahaan dilakukan dengan menggunakan rasio *Tobin's q*, yaitu membandingkan jumlah antara nilai pasar ekuitas dan nilai buku dari total kewajiban dengan jumlah antara nilai buku dari total aset dan nilai buku dari total kewajiban. Hasil statistic deskriptif nilai perusahaan dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5. Statistik Deskriptif Nilai Perusahaan

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FIRM	1.895	63	11.003,63	706,73	1.123,72
Valid N (listwise)	1.895				



Sumber: Data diolah

Nilai perusahaan berkisar antara 0,63 dan 11.003,63, sehingga menghasilkan nilai rata-rata 706,73 dari seluruh jumlah sampel sejumlah 1.895 yang diteliti. Nilai rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan publik memiliki rata-rata nilai perusahaan sebesar 706,73. Nilai perusahaan terendah pada tahun 2007 terdapat pada PT Sara Lee Body Care Indonesia Tbk. Sebesar 10,79, pada tahun 2008-2010 terdapat pada PT Century Textile Industry Tbk. sebesar 10,28; 14,01; dan 15,67, serta pada tahun 2011 terdapat pada PT HD Finance Tbk. sebesar 0,63. Hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan terendah dimiliki oleh PT HD Finance Tbk. pada tahun 2011 yaitu sebesar 0,63. Sedangkan nilai perusahaan tertinggi pada tahun 2007 terdapat pada PT Eksploitasi Energi Indonesia Tbk. sebesar 10.503,07, pada tahun 2008 terdapat pada PT Pania Indonesia Tbk. sebesar 9.597,31, pada tahun 2009 dan 2010 terdapat pada PT Unilever Indonesia Tbk. sebesar 7.487,10 dan 9.428,09, serta pada tahun 2011 terdapat pada PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk. sebesar 11.003,63. Hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan tertinggi dimiliki oleh PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk. pada tahun 2011 yaitu sebesar 11.003,63.

Hak Aliran Kas

Perhitungan hak aliran kas dilakukan melalui penjumlahan antara hak aliran kas langsung dan hak aliran kas tidak langsung. Hak aliran kas langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali pada perusahaan publik atas namanya sendiri. Hak aliran kas tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil perkalian persentase saham dalam setiap rantai kepemilikan berbagai perusahaan publik yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali. Hasil statistik deskriptif hak aliran kas dapat dilihat pada tabel 6.

Tabel 6. Statistik Deskriptif Hak Aliran Kas

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CFR	1.895	,0219	1,0000	,5995	,2224
Valid N (listwise)	1.895				

Sumber: Data kas terendah 2007-2011 terdapat pada PT Panin Sekuritas Tbk. sebesar 0,0219; 0,0221; dan 0,0224.

Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali PT Panin Sekuritas Tbk, memiliki hak aliran kas terendah pada tahun 2008 dan 2010 masing-masing sebesar 2,19%. Sedangkan hak aliran kas tertinggi pada tahun 2007 dan 2008 terdapat pada PT Asuransi Jasa Tania (Persero) Tbk. masing-masing sebesar 0,9810, serta pada tahun 2009-2011 terdapat pada PT Bank Mutiara Tbk. masing-masing sebesar 1,0000. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali PT Bank Mutiara Tbk. memiliki hak aliran kas tertinggi pada tahun 2009-2011 masing-masing sebesar 100%. Dari statistik deskriptif pada Tabel 4.5. terlihat bahwa rata-rata nilai hak aliran kas adalah sebesar 0,5995. Artinya, rata-rata pemegang saham pengendali perusahaan publik memiliki hak aliran kas sebesar 59,95%.

Hak Kontrol

Perhitungan hak kontrol dilakukan melalui penjumlahan antara hak kontrol langsung dan hak

kontrol tidak langsung. Hak kontrol langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali pada perusahaan publik atas namanya sendiri. Hak kontrol tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil kontrol minimum dalam setiap rantai kepemilikan berbagai perusahaan publik yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali. Hasil perhitungan hak kontrol hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada Tabel 7.

Tabel 7. Statistik Deskriptif Hak Kontrol

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CR	1.895	,1212	1,0000	,6237	,2014
Valid N (listwise)	1.895				

Sumber: Data diolah

Hak kontrol terendah pada tahun 2007 dan 2008 terdapat pada PT Metrodata Electronics Tbk. masing-masing sebesar 0,1293, serta pada tahun 2009-2011 terdapat pada PT Surya Semesta Internusa Tbk. masing-masing sebesar 0,1212. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali PT Surya Semesta Internusa Tbk. memiliki hak kontrol terendah pada tahun 2009-2011 masing-masing sebesar 12,12%. Sedangkan hak kontrol tertinggi pada tahun 2007 dan 2008 terdapat pada PT Asuransi Jasa Tania (Persero) Tbk. masing-masing sebesar 0,9810, serta pada tahun 2009-2011 terdapat pada PT Bank Mutiara Tbk. masing-masing sebesar 1,0000. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali PT Bank Mutiara Tbk. memiliki hak kontrol tertinggi pada tahun 2009-2011 masing-masing sebesar 100%. Dari statistic deskriptif pada Tabel 7 terlihat bahwa rata-rata nilai hak kontrol adalah sebesar 0,6237. Artinya, rata-rata pemegang saham pengendali perusahaan public memiliki hak kontrol sebesar 62,37%.

Cash Flow Right Leverage

Perhitungan *cash flow right leverage* dilakukan melalui pengurangan hak kontrol dengan hak aliran kas. Hasil perhitungan *cash flow right leverage* dapat dilihat pada Lampiran 5 dan hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada Tabel 8.

Tabel 8. Statistik Deskriptif Cash Flow Right Leverage

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CFRL	1.895	,0000	,5577	,0242	,0720
Valid N (listwise)	1.895				

Sumber: Data diolah

Cash flow right leverage terendah sebesar 0,000 pada tahun 2007-2011 terdapat masing-masing pada 304, 317, 320, 330, dan 340 perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar pemegang saham pengendali pada perusahaan publik tidak memiliki selisih antara hak kontrol dengan hak aliran kas yang dimilikinya. Sedangkan *cash flow right leverage* tertinggi pada tahun 2007-2011 terdapat pada PT Alumindo Light Metal Industry Tbk. sebesar 0,4915; 0,4915; 0,5363; 0,5577; dan 0,5577. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali PT Alumindo Light Metal Industry Tbk. memiliki *cash flow right leverage* tertinggi pada tahun 2010 dan 2011 yaitu masing-masing sebesar 55,77%. Dari statistik deskriptif pada Tabel 8 terlihat bahwa rata-rata nilai *cash flow right leverage* adalah sebesar 0,0242. Artinya, rata-rata pemegang saham pengendali perusahaan publik memiliki selisih antara hak kontrol dengan hak aliran kas yang dimilikinya masing-masing sebesar 2,42%.

Keterlibatan Pemegang Saham Pengendali dalam Manajemen

Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen diukur dengan menggunakan variabel *dummy*. Data keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen dapat dilihat pada Tabel 9

Tabel 9. Statistik Deskriptif Keterlibatan Pemegang Saham Pengendali dalam Manajemen

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
MAN	1.895	0	1	,69	,463
Valid N (listwise)	1.895				

Sumber: Data diolah

Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen memiliki nilai minimum sebesar 0 dan nilai maksimum sebesar 1. Dari statistik deskriptif pada Tabel 9 terlihat bahwa rata-rata nilai keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen adalah sebesar 0,69. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen dalam perusahaan publik adalah sebesar 69%.

Keberadaan Pemegang Saham Pengendali Kedua

Keberadaan pemegang saham pengendali kedua diukur dengan menggunakan variabel *dummy*. Hasil statistik deskriptif keberadaan pemegang saham pengendali kedua dapat dilihat pada Tabel 10

Tabel 10. Statistik Deskriptif Keberadaan Pemegang Saham Pengendali Kedua

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CS2	1.895	0	1	,12	,320
Valid N (listwise)	1.895				

Sumber: Data diolah

Keberadaan pemegang saham pengendali kedua memiliki nilai minimum sebesar 0 dan nilai maksimum sebesar 1. Dari statistik deskriptif pada Tabel 10 terlihat bahwa rata-rata nilai keberadaan pemegang saham pengendali kedua adalah sebesar 0,12. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata keberadaan pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan publik adalah sebesar 12%.

Ukuran Perusahaan

Perhitungan ukuran perusahaan dilakukan dengan menggunakan *logaritma natural* dari total aset. Hasil perhitungan ukuran perusahaan dapat dilihat pada Lampiran 8, sedangkan hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 11.

Tabel 11. Statistik Deskriptif Ukuran Perusahaan

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
SIZE	1.895	22,3279	33,9444	27,8923	1,9063
Valid N (listwise)	1.895				

Sumber: Data diolah

Ukuran perusahaan berkisar antara 22,3279 dan 33,9444, sehingga menghasilkan nilai rata-rata 27,8923 dari seluruh jumlah sampel sejumlah 1.895 yang diteliti. Nilai rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan publik memiliki rata-rata ukuran perusahaan sebesar 27,8923. Ukuran perusahaan terendah pada tahun 2007 dan 2008 terdapat pada PT Singleterra Tbk. sebesar 22,6614 dan 22,3279, pada tahun 2009 dan 2010 terdapat pada PT Sumber Energi Andalan Tbk. sebesar 23,3475 dan 23,2421, serta pada tahun 2011 terdapat pada PT J Resources Asia Pasifik Tbk. sebesar 23,0529. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan terendah dimiliki oleh PT Singleterra Tbk. pada tahun 2008 yaitu sebesar 22,3279. Sedangkan ukuran perusahaan tertinggi pada tahun 2007-2011 terdapat pada PT Bank Mandiri (Persero) Tbk. sebesar 33,3965; 33,5128; 33,6086; 33,7398; dan 33,9444. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tertinggi dimiliki oleh PT Bank Mandiri (Persero) Tbk. pada tahun 2011 yaitu sebesar 33,9444.

Profitabilitas

Perhitungan profitabilitas dilakukan dengan menggunakan *Return on Assets* (ROA), yaitu membandingkan laba setelah pajak dengan total aset. Hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 12.

Tabel 12. Statistik Deskriptif Profitabilitas

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PR	1.895	-2,8883	9,7430	,0444	,2565
Valid N (listwise)	1.895				

Sumber: Data diolah

Profitabilitas berkisar antara -2,8883 dan 9,7430, sehingga menghasilkan nilai rata-rata 0,0444 dari seluruh jumlah sampel sejumlah 1.895 yang diteliti. Nilai rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan publik memiliki rata-rata profitabilitas sebesar 4,44%. Profitabilitas terendah pada tahun 2007 terdapat pada PT Renuka Coalindo Tbk. sebesar -0,9037, pada tahun 2008 terdapat pada PT Bakrie & Brothers Tbk. sebesar -0,6673, pada tahun 2009 terdapat pada PT Dharma Samudera Fishing Industries Tbk. sebesar -0,7163, pada tahun 2010 terdapat pada PT Katarina Utama Tbk. sebesar -2,8883, serta pada tahun 2011 terdapat pada PT Alam Karya Unggul Tbk. sebesar -0,7558. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas terendah dimiliki oleh PT Katarina Utama Tbk. Pada tahun 2010 yaitu sebesar -288,83%. Sedangkan profitabilitas tertinggi pada tahun 2007 terdapat pada PT Vale Indonesia Tbk. Sebesar 0,6216, pada tahun 2008 terdapat pada PT Eterindo Wahanatama Tbk. sebesar 1,4782, pada tahun 2009 terdapat pada PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk. sebesar 0,4116, pada tahun 2010 terdapat pada PT Matahari Putra Prima Tbk. sebesar 0,5079, serta pada tahun 2011 terdapat pada PT Mitra International Resources Tbk. sebesar 9,7430. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas tertinggi dimiliki oleh PT Mitra International Resources Tbk. pada tahun 2011 yaitu sebesar 974,30%.

Pengujian Regresi

Uji hipotesis dilakukan dengan menggunakan regresi linier berganda untuk menguji kelayakan model persamaan regresi dan untuk mengetahui apakah secara parsial variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.

1. Uji Kelayakan Model Regresi

a. Hipotesis 1 dan 2

Dari Tabel 13 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi uji F sebesar 0,000 dan nilai ini $\leq 0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa model persamaan regresi layak digunakan untuk memprediksi variabel dependen (LNFIRM).

Tabel 13. Uji Kelayakan Model Regresi H_{1,2}

<i>Model</i>	<i>Sum of Squares</i>	<i>df</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
1 <i>Regression</i>	126,427	4	31,607	23,316	,000 ^b
<i>Residual</i>	2.562,079	1.890	1,356		
<i>Total</i>	2.688,506	1.894			
a. <i>Dependent Variable: LNFIRM</i>					
b. <i>Predictors: (Constant), CFR, CR, SIZE, PR</i>					

Sumber: Data diolah

b. Hipotesis 3a

Dari tabel 14 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi uji F sebesar 0,000 dan nilai ini $\leq 0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa model persamaan regresi layak digunakan untuk memprediksi variabel dependen (LNFIRM).

Tabel 14. Uji Kelayakan Model Regresi H_{3a}

<i>Model</i>	<i>Sum of Squares</i>	<i>df</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
1 <i>Regression</i>	129,210	5	25,842	19,074	,000 ^b
<i>Residual</i>	2.559,295	1.889	1,355		
<i>Total</i>	2.688,506	1.894			
a. <i>Dependent Variable: LNFIRM</i>					
b. <i>Predictors: (Constant), CFRL, MAN, CFRL*MAN, SIZE, PR</i>					

Sumber: Data diolah

c. Hipotesis 3b

Dari tabel 15 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi uji F sebesar 0,000 dan nilai ini $\leq 0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa model persamaan regresi layak digunakan untuk memprediksi variabel dependen (LNFIRM).

Tabel 15. Uji Kelayakan Model Regresi H_{3b}

<i>Model</i>	<i>Sum of Squares</i>	<i>df</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
1 <i>Regression</i>	144,271	5	28,854	21,423	,000 ^b
<i>Residual</i>	2.544,235	1.889	1,347		
<i>Total</i>	2.688,506	1.894			
a. <i>Dependent Variable: LNFIRM</i>					
b. <i>Predictors: (Constant), CFRL, CS2, CFRL*CS2, SIZE, PR</i>					

Sumber: Data diolah

2. Uji Koefisien Determinasi

a. Hipotesis 1 dan 2

Hasil pengujian koefisien determinasi R² disajikan pada Tabel 16. Dari hasil perhitungan nilai koefisien determinasi, diperoleh nilai R² sebesar 4,7%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen (CFR, CR, SIZE, dan PR) mampu menjelaskan variabel dependen (LNFIRM) sebesar 4,7%. Sedangkan sisanya 95,3% dijelaskan oleh variabel di luar model dalam penelitian ini.

Tabel 16. Uji Koefisien Determinasi H_{1,2}

<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Estimate</i>
1	,217 ^a	,047	,045	1,16430
a. <i>Predictors: (Constant), CFR, CR, SIZE, PR</i>				
b. <i>Dependent Variable: LNFIRM</i>				

Sumber: Data diolah

b. Hipotesis 3a

Hasil pengujian koefisien determinasi R² disajikan pada Tabel 17. Dari hasil perhitungan nilai koefisien determinasi, diperoleh nilai R² sebesar 4,8%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen (CFRL, MAN, CFRL*MAN, SIZE, dan PR) mampu menjelaskan variabel dependen (LNFIRM) sebesar 4,8%. Sedangkan sisanya 95,2% dijelaskan oleh variabel di luar model dalam penelitian ini.

Tabel 17. Uji Koefisien Determinasi H_{3a}

<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Estimate</i>
1	,219 ^a	,048	,046	1,16398
a. <i>Predictors: (Constant), CFRL, MAN, CFRL*MAN, SIZE, PR</i>				
b. <i>Dependent Variable: LNFIRM</i>				

Sumber: Data diolah

c. Hipotesis 3b

Hasil pengujian koefisien determinasi R² disajikan pada Tabel 4.32. Dari hasil perhitungan nilai koefisien determinasi, diperoleh nilai R² sebesar 5,4%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen (CFRL, CS2, CFRL*CS2, SIZE, dan PR) mampu menjelaskan variabel dependen (LNFIRM) sebesar 5,4%. Sedangkan sisanya 94,6% dijelaskan oleh variabel di luar model dalam penelitian ini.

Tabel 18. Uji Koefisien Determinasi H_{3b}

<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Estimate</i>
1	,232 ^a	,054	,051	1,16055
a. <i>Predictors: (Constant), CFRL, CS2, CFRL*CS2, SIZE, PR</i>				
b. <i>Dependent Variable: LNFIRM</i>				

Sumber: Data diolah

3. Uji Parsial

a. Hipotesis 1 dan 2

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 19 diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{LNFIRM} = 8,189 + 1,010 \text{ CFR} - 0,741 \text{ CR} - 0,090 \text{ SIZE} + 0,658 \text{ PR}$$

Dari persamaan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a) Konstanta (a) sebesar 8,189 menunjukkan apabila CFR, CR, SIZE, dan PR bernilai nol, maka diprediksi nilai LNFIRM sebesar 8,189.
- b) Koefisien regresi (b) untuk CFR sebesar 1,010 mempunyai arti bila terjadi kenaikan CFR sebesar satu persen dan variabel lain nilainya tetap, maka akan terjadi kenaikan FIRM sebesar 1,010.

- c) Koefisien regresi (c) untuk CR sebesar -0,741 mempunyai arti bila terjadi penurunan CR sebesar satu persen dan variabel lain nilainya tetap, maka akan terjadi penurunan FIRM sebesar 0,741.
- d) Koefisien regresi (d) untuk SIZE sebesar -0,090 mempunyai arti bila terjadi penurunan SIZE sebesar satu persen dan variabel lain nilainya tetap, maka akan terjadi penurunan FIRM sebesar 0,090.
- e) Koefisien regresi (e) untuk PR sebesar 0,658 mempunyai arti bila terjadi kenaikan PR sebesar satu persen dan variabel lain nilainya tetap, maka akan terjadi kenaikan FIRM sebesar 0,658.

Hasil dari nilai t pada tabel 19 menunjukkan nilai beta *unstandardized coefficients* CFR positif sebesar 1,010 dan nilai signifikansi CFR sebesar 0,007. Karena nilai signifikansi $CFR \leq 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak dan dapat dinyatakan bahwa CFR secara signifikan berpengaruh positif terhadap FIRM. Hal ini dapat membuktikan tentang CFR yang diduga secara positif berpengaruh signifikan terhadap FIRM. Hasil dari nilai t pada tabel 19 juga menunjukkan nilai beta *unstandardized coefficients* CR negative sebesar -0,741 dan nilai signifikansi CR sebesar 0,073. Karena nilai signifikansi $CR > 0,05$ menyebabkan H_0 diterima dan dapat dinyatakan bahwa CR tidak secara signifikan berpengaruh negative terhadap FIRM. Hal ini tidak dapat membuktikan tentang CR yang diduga secara negatif berpengaruh signifikan terhadap FIRM.

Tabel 19. Uji Parsial $H_{1,2}$

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	8,189	,410		19,966	,000
CFR	1,010	,376	,188	2,687	,007
CR	-,741	,414	-,125	-1,791	,073
SIZE	-,090	,014	-,144	-6,364	,000
PR	,658	,105	,142	6,296	,000

Sumber: Data diolah

b. Hipotesis 3a

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 20 diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut.

$$LNFIRM = 8,416 - 2,340 CFRL - 0,052 MAN + 1,919 CFRL*MAN - 0,091 SIZE + 0,665 PR$$

Dari persamaan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a) Konstanta (a) sebesar 8,416 menunjukkan apabila CFRL, MAN, CFRL*MAN, SIZE, dan PR bernilai nol, maka diprediksi nilai LNFIRM sebesar 8,416.
- b) Koefisien regresi (b) untuk CFRL sebesar -2,340 mempunyai arti bila terjadi penurunan CFRL sebesar satu persen dan variabel lain nilainya tetap, maka akan terjadi penurunan FIRM sebesar 2,340.
- c) Koefisien regresi (c) untuk MAN sebesar -0,052 mempunyai arti bila terjadi penurunan MAN sebesar satu persen dan variabel lain nilainya tetap, maka akan terjadi penurunan FIRM sebesar 0,052.

- d) Koefisien regresi (d) untuk CFRL*MAN sebesar 1,919 mempunyai arti bila terjadi kenaikan CFRL*MAN sebesar satu persen dan variabel lain nilainya tetap, maka akan terjadi kenaikan FIRM sebesar 1,919.
- e) Koefisien regresi (e) untuk SIZE sebesar -0,091 mempunyai arti bila terjadi penurunan SIZE sebesar satu persen dan variabel lain nilainya tetap, maka akan terjadi penurunan FIRM sebesar 0,091.
- f) Koefisien regresi (f) untuk PR sebesar 0,665 mempunyai arti bila terjadi kenaikan PR sebesar satu persen dan variabel lain nilainya tetap, maka akan terjadi kenaikan FIRM sebesar 0,665.

Hasil dari nilai t pada tabel 20 menunjukkan nilai beta *unstandardized coefficients* CFRL negatif sebesar -2,340 dan nilai signifikansi CFRL*MAN sebesar 0,014. Karena nilai signifikansi CFRL*MAN $\leq 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak dan dapat dinyatakan bahwa MAN secara signifikan memperkuat pengaruh negatif CFRL terhadap FIRM. Hal ini dapat membuktikan tentang MAN yang diduga secara signifikan memperkuat pengaruh negatif CFRL terhadap FIRM.

Tabel 20. Uji Parsial H_{3a}

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	8,416	,402		20,918	,000
CFRL	-2,340	,629	-,141	-3,722	,000
MAN	-,052	,063	-,020	-,824	,410
CFRL*MAN	1,919	,781	,094	2,459	,014
SIZE	-,091	,014	-,145	-6,390	,000
PR	,665	,105	,143	6,357	,000

a. Dependent Variable: LNFIRM

Sumber: Data diolah

c. Hipotesis 3b

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 21 diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut.

$$\text{LNFIRM} = 8,595 - 0,915 \text{ CFRL} - 0,308 \text{ CS2} - 1,059 \text{ CFRL*CS2} - 0,097 \text{ SIZE} + 0,656 \text{ PR}$$

Dari persamaan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a) Konstanta (a) sebesar 8,595 menunjukkan apabila CFRL, CS2, CFRL*CS2, SIZE, dan PR bernilai nol, maka diprediksi nilai LNFIRM sebesar 8,595.
- b) Koefisien regresi (b) untuk CFRL sebesar -0,915 mempunyai arti bila terjadi penurunan CFRL sebesar satu persen dan variabel lain nilainya tetap, maka akan terjadi penurunan FIRM sebesar 0,915.
- c) Koefisien regresi (c) untuk CS2 sebesar -0,308 mempunyai arti bila terjadi penurunan CS2 sebesar satu persen dan variabel lain nilainya tetap, maka akan terjadi penurunan FIRM sebesar 0,308.
- d) Koefisien regresi (d) untuk CFRL*CS2 sebesar -1,059 mempunyai arti bila terjadi penurunan CFRL*CS2 sebesar satu persen dan variabel lain nilainya tetap, maka akan terjadi penurunan FIRM sebesar 1,059.

- e) Koefisien regresi (e) untuk SIZE sebesar -0,097 mempunyai arti bila terjadi penurunan SIZE sebesar satu persen dan variabel lain nilainya tetap, maka akan terjadi penurunan FIRM sebesar 0,097.
- f) Koefisien regresi (f) untuk PR sebesar 0,656 mempunyai arti bila terjadi kenaikan PR sebesar satu persen dan variabel lain nilainya tetap, maka akan terjadi kenaikan FIRM sebesar 0,656.

Hasil dari nilai t pada Tabel 21 menunjukkan nilai beta *unstandardized coefficients* CFRL negatif sebesar -0,915 dan nilai signifikansi CFRL*CS2 sebesar 0,344. Karena nilai signifikansi CFRL*CS2 > 0,05 menyebabkan H_0 diterima dan dapat dinyatakan bahwa CS2 tidak secara signifikan memperlemah pengaruh negatif CFRL terhadap FIRM. Hal ini tidak dapat membuktikan tentang CS2 yang diduga secara signifikan memperlemah pengaruh negatif CFRL terhadap FIRM.

Tabel 21. Uji Parsial H_{3b}

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	8,595	,397		21,634	,000
CFRL	-,915	,397	-,055	-2,304	,021
CS2	-,308	,090	-,083	-3,426	,001
CFRL*CS2	-1,059	1,119	-,024	-,946	,344
SIZE	-,097	,014	-,156	-6,858	,000
PR	,656	,104	,141	6,293	,000

a. Dependent Variable: LNFIRM

Sumber: Data diolah

Pembahasan

Pengaruh CFR dan CR terhadap FIRM

CFR secara signifikan berpengaruh positif terhadap FIRM. Hasil dari nilai t pada Tabel 4.33 menunjukkan nilai beta *unstandardized coefficients* CFR positif sebesar 1,010 dan nilai signifikansi CFR sebesar 0,007, dimana nilai signifikansinya $\leq 0,05$. Oleh karena itu, Hipotesis 1 didukung secara statistis. Hasil penelitian ini sejalan dengan Siregar (2008). Pengaruh positif hak aliran kas terhadap nilai perusahaan sejalan dengan argumen PIE (*Positive Incentive Effect*) yang menyatakan bahwa semakin besar konsentrasi hak aliran kas pemegang saham pengendali, maka semakin besar klaim keuangan pemegang saham pengendali terhadap perusahaan. Pemegang saham pengendali akan berusaha menghindari ekspropriasi karena tindakan tersebut akan menempatkan mereka pada kondisi yang paling dirugikan ketika terjadi penurunan nilai (Claessens dkk., 2000b). Dari uraian tersebut, dapat dikatakan bahwa konsentrasi hak aliran kas tidak dapat digunakan oleh pemegang saham pengendali untuk meningkatkan masalah keagenan karena alasan insentif keuangan. Sebaliknya, konsentrasi hak aliran kas digunakan oleh pemegang saham pengendali untuk menyelaraskan kepentingan pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Pemegang saham minoritas akan merasa terlindungi ketika ada usaha dari pemegang saham pengendali untuk tidak melakukan ekspropriasi.

Implikasinya, pemegang saham minoritas akan lebih bersedia untuk menyerahkan dananya kepada perusahaan. Hal tersebut dapat merangsang kenaikan harga sekuritas perusahaan yang juga akan ikut berdampak positif pada peningkatan nilai perusahaan. Penelitian ini juga menemukan bahwa CR tidak secara signifikan berpengaruh negatif terhadap FIRM. Hasil dari nilai t pada Tabel 19

menunjukkan nilai beta *unstandardized coefficients* CR negatif sebesar -0,741 dan nilai signifikansi CR sebesar 0,073, dimana nilai signifikansinya $> 0,05$. Oleh karena itu, Hipotesis 2 tidak didukung secara statistik, meskipun nilai beta *unstandardized coefficients* CR bernilai negatif. Hal ini dapat terjadi karena manfaat privat atas kontrol pemegang saham pengendali tidak dapat terukur dengan baik karena data tentang aktivitas ekspropriasi tidak terdokumentasi dengan baik. Hasil penelitian ini sejalan dengan Siregar (2008) yang juga tidak mendukung argumen NEE (*Negative Entrenchment Effect*). Argumen tersebut menyatakan bahwa pemegang saham pengendali akan menggunakan kekuatan kontrol yang dimilikinya untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan demi mendapatkan manfaat privat dan memicu terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas (Claessens dkk., 2000b).

Pengaruh CFRL terhadap FIRM dengan MAN sebagai Pemoderasi

MAN secara signifikan memperkuat pengaruh negatif CFRL terhadap FIRM. Hasil dari nilai t pada Tabel 20 menunjukkan nilai signifikansi CFRL*MAN sebesar 0,014, dimana nilai signifikansinya $\leq 0,05$. Pengaruh negatif CFRL terhadap FIRM ditunjukkan melalui nilai beta *unstandardized coefficients* CFRL negatif sebesar -2,340. Oleh karena itu, Hipotesis 3a didukung secara statistik karena nilai beta *unstandardized coefficients* CFRL*MAN bernilai positif yaitu 1,919. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Siregar (2008) yang menyatakan bahwa MAN tidak secara signifikan memperkuat pengaruh negatif CFRL terhadap FIRM. Pengaruh negatif *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan sejalan dengan argumen NEE (*Negative Entrenchment Effect*) yang menyatakan bahwa ekspropriasi yang terjadi akan semakin besar apabila terdapat selisih yang besar antara hak aliran kas dan hak kontrol (Claessens dkk., 2000b). Kemampuan pemegang saham pengendali akan lebih besar dalam mempengaruhi kebijakan perusahaan apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen (La Porta dkk., 1999).

Pengaruh CFRL terhadap FIRM dengan CS2 sebagai Pemoderasi CS2 tidak secara signifikan memperlemah pengaruh negatif CFRL terhadap FIRM. Hasil dari nilai t pada Tabel 4.35 menunjukkan nilai signifikansi CFRL*CS2 sebesar 0,344, dimana nilai signifikansinya $> 0,05$. Pengaruh negatif CFRL terhadap FIRM ditunjukkan melalui nilai beta *unstandardized coefficients* CFRL negatif sebesar -0,915. Oleh karena itu, Hipotesis 3b tidak didukung secara statistik, meskipun nilai beta *unstandardized coefficients* CFRL*CS2 bernilai negatif yaitu -1,059. Hal ini dikarenakan terdapat hubungan keluarga atau hubungan istimewa antara pemegang saham pengendali utama dengan pemegang saham pengendali kedua yang tidak terdokumentasi dengan baik. Hasil penelitian ini sejalan dengan Siregar (2008) yang menyatakan bahwa CS2 tidak secara signifikan memperlemah pengaruh negatif CFRL terhadap FIRM. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Gugler dan Yurtoglu (2003) yang menyatakan bahwa kemampuan pemegang saham pengendali tunggal untuk melakukan ekspropriasi tidak dapat dibatasi secara efektif oleh pemegang saham lain, namun kemampuan pemegang saham pengendali untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan yang menguntungkan dirinya dapat dibatasi apabila dalam perusahaan terdapat pemegang saham pengendali kedua.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, maka dapat disimpulkan bahwa: (1) Hak aliran kas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas dapat dikurangi jika konsentrasi hak aliran kas berada di tangan pemegang saham pengendali sehingga tindakan ekspropriasi juga dapat dicegah. Investor yang merasa terlindungi dari tindakan ekspropriasi akan menilai saham perusahaan lebih tinggi dimana hal tersebut merupakan cerminan dari nilai perusahaan; (2) Hak kontrol tidak secara signifikan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, meskipun arah pengujian sudah sesuai dengan hipotesis awal. Hal ini dapat terjadi karena manfaat privat atas kontrol pemegang saham pengendali tidak dapat terukur dengan baik karena data tentang aktivitas ekspropriasi tidak terdokumentasi dengan baik; (3) Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen sebagai variabel moderasi secara signifikan memperkuat pengaruh negatif *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan. Hal ini

dikarenakan ketika pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen, maka kemampuan pemegang saham pengendali dalam mempengaruhi kebijakan perusahaan akan semakin besar; (4) Keberadaan pemegang saham pengendali kedua sebagai variabel moderasi tidak mampu menjelaskan pengaruh negatif *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan, meskipun arah pengujian sudah sesuai dengan hipotesis awal. Hal ini dikarenakan terdapat hubungan keluarga atau hubungan istimewa antara pemegang saham pengendali utama dengan pemegang saham pengendali kedua yang tidak terdokumentasi dengan baik.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Peneliti tidak berhasil mendapatkan akses data kepemilikan ultimat sampai dengan kepemilikan akhir secara akurat karena keterbatasan akses informasi langsung dari perusahaan dan data tersebut sangat mahal sehingga hasil penelitian dapat menjadi bias akibat ketidakakuratan klasifikasi pemegang saham pengendali dan perhitungan persentase kepemilikan pemegang saham pengendali dari setiap jalur kepemilikan; dan (2) Penelitian ini tidak dapat mengukur adanya manfaat privat atas kontrol pemegang saham pengendali karena data tentang aktivitas ekspropriasi tidak terdokumentasi dengan baik. Saran yang dapat diberikan bagi peneliti selanjutnya adalah mengukur manfaat privat secara langsung berdasarkan aktivitas ekspropriasi yang terjadi apabila data transaksi dan kejadian ekspropriasi benar-benar terdokumentasi sehingga pengujian yang dilakukan akan lebih *robust* sesuai dengan fenomena yang sesungguhnya. Saran bagi investor adalah investor perlu menelusuri data-data kepemilikan ultimat suatu perusahaan dan sejarah dari pemilik ultimat tersebut agar dapat mengambil keputusan investasi yang lebih baik tanpa ada ketakutan terhadap tindakan ekspropriasi dari pemegang saham pengendali yang tidak teridentifikasi. Sebab karakteristik investor di Indonesia yang cenderung berperilaku *mass behaviour* dapat menyebabkan investor salah dalam melakukan pengambilan keputusan.

REFERENCES

- Bae, K. H., J. K. Kang, dan J. M. Kim, 2002, Tunneling of Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups, *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, Desember: 2695-2741.
- Bozec, Y., dan C. Laurin, 2008, Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 35, Issue 1-2, Januari-Maret: 25-49.
- Claessens, S., S. Djankov, dan L. H. P. Lang, 2000a, The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Issue 1-2, Oktober-November: 81-112.
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, dan L. H. P. Lang, 2000b, Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia, *Working Paper*, The World Bank.
- _____, 2002, Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, Desember: 2741-2771.
- Faccio, M., dan L. H. P. Lang, 2002, The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journals of Financial Economics*, Vol. 65, No. 3, September: 365-395.
- Fan, J. P. H., dan T. J. Wong, 2002, Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, No. 3, Agustus: 401-425.
- Febrianto, R., 2005, The Effect of Ownership Concentration on the Earnings Quality: Evidence from Indonesian Companies, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 8, No. 2, Mei: 105-120.
- Ghozali, I., 2009, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi keempat, Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gugler, K., dan B. B. Yurtoglu, 2003, Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany, *European Economic Review*, Vol. 47, No. 4, Agustus: 731-758.
- Husnan, S., 2001, Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional, *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi*, Vol. 1, No. 1, Februari: 1-12.

- Institute for Economic and Financial Research, 2008, *Indonesian Capital Market Directory 2008*, Jakarta: ECFIN.
- _____, 2009, *Indonesian Capital Market Directory 2009*, Jakarta: ECFIN.
- _____, 2010, *Indonesian Capital Market Directory 2010*, Jakarta: ECFIN.
- _____, 2011, *Indonesian Capital Market Directory 2011*, Jakarta: ECFIN.
- Johnson, S., R. La Porta, F. L. Silanes, dan A. Shleifer, 2000, Tunneling, *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol. 90, No. 2, Mei: 22-27.
- Keown, A. J., J. D. Martin, J. W. Petty, dan D. F. Scott, 2004, *Manajemen Keuangan: Prinsip-Prinsip dan Aplikasi*, Jilid satu, Edisi kesembilan, Terjemahan oleh Haryandini, Jakarta: PT Indeks Kelompok Gramedia.
- Kresnawati, E., 2007, Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Penggeseran Risiko dan Pentransferan Sumber Daya terhadap Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas Perusahaan Pengakuisisi: Pengujian Empiris terhadap Pergeseran Konflik Keagenan, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 10, No. 2, Mei: 147-161.
- La Porta, R., F. L. Silanes., dan A. Shleifer, 1999, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, April: 471-517.
- _____, 2002, Investor Protection and Corporate Valuation, *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 3, Juni: 1147-1170.
- Lemmon, M. L., dan K. V. Lins, 2003, Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis, *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 4, Agustus: 1445-1468.
- Munawir, S., 2004, *Analisis Laporan Keuangan*, Edisi keempat, Yogyakarta: Liberty.
- Naja, H. R. D., 2004, *Manajemen Fit and Proper Test*, Yogyakarta: Pustaka Widayatama.
- Nurlela, R., dan Islahuddin, 2008, Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dengan Prosentase Kepemilikan Manajemen sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta), *Simposium Nasional Akuntansi XI*, Pontianak, Juli: 1-25.
- Pemerintah Republik Indonesia, 2007, *Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas*.
- Priyatno, D., 2010, *Paham Analisa Statistik Data dengan SPSS*, Edisi pertama, Yogyakarta: Mediakom.
- Roche, J., 2005, *Corporate Governance in Asia*, New York: Routledge.
- Sanjaya, I. P. S., 2010, Efek Entrenchment dan Alignment pada Manajemen Laba, *Simposium Nasional Akuntansi XIII*, Purwokerto, Oktober: 1-26.
- Siregar, B., 2007, Pengaruh Pemisahan Hak Aliran Kas dan Hak Kontrol terhadap Dividen, *Simposium Nasional Akuntansi X*, Makassar, Juli: 1-44.
- _____, 2008, Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas dalam Struktur Kepemilikan Ultimat, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 11, No. 3, September: 237-263.
- Sofyaningsih, S., dan P. Hardiningsih, 2011, Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan, *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Vol. 3, No. 1, Mei: 68-87.
- Sudana, I. M., 2009, *Manajemen Keuangan Teori dan Praktek*, Surabaya: Airlangga University Press.
- Sudarmadji, A. M., dan L. Sularto, 2007, Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Leverage, dan Tipe Kepemilikan Perusahaan terhadap Luas Voluntary Disclosure Laporan Keuangan Tahunan, *Proceeding PESAT (Psikologi, Ekonomi, Sastra, Arsitek dan Sipil)*, Universitas Gunadarma, Depok, 21-22 Agustus.
- Suharli, M., 2006, Studi Empiris terhadap Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan pada Perusahaan Go Public di Indonesia, *Jurnal MAKSI*, Vol. 6, No. 1, Januari: 23-41.
- Sujoko, dan U. Soebiantoro, 2007, Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 9, No. 1, Maret: 41-48.

- Sukamulja, S., 2004, Good Corporate Governance di Sektor Keuangan: Dampak GCG terhadap Kinerja Keuangan (Kasus di Bursa Efek Jakarta), *Benefit*, Vol. 8, No. 1, Juni: 1-25.
- Suranta, E., dan P. P. Midiastuty, 2003, Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 6, No. 1, Januari: 54-68.
- Syamsudin, L., 2007, *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Ujiyantho, M. A., dan B. A. Pramuka, 2007, Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba, dan Kinerja Keuangan, *Simposium Nasional Akuntansi X*, Makassar, Juli: 1-26.
- Villalonga, B., dan R. Amit, 2006, How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 2, Mei: 385-417.
- Wahyudi, U., dan H. P. Pawestri, 2006, Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening, *Simposium Nasional Akuntansi IX*, Padang, Agustus: 1-25.
- Yeh, Y., 2003, Corporate Ownership and Control: New Evidence from Taiwan, *Corporate Ownership and Control*, Vol. 1, No. 1: 87-101.
- _____, 2005, Do Controlling Shareholders Enhance Corporate Value? *Corporate Governance*, Vol. 13, No. 2, Maret: 313-325.
- Yeh, Y., C. Ko, dan Y. Su, 2003, Ultimate Control and Expropriation of Minority Shareholders: New Evidence from Taiwan, *Academia Economic Papers*, Vol. 31, No. 3, September: 263-299.
- Yurtoglu, B. B., 2003, Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey, *Corporate Ownership and Control*, Vol. 1, No. 1: 72-86.