

## EKSPPROPRIASI MELALUI UTANG DALAM STRUKTUR KEPEMILIKAN ULTIMAT

**Baldric Siregar**

STIE YKPN Yogyakarta  
(siregar@accountant.com)

### ABSTRACT

*This study addresses ultimate ownership issue and investigates its implications on leverage. By using sample consists of firms listed in the Jakarta Stock Exchange for the period from 2000 to 2004. This study shows that the publicly traded firm ultimate ownership is concentrated in the hands of controlling shareholders. Ownership concentration can be divided into those of cash flow rights and control rights. Those two concentrations do not go together but have different implications. The controlling shareholders enhance their control domination through pyramid structures and cross-holdings among firms. Control flow rights consequently exceed cash flow rights. The cash flow right concentration is a financial incentive to avoid expropriation. This conclusion is supported by evidence of negative effects of cash flow rights on leverage. On the other hand, control right concentration is an incentive to generate private benefits through expropriation. This conclusion is supported by evidence of positive effects of control rights on leverage. When control and cash flow rights are separated, the controlling shareholders have higher incentive to expropriation by participating in management. This is so because of higher negative effect of cash flow right leverage on leverage.*

**Keywords:** *cash flow rights, control rights, cash flow right leverage, pyramiding, cross-holding, immediate ownership, ultimate ownership, expropriation, leverage*

### PENDAHULUAN

Pada saat kepemilikan saham perusahaan publik diasumsikan tersebar terdapat pemisahan antara kontrol (*control*) dan kepemilikan (*ownership*). Kontrol terpusat pada manajemen karena tidak seorang pun pemegang saham secara individual dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan terpusat pada pemegang saham yang jumlah sahamnya secara individualnya kecil. Dalam kondisi seperti ini, masalah keagenan pokok adalah konflik antara manajemen dengan pemegang saham (Jensen and Meckling, 1976). Namun apabila kepemilikan saham ternyata terkonsentrasi, apakah konflik keagenan pokok masih antara manajemen dan

pemegang saham, padahal ada pemegang saham besar yang dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan? Pada saat hal ini terjadi, maka masalah keagenan pokok bukan lagi antara manajemen dengan pemegang saham, melainkan antara pemegang saham pengendali<sup>1</sup> dan pemegang saham minoritas (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000).

---

<sup>1</sup> Pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*) adalah individu, keluarga, atau institusi yang memiliki kontrol terhadap sebuah perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung pada tingkat pisah batas (*cut-off*) hak kontrol tertentu (Claessens *et al.*, 2000b). Pemegang saham pengendali disebut juga sebagai pemilik ultimat terbesar.

Masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas muncul dengan adanya pemisahan hak aliran kas dengan hak kontrol<sup>2</sup> (Bechuk *et al.*, 1999). Pada saat hak aliran kas dan hak kontrol terpisah, seorang pemegang saham pengendali dapat mengendalikan perusahaan melebihi kepemilikannya. Hal ini dilakukan dengan berbagai mekanisme seperti kepemilikan piramida, lintas kepemilikan, dan saham dengan hak suara berbeda (La Porta *et al.*, 1999). Fenomena pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol dalam kepemilikan yang terkonsentrasi nyata ditemukan di negara berkembang, termasuk Indonesia, dan sebagian negara maju (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000a; Faccio dan Lang, 2002). Dengan kepemilikan yang signifikan dan bahkan berbagai perusahaan dalam satu pengendalian yang sama memungkinkan pemegang saham pengendali menggunakan dominasi kontrolnya untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan dalam rangka memperoleh manfaat privat. Riset ini bertujuan untuk menguji secara empiris fenomena pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol atas kemungkinan terjadinya ekspropriasi<sup>3</sup> oleh pemegang

saham pengendali terhadap pemegang saham lain melalui kebijakan utang.

## KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### 1. Struktur Kepemilikan Ultimat

Konsentrasi kepemilikan dapat diidentifikasi berdasarkan konsep kepemilikan imediat atau kepemilikan ultimat.<sup>4</sup> Dengan konsep kepemilikan imediat, klasifikasi kepemilikan tersebar atau terkonsentrasi semata-mata ditentukan berdasarkan persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham atas nama dirinya. Sebelum La Porta *et al.* (1999), kepemilikan imediat adalah konsep yang luas digunakan untuk mengidentifikasi konsentrasi kepemilikan. Walaupun lazim digunakan, konsep kepemilikan imediat memiliki beberapa kelemahan yang cukup mendasar. Pertama, konsep kepemilikan imediat tidak mengkaji kemungkinan adanya rantai kepemilikan pada perusahaan publik sehingga pemegang saham pengendali yang sesungguhnya tidak dapat diidentifikasi. Sebagai contoh, si A tidak memiliki saham di PT X yang terdaftar atas nama dirinya, namun PT X tersebut dapat dikendalikan oleh A. Hal ini terjadi karena PT X dimiliki oleh PT Y dan pemegang saham PT Y adalah A. Kedua, konsep kepemilikan imediat tidak dapat digunakan untuk mengidentifikasi pemilik ultimat. Si A sebenarnya adalah pemilik ultimat pada PT X, namun karena A tidak memiliki saham atas nama dirinya, maka peneliti tidak berhasil mengidentifikasi A.

<sup>2</sup> Hak aliran kas (*cash flow right*) adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan; hak kontrol (*control right*) adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan perusahaan (La Porta *et al.*, 1999).

<sup>3</sup> Ekspropriasi (*expropriation*) adalah proses penggunaan kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000b). Ada beberapa kebijakan yang dapat menimbulkan ekspropriasi seperti kebijakan operasi perusahaan (gaji dan tunjangan yang tinggi, bonus dan kompensasi yang besar, dana pensiun yang tinggi, dan dividen tidak dibagi), kebijakan kontraktual (harga transfer yang lebih murah kepada perusahaan yang berada dalam sepengendali, penjualan aktiva kepada pihak lain dengan harga yang lebih rendah dari harga pasar, dan berutang dengan motif nondilusi kontrol), kebijakan penjualan kontrol (menjual kontrol yang dimilikinya kepada pihak lain dengan harga premium), kebijakan *freezing out* (menjual saham perusahaan kepada pihak lain yang juga terkait dengan pemegang saham pengendali dengan harga yang lebih murah dari harga pasar).

<sup>4</sup> Kepemilikan imediat (*immediate ownership*) adalah kepemilikan langsung dalam perusahaan publik. Berdasarkan konsep kepemilikan ini, rangkaian kepemilikan tidak ditelusuri dan besarnya kepemilikan seorang pemegang saham ditentukan berdasarkan persentase saham yang tertulis atas nama dirinya. Kepemilikan ultimat (*ultimate ownership*) adalah kepemilikan langsung dan tidak langsung terhadap perusahaan publik. Berdasarkan konsep kepemilikan ini, rangkaian kepemilikan harus ditelusuri sampai dengan pemilik ultimat dapat diidentifikasi.

Ketiga, konsep kepemilikan imediat tidak dapat digunakan untuk mengkaji ada tidaknya pemisahan kepemilikan dan kontrol oleh pemegang saham. Sebagai contoh, apabila seorang pemegang saham memiliki saham PT X yang terdaftar atas nama dirinya sebesar 4%, maka besarnya kepemilikan dan kontrol pemegang saham tersebut pada PT X adalah 4%. Keempat, konsep kepemilikan imediat tidak bisa mengidentifikasi mekanisme peningkatan kontrol pemegang saham terhadap sebuah perusahaan publik. Seperti pada contoh di atas, karena A tidak memiliki saham langsung pada PT X, maka hal ini diartikan bahwa A tidak memiliki kontrol pada perusahaan tersebut. Namun setelah ditelusuri melalui rantai kepemilikan, ternyata dapat diketahui bahwa A sebenarnya mampu mengendalikan PT X melalui PT Y.

Dengan adanya kelemahan konsep kepemilikan imediat, La Porta *et al.* (1999) mengenalkan konsep kepemilikan ultimat untuk menganalisis pola kepemilikan perusahaan publik. Sejak dikenalkan oleh La Porta *et al.* (1999), banyak peneliti mengikuti konsep kepemilikan ultimat untuk mengkaji struktur kepemilikan seperti Claessens *et al.* (2000a) serta Faccio dan Lang (2002). Kepemilikan ultimat meliputi kepemilikan langsung dan tidak langsung pada perusahaan publik. Kepemilikan langsung menggambarkan persentase saham yang dimiliki pemegang saham atas nama dirinya sendiri. Kepemilikan tidak langsung adalah kepemilikan terhadap sebuah perusahaan publik melalui rantai kepemilikan. Konsep kepemilikan ini menuntut peneliti untuk menelusuri rantai kepemilikan sampai dengan diketahui pemilik ultimat. Penelusuran rantai kepemilikan, identifikasi pemilik ultimat, pemisahan kepemilikan dan kontrol, serta mekanisme peningkatan kontrol dapat dikaji dengan menggunakan konsep kepemilikan ultimat.

Pada konsep kepemilikan ultimat, kategori kepemilikan tersebar atau kepemilikan terkon-

sentris tergantung pada pisah batas<sup>5</sup> hak kontrol yang digunakan. Dengan konsep baru ini, tiga peneliti utama tentang struktur kepemilikan ultimat (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000a; Faccio dan Lang, 2002) menemukan bahwa kepemilikan perusahaan publik terkonsentrasi di tangan pemegang saham pengendali di hampir semua negara yang ada di Asia, Eropa, Amerika, serta Australia, kecuali Amerika Serikat, Inggris, dan Jepang. Pada pisah batas hak kontrol 10%, La Porta *et al.* (1999) menemukan bahwa 76% perusahaan publik Asia, Eropa, Amerika, dan Australia dikendalikan oleh pemegang saham pengendali. Claessens *et al.* (2000a) menemukan bahwa pada pisah batas hak kontrol 10% sebanyak 93% perusahaan publik dikendalikan oleh pemegang saham pengendali. Sedangkan pada pisah batas hak kontrol 20%, Faccio dan Lang (2002) menemukan bahwa 63% perusahaan publik di Eropa dikendalikan oleh pemegang saham pengendali.

La Porta *et al.* (1999) mengklasifikasi pemegang saham pengendali menjadi lima, yaitu keluarga, pemerintah, institusi keuangan dengan kepemilikan luas, perusahaan dengan kepemilikan luas, dan pemegang saham pengendali lainnya. Klasifikasi pemegang saham pengendali yang sama juga dilakukan oleh Claessens *et al.* (2000a) serta Faccio dan Lang (2002). La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000a), serta Faccio dan Lang (2002) mengidentifikasi bahwa umumnya pemegang saham pengendali adalah keluarga. Di berbagai negara, keluarga sebagai pemegang saham pengendali cukup signifikan seperti Hongkong (70%) dan Indonesia (69%). Keluarga diidentifikasi berdasarkan kesamaan nama belakang dan ada tidaknya hubungan perkawinan. Anggota keluarga dikategorikan sebagai satu

<sup>5</sup> Pisah batas (*cut-off*) adalah patokan hak kontrol yang digunakan untuk mengidentifikasi apakah kepemilikan suatu perusahaan tersebar atau terkonsentrasi. Patokan yang lazim digunakan adalah 10% dan 20% seperti La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000a), serta Faccio dan Lang (2002).

kesatuan pemegang saham pengendali dengan asumsi bahwa mereka memberikan hak suara sebagai koalisi (Wiwattanakantang, 2000).

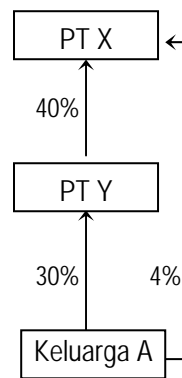
## 2. Mekanisme Pemisahan Hak Aliran Kas dan Hak Kontrol

Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). 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 (La Porta *et al.*, 1999). Hak aliran kas tidak langsung menunjukkan klaim pemegang saham pengendali terhadap dividen secara tidak langsung melalui mekanisme kontrol terhadap perusahaan.

Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). 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. Dengan pengertian di atas, maka hak kontrol langsung sama dengan hak aliran kas langsung. Karena itulah dalam konsep kepemilikan imediat tidak ada isu pemisahan hak aliran kas dengan hak kontrol. Hak kontrol tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil kontrol minimum dalam setiap rantai kepemilikan (La Porta *et al.*, 1999). Dengan kata lain dapat dikatakan bahwa hak kontrol adalah penjumlahan hubungan paling lemah (*weakest link*) dalam setiap rantai kepemilikan.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> La Porta *et al.* (1999) memperkenalkan hak kontrol pemegang saham pengendali yang ditentukan sebesar jumlah kepemilikan minimum dalam rantai kepemilikan. Angka kepemilikan minimum (bukan maksimum) ditentukan sebagai ukuran kemampuan pemegang saham pengendali untuk mempengaruhi sebuah

*Cash flow right leverage* adalah deviasi antara hak aliran kas dengan hak kontrol.<sup>7</sup> Semakin besar deviasi hak aliran kas dan hak kontrol menunjukkan semakin tinggi peningkatan kontrol pemegang saham pengendali melebihi hak aliran kasnya. Peningkatan hak kontrol atas hak aliran kas ini dilakukan oleh pemegang saham pengendali melalui berbagai mekanisme seperti kepemilikan piramida (*pyramid ownership*) dan lintas kepemilikan (*cross-holding*). Selain itu, kontrol pemegang saham pengendali pada sebuah perusahaan juga dapat meningkat melalui keterlibatan dalam manajemen serta tidak adanya pemegang saham pengendali lain dalam perusahaan.



Gambar 1. Kepemilikan Piramida

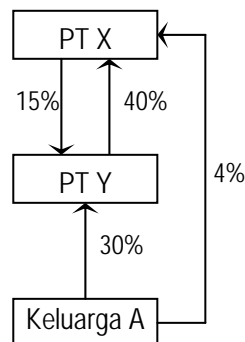
perusahaan yang ada pada ujung rantai kepemilikan (perlu diingat bahwa ini bukan kepemilikan langsung). Seorang pemegang saham pengendali tidak dapat mengendalikan perusahaan yang berada di ujung rantai kepemilikan apabila yang digunakan adalah kepemilikan maksimum karena kepemilikan tersebut bukanlah kepemilikan langsung. Sebagai contoh, Amir memiliki saham PT X sebesar 60% dan selanjutnya PT X memiliki saham PT Y sebesar 20%. Apabila Amir diasumsikan mampu mengendalikan PT X (karena kepemilikan yang besar), maka kemampuan Amir mengendalikan PT Y adalah sebesar 20%, bukan sebesar 60%. Amir memang mampu mengendalikan PT X sebesar 60%, tetapi tidak mampu mengendalikan PT Y sebesar 60% tersebut.

<sup>7</sup> *Cash flow right leverage* adalah deviasi hak aliran kas dari hak kontrol. Karena hak kontrol lebih besar atau minimal sama dengan hak aliran kas, maka *cash flow right leverage* adalah positif atau nol.

Kepemilikan piramida adalah kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain (Claessens *et al.*, 2000a; Claessens *et al.*, 2000b). Dalam konteks kepemilikan pada perusahaan publik, definisi ini menunjukkan bahwa kepemilikan piramida menggambarkan kepemilikan pada suatu perusahaan publik melalui perusahaan lain, baik perusahaan publik maupun perusahaan nonpublik. Deskripsi kepemilikan piramida tampak seperti pada Gambar 1. PT Y adalah perusahaan publik yang memiliki saham pada PT X, perusahaan publik lain, sebesar 40%. Keluarga A adalah pemegang saham pada PT Y sebesar 30% dan PT X sebesar 4%. Kepemilikan keluarga A di PT Y sebesar 30% dan di PT X sebesar 4% adalah kepemilikan langsung. Dalam Gambar 1 tersebut Keluarga A tidak dapat dikategorikan sebagai pemegang saham pengendali pada PT X apabila menggunakan konsep kepemilikan imediat pada pisah batas 10% karena kepemilikan keluarga tersebut hanya 4%. Namun dengan konsep kepemilikan ultimat, keluarga A adalah pemegang saham pengendali pada PT X bahkan pada pisah batas 30% melalui kepemilikan piramida.

Besarnya hak aliran kas keluarga A di PT X adalah 16% yang berasal dari 4% hak aliran kas langsung dan 12% ( $30\% \times 40\%$ ) hak aliran kas tidak langsung melalui kepemilikan piramida. Hak kontrol keluarga A di PT X adalah 34% yang berasal dari 4% hak kontrol langsung dan 30% (minimum 30%, 40%) hak kontrol tidak langsung melalui kepemilikan piramida. Dengan demikian, keluarga A adalah pemegang saham pengendali pada PT X melalui kepemilikan piramida bahkan untuk pisah batas 30%. Dengan melakukan kepemilikan piramida, keluarga A memisahkan hak aliran kas dan hak kontrol dengan *cash flow right leverage* sebesar 18% ( $34\% - 16\%$ ). Selain terhadap PT X, keluarga A juga pemegang saham pengendali pada PT Y pada pisah batas 30%, namun bukan melalui kepemilikan piramida tetapi kepemilikan langsung. Besarnya hak aliran kas dan hak kontrol

keluarga A pada PT Y adalah sama, yaitu 30%. Karena itu, tidak ada pemisahan antara hak aliran kas dengan hak kontrol karena kepemilikan keluarga A pada PT Y adalah langsung.



**Gambar 2.** Lintas Kepemilikan

Lintas kepemilikan adalah kepemilikan pemegang saham pengendali terhadap dua atau lebih perusahaan yang saling memiliki satu dengan lainnya. Pada Gambar 2 tampak sebuah contoh lintas kepemilikan di mana PT Y memiliki saham pada PT X sebesar 40% dan sebaliknya PT X memiliki saham PT Y sebesar 15%. Berdasarkan Gambar 2, besarnya hak aliran kas keluarga A di PT X adalah 16% yang berasal dari 4% hak aliran kas langsung dan 12% ( $30\% \times 40\%$ ) hak aliran kas tidak langsung melalui lintas kepemilikan. Hak kontrol keluarga A di PT X adalah sebesar 34% yang berasal dari 4% hak kontrol langsung dan 30% (minimum 30%, 40%) hak kontrol tidak langsung melalui lintas kepemilikan. Dengan demikian terjadi peningkatan hak kontrol keluarga A di PT X dengan *cash flow right leverage* sebesar 18% ( $34\% - 16\%$ ).

Pada PT Y, keluarga A memiliki hak aliran kas langsung sebesar 30% dan hak aliran kas tidak langsung melalui lintas kepemilikan sebesar 0,6% ( $4\% \times 15\%$ ). Dengan demikian, jumlah hak aliran kas keluarga A di PT Y adalah 30,6%. Jumlah hak kontrol keluarga A di PT Y adalah 34% yang berasal dari 30% hak kontrol langsung dan 4%

(minimum 4%, 15%) hak kontrol tidak langsung melalui lintas kepemilikan. Dengan demikian, pada PT Y juga terdapat peningkatan hak kontrol keluarga A dengan *cash flow right leverage* sebesar 3,4% (34% - 30,6%).

### 3. Kepemilikan Ultimat dan Kebijakan Utang

Fenomena konsentrasi kepemilikan ultimat menyebabkan adanya penyimpangan terhadap *one-share-one-vote*. Kepemilikan saham terhadap suatu perusahaan dapat diatur dengan berbagai mekanisme kepemilikan ultimat sehingga menghasilkan kontrol lebih besar dari kepemilikan saham tersebut. Seorang pemegang saham pengendali dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan walaupun dengan memiliki jumlah saham yang relatif lebih rendah. Pada saat kepemilikan perusahaan tersebar luas, utang dapat membatasi ekspropriasi minoritas yang dilakukan oleh manajer. Namun pada saat kepemilikan perusahaan terkonsentrasi, utang dapat memfasilitasi terjadinya ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali. Beberapa peneliti yang pernah menguji apakah konsentrasi kepemilikan dan pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol berpengaruh terhadap kebijakan utang meliputi Faccio *et al.* (2003), Harvey *et al.* (2004), serta Du dan Dai (2005).

Pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap utang dibangun berdasarkan dua argumen yang bertentangan, yaitu LDE (*leverage decreasing effect*) dan LIE (*leverage increasing effect*). Berdasarkan argumen LDE, konsentrasi kepemilikan berpengaruh negatif terhadap utang. Hubungan negatif ini didasarkan pada argumen bahwa pemegang saham pengendali takut akan risiko kebangkrutan perusahaan apabila pendanaan dilakukan melalui utang. Ketakutan ini disebabkan karena apabila risiko kebangkrutan benar-benar terjadi, maka pemegang saham pengendali merupakan pihak yang paling merasakan dampak buruknya. Du dan Dai

(2005) menemukan pengaruh struktur kepemilikan terhadap utang konsisten dengan argumen LDE.

Sebaliknya berdasarkan argumen LIE, konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap utang. Pengaruh positif ini disebabkan oleh motivasi pemegang saham pengendali untuk mempertahankan kontrol dalam perusahaan. Penggunaan dana eksternal melalui ekuitas akan menurunkan kontrol pemegang saham pengendali dalam perusahaan. Pemegang saham pengendali akan berusaha mempengaruhi kebijakan utang untuk mempertahankan kontrolnya tetap tinggi pada perusahaan. Motivasi pemegang saham pengendali untuk tetap mempertahankan kontrol semakin tinggi apabila terdapat deviasi antara hak aliran kas dan hak kontrol. Konsisten dengan pernyataan Faccio *et al.* (2003), argumen LIE menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali dapat menggunakan utang sebagai mekanisme untuk melakukan ekspropriasi dalam perusahaan, terutama apabila institusi pasar modal tidak efektif untuk membatasi tindakan ekspropriasi. Harvey *et al.* (2004) serta Du dan Dai (2005) menemukan pengaruh struktur kepemilikan terhadap utang konsisten dengan argumen LIE.

Faccio *et al.* (2003) mengkaji sejauh mana pengaruh struktur kepemilikan, khususnya *cash flow right leverage*, terhadap utang. Faccio *et al.* (2003) menyatakan bahwa peran utang dalam *corporate governance* tergantung pada struktur kepemilikan dan kontrol dalam perusahaan. Pada saat kepemilikan perusahaan tersebar luas, utang dapat membatasi ekspropriasi minoritas yang dilakukan oleh manajer. Namun pada saat kepemilikan perusahaan terkonsentrasi, seperti di Eropa dan Asia, utang dapat memfasilitasi terjadinya ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali. Dengan terkonsentrasinya kepemilikan di Eropa dan Asia, pemegang saham pengendali mampu secara efektif mempengaruhi kebijakan perusahaan, misalnya menentukan

manajemen puncak perusahaan. Pada situasi seperti ini, masalah keagenan pokok adalah konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas.

Dalam papernya, Faccio *et al.* (2003) mengkaji kemungkinan terjadinya ekspropriasi tergantung pada dua kondisi, yaitu (1) apakah utang membatasi atau memfasilitasi ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali serta (2) apakah keputusan utang didominasi oleh pemegang saham pengendali atau pemasok dana eksternal. Kondisi kedua ini tergantung pada keefektifan institusi pasar modal. Institusi pasar modal yang lebih efektif ditandai dengan tingginya transparansi dan baiknya perlindungan hukum terhadap pemegang saham dan kreditor. Apabila transparansi tinggi, struktur modal (termasuk utang) dan rantai kepemilikan diketahui sepenuhnya oleh pihak eksternal, maka pihak eksternal dapat mengantisipasi sejauh mana kemungkinan terjadinya risiko ekspropriasi. Selain itu, perlindungan hukum yang baik terhadap pemegang saham dan kreditor memungkinkan mereka lebih waspada dan lebih memberikan tekanan kepada manajer untuk bertindak sesuai dengan kepentingan mereka. Apabila transparansi dan perlindungan hukum tidak efektif, pemegang saham minoritas tidak memiliki informasi dan perlindungan hukum yang memadai untuk menekan pemegang saham pengendali. Dengan kondisi ini, pemegang saham pengendali lebih leluasa mempengaruhi kebijakan perusahaan.

Ada beberapa kesimpulan yang dibuat oleh Faccio *et al.* (2003). Pertama, *cash flow right leverage* lebih tinggi di Asia daripada Eropa. Hal ini menunjukkan bahwa insentif melakukan ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali lebih besar di Asia daripada Eropa. Kedua, utang lebih tinggi di Asia daripada Eropa. Ketiga, pada saat perusahaan berafiliasi ketat terhadap grup, *cash flow right leverage* berhubungan positif dengan utang. Keempat, pada saat afiliasi kurang ketat, *cash flow right leverage* juga berhubungan positif dengan

utang. Kelima, pada saat afiliasi ketat dan institusi pasar modal efektif, *cash flow right leverage* berhubungan positif dengan utang. Namun pada saat afiliasi ketat dan institusi pasar modal kurang efektif, *cash flow right leverage* tidak berhubungan dengan utang. Keenam, pada saat afiliasi kurang ketat dan institusi pasar modal efektif, *cash flow right leverage* tidak berhubungan dengan utang. Namun pada saat afiliasi kurang ketat dan institusi pasar modal kurang efektif, *cash flow right leverage* berhubungan negatif dengan utang. Pada saat tidak ada afiliasi terhadap grup, *cash flow right leverage* tidak berhubungan dengan utang baik pada saat institusi pasar modal efektif maupun saat institusi pasar modal kurang efektif. Secara umum, Faccio *et al.* (2003) menyimpulkan bahwa semakin besar afiliasi terhadap grup, semakin tinggi masalah keagenan. Baik di Eropa maupun di Asia, utang dapat memfasilitasi terjadinya ekspropriasi.

Harvey *et al.* (2004) mengkaji apakah utang berfungsi sebagai alternatif mekanisme *governance* dalam perusahaan yang memiliki masalah keagenan ekstrim. *Setting* negara berkembang dianggap cocok untuk dijadikan untuk mencari jawaban atas pertanyaan tersebut. Alasannya adalah karena di negara berkembang terdapat perlindungan hukum terhadap investor yang lemah dan pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol melebihi hak aliran kas melalui struktur kepemilikan piramida dan lintas kepemilikan. Masalah keagenan yang ekstrim dalam penelitian Harvey *et al.* (2004) ditunjukkan oleh tinggi rendahnya *cash flow right leverage*, kesempatan investasi, dan aktiva yang digunakan.

Dengan sampel penelitian perusahaan publik dari delapan belas negara, Harvey *et al.* (2004) menemukan bahwa utang dapat memitigasi penurunan nilai perusahaan karena adanya pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol. Hal ini ditunjukkan oleh terdapatnya hubungan positif antara utang dengan nilai

perusahaan. Selain itu, manfaat utang lebih besar bagi perusahaan yang memiliki masalah investasi berlebih yang disebabkan oleh tingginya aktiva yang digunakan dan rendahnya kesempatan investasi. Harvey *et al.* (2004) juga menemukan bahwa akumulasi *abnormal return* perusahaan yang memiliki utang dari sindikat internasional adalah positif. Akumulasi *abnormal return* perusahaan juga positif untuk utang dengan Yankee bond dan Eurobond, namun akumulasi *abnormal return* tersebut tidak berhubungan dengan nilai perusahaan. Harvey *et al.* (2004) juga menunjukkan bahwa akumulasi *abnormal return* berhubungan positif dengan pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol manajemen. Hubungan positif ini lebih besar untuk perusahaan dengan masalah keagenan investasi berlebih karena tingginya aktiva yang digunakan dan rendahnya kesempatan investasi.

Du dan Dai (2005) menguraikan bahwa konsentrasi kepemilikan pada perusahaan publik di Amerika Serikat sangat kecil. Karena konsentrasi kepemilikan rendah, maka penelitian tentang pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol dengan menggunakan data Amerika Serikat tidak dapat dilakukan karena selisih antara hak aliran kas dan hak kontrol relatif tidak ada. Fenomena konsentrasi kepemilikan di Asia merupakan daya tarik tersendiri yang menyebabkan studi tentang pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol menarik untuk dilakukan. Adanya konsentrasi kepemilikan tersebut menyebabkan adanya penyimpangan terhadap *one-share-one-vote*. Seorang pemegang saham pengendali dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan walaupun dengan kepemilikan yang rendah.

Du dan Dai (2005) menguji apakah konsentrasi kepemilikan dan pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol berpengaruh terhadap kebijakan utang. Du dan Dai (2005) menyatakan bahwa pengaruh konsentrasi kepemilikan dan pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol terhadap utang dapat bersifat LIE dan LDE, tergantung pada motif pemegang

saham pengendali terhadap kebijakan utang. Dalam LIE, motif pemegang saham pengendali untuk meningkatkan utang adalah motif nondilusi, yaitu bertujuan untuk mempertahankan hak kontrol dalam perusahaan. Berdasarkan motif nondilusi, kebutuhan dana eksternal melalui peningkatan utang tidak akan mengurangi kontrol pemilik besar terhadap perusahaan. Apabila kebutuhan dana eksternal dilakukan dengan mengeluarkan ekuitas, maka kontrol pemegang saham besar akan berkurang. Pemegang saham besar berusaha tidak melakukan pendanaan ekuitas karena akan menyebabkan berkurangnya kontrolnya terhadap perusahaan. Karena menghindari pengeluaran ekuitas, maka kebutuhan dana eksternal dilakukan melalui pengeluaran utang. Hal ini terjadi terutama pada saat deviasi antara hak aliran kas dan hak kontrol cukup besar, misalnya hak kontrol tinggi sedangkan hak aliran kas rendah.

Dalam LDE, motif pemegang saham pengendali terhadap kebijakan utang adalah takut terhadap kemungkinan risiko kebangkrutan (*financial distress*). Motif ini mengindikasikan bahwa utang yang tinggi berimplikasi bahwa risiko kebangkrutan mengancam pemegang saham besar. Ketakutan akan risiko ini menyebabkan pemegang saham besar berusaha menurunkan utang perusahaan. Pemilik besar tidak membutuhkan pihak lain mendisiplinkan manajer, melainkan tetap mempertahankan kontrolnya terhadap perusahaan. Apabila kebangkrutan terjadi, pemegang saham besar merupakan pihak yang paling banyak mengalami kerugian. Berdasarkan temuan empiris yang diperoleh, Du dan Dai (2005) menyimpulkan bahwa hak aliran kas berpengaruh negatif terhadap utang. Temuan ini konsisten dengan LDE. Du dan Dai (2005) juga menemukan bahwa pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol berhubungan positif dengan tingkat utang. Temuan ini konsisten dengan LIE.



#### 4. Hipotesis Pengaruh Hak Aliran Kas terhadap Utang

Pengaruh hak aliran kas terhadap utang dibangun berdasarkan argumen LDE (*leverage decreasing effect*), yaitu pemegang saham pengendali berusaha menghindari posisi yang berisiko baginya atas kemungkinan kebangkrutan karena pendanaan utang. Hak aliran kas menunjukkan insentif keuangan bagi pemegang saham pengendali. Apabila terjadi kebangkrutan, maka pemegang saham pengendali akan mengalami dampak negatif yang paling besar dibandingkan dengan pemegang saham lain. Burkart *et al.* (1998) menyatakan bahwa ekspropriasi terlalu mahal untuk dilakukan, karena itu konsentrasi hak aliran kas menyebabkan ekspropriasi yang lebih rendah. La Porta *et al.* (1999) menyatakan bahwa *power* pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi dibatasi oleh insentif keuangan. Sumber penting insentif keuangan tersebut adalah hak aliran kas. Semakin terkonsentrasi hak aliran kas semakin tinggi kepentingan pemegang saham pengendali agar perusahaan berjalan dengan baik. Hal ini sejalan dengan pernyataan La Porta *et al.* (1999) bahwa hak aliran kas merupakan mekanisme bagi pemegang saham pengendali untuk menyelaraskan kepentingan dengan pemegang saham minoritas. Dengan kata lain, konsentrasi hak aliran kas mengurangi insentif pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi. Semakin besar hak aliran kas, semakin besar insentif pemegang saham pengendali untuk memonitor perusahaan agar berjalan dengan baik.

Ketakutan akan terjadinya masalah keuangan mengindikasikan bahwa utang yang tinggi berimplikasi bahwa risiko kebangkrutan mengancam pemegang saham besar. Pemegang saham pengendali tidak membutuhkan pihak lain, misalnya kreditor, untuk mendisiplinkan manajer. Ketakutan akan risiko ini menyebabkan pemegang saham besar berusaha menurunkan utang perusahaan. Ketakutan akan permasalahan keuangan menyebabkan

pemegang saham tidak berusaha meningkatkan utang karena utang menyebabkan risiko kebangkrutan semakin tinggi. Apabila kebangkrutan terjadi, pemegang saham besar merupakan pihak yang paling banyak mengalami kerugian. Karena itu, semakin kecil kemungkinan perusahaan menghadapi masalah kebangkrutan dengan semakin besarnya konsentrasi hak aliran kas pemegang saham pengendali.

Berdasarkan uraian di atas dihipotesiskan dalam bentuk alternatif sebagai berikut:

Hipotesis 1: Hak aliran kas pemegang saham pengendali berpengaruh negatif terhadap utang.

#### 5. Hipotesis Pengaruh Hak Kontrol terhadap Utang

Pengaruh hak kontrol terhadap utang dibangun berdasarkan argumen LIE (*leverage increasing effect*). Berdasarkan argumen LIE, pemegang saham pengendali termotivasi untuk meningkatkan utang sebagai sumber pendanaan agar kontrol pemegang saham pengendali pada perusahaan tidak berkurang. Shleifer dan Vishny (1997), La Porta *et al.* (1999), dan Claessens *et al.* (2000a) menyatakan bahwa konsentrasi hak kontrol oleh pemegang saham pengendali berimplikasi pada ekspropriasi pemegang saham minoritas karena pemegang saham pengendali lebih tertarik mendapatkan keuntungan privat yang tidak diberikan kepada pemegang saham minoritas. Weinstein dan Yafeh (1998) menemukan bahwa perusahaan Jepang yang dikontrol oleh grup yang berafiliasi dengan bank membayar bunga utang yang lebih besar daripada perusahaan yang tidak berafiliasi dengan grup. Temuan ini diinterpretasikan sebagai bukti bahwa terjadi ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas.

Seorang pemegang saham pengendali dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan walaupun dengan memiliki jumlah saham yang relatif rendah. Pada saat kepemilikan perusahaan tersebar luas, utang dapat

membatasi ekspropriasi minoritas yang dilakukan oleh manajer. Namun pada saat kepemilikan perusahaan terkonsentrasi, utang dapat memfasilitasi terjadinya ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali. Faccio *et al.* (2003) menyatakan bahwa peran utang dalam *corporate governance* tergantung pada struktur kepemilikan dan kontrol dalam perusahaan. Pada saat kepemilikan perusahaan tersebar luas, utang dapat membatasi ekspropriasi minoritas yang dilakukan oleh manajer. Namun pada saat kepemilikan perusahaan terkonsentrasi, seperti di Eropa dan Asia, utang dapat memfasilitasi terjadinya ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali.

Motif nondilusi merupakan alasan di balik hubungan positif antara hak kontrol dengan utang. *Corporate governance* yang lemah menyebabkan kecenderungan pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi melalui utang. Dengan utang, pemegang saham pengendali tetap dapat mempertahankan kontrol untuk mengeskpropriasi sumber daya perusahaan. Pemegang saham besar berusaha tidak melakukan pendanaan ekuitas karena akan menyebabkan berkurangnya kontrol terhadap perusahaan. Pemegang saham pengendali berusaha mempengaruhi perusahaan untuk mendapatkan dana dari utang tanpa harus mengurangi kontrolnya terhadap perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas dihipotesiskan dalam bentuk alternatif sebagai berikut:

Hipotesis 2: Hak kontrol pemegang saham pengendali berpengaruh positif terhadap utang.

## 6. Hipotesis Pengaruh *Cash Flow Right Leverage* terhadap Utang

Pengaruh *cash flow right leverage* terhadap utang dibangun berdasarkan argumen LIE. *Cash flow right leverage* menggambarkan masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Semakin besar *cash flow right leverage*, semakin besar insentif dan kemampuan

pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi (Harris dan Raviv, 1988). Pada saat kepemilikan perusahaan terkonsentrasi, utang dapat memfasilitasi terjadinya ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali. Dengan terkonsentrasinya kepemilikan, pemegang saham pengendali mampu secara efektif mempengaruhi kebijakan utang sedemikian rupa sehingga kontrol pemegang saham pengendali dalam perusahaan tetap dapat dipertahankan. Kemungkinan ekspropriasi atas deviasi hak aliran kas dan hak kontrol semakin diperbesar dengan transparansi dan perlindungan hukum yang tidak efektif. Pemegang saham minoritas tidak memiliki informasi dan perlindungan hukum yang memadai untuk menekan penggunaan utang sebagai sarana untuk ekspropriasi.

Apabila kontrol melebihi hak aliran kasnya, insentif dan kemampuan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi melalui peningkatan utang lebih besar. Peningkatan insentif ini terjadi karena pemegang saham pengendali hanya menghadapi risiko kebangkrutan proporsional dengan hak aliran kas, namun mendapatkan manfaat penuh atas tindakan ekspropriasi. Risiko yang dihadapi oleh pemegang saham pengendali atas kemungkinan kebangkrutan sebanding dengan hak aliran kas, sementara kontrol ditentukan oleh hak suara. Dengan peningkatan utang, pemegang saham pengendali tetap mampu mengendalikan sumber daya perusahaan tanpa kuatir kepemilikannya dalam perusahaan akan terdilusi. Dengan motif nondilusi, pemegang saham pengendali berusaha untuk mempertahankan kontrol dalam perusahaan dengan mengeluarkan utang. Berdasarkan motif nondilusi, emisi ekuitas akan menyebabkan kontrol pada perusahaan berkurang, namun peningkatan utang tidak akan mengurangi kontrol pemilik besar.

Kemampuan pemegang saham pengendali untuk menggunakan utang sebagai mekanisme ekspropriasi semakin kuat apabila pemegang saham pengendali juga terlibat

dalam manajemen (La Porta *et al.*, 1999). Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen menyebabkan pemegang saham pengendali tidak lagi sekedar dapat mempengaruhi kebijakan utang, melainkan mengambil keputusan pokok tentang kebijakan utang. Keterlibatan pemegang saham pengendali pada perusahaan publik Asia, Eropa, dan Amerika cukup tinggi (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000a; serta Faccio dan Lang, 2002). Keterlibatan pemegang saham pengendali ini meningkatkan masalah keagenan yang ditimbulkan oleh *cash flow right leverage*.

Berdasarkan uraian di atas dihipotesiskan dalam bentuk alternatif sebagai berikut:

Hipotesis 3a: Pengaruh positif *cash flow right leverage* pemegang saham pengendali terhadap utang lebih besar apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen.

Claessens *et al.* (2000a) serta Faccio dan Lang (2002) menyatakan bahwa sebanyak 68 persen perusahaan publik Asia dan 54 persen perusahaan publik Eropa dikendalikan oleh pemegang saham pengendali tunggal. Konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas meningkat apabila tidak terdapat pemegang saham lain yang mampu membatasi tindakan ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali pertama. Karena tindakannya tidak dapat dibatasi oleh pemegang saham lain, pemegang saham pengendali lebih mampu melakukan tindakan ekspropriasi. Namun dengan adanya pemegang saham pengendali kedua, kemampuan pemegang saham pengendali pertama untuk melakukan ekspropriasi menjadi berkurang.

Berdasarkan uraian di atas dihipotesiskan dalam bentuk alternatif sebagai berikut:

Hipotesis 3b: Pengaruh positif *cash flow right leverage* pemegang saham pengendali terhadap utang lebih kecil apabila terdapat pemegang

saham pengendali kedua dalam perusahaan.

Pada Tabel 1 tampak ringkasan hipotesis beserta argumennya tentang pengaruh hak aliran kas, hak kontrol, dan *cash flow right leverage* terhadap utang.

## METODE PENELITIAN

### 1. Sampel dan Data

Sampel penelitian ini adalah perusahaan publik yang terdaftar di BEJ untuk periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2004. Periode penelitian ini merupakan periode setelah krisis ekonomi di Indonesia. Ada dua alasan mengapa periode setelah krisis dijadikan sebagai tahun pengamatan. Pertama, data kepemilikan ultimat bukanlah data publikasian yang sudah tersedia luas. Keinginan memperpanjang periode penelitian ke periode sebelum dan pada masa krisis ekonomi sementara ini tidak dapat dilakukan. Kedua, isu penelitian ini tidak untuk membandingkan kebijakan utang perusahaan sebelum dan sesudah masa krisis. Penelitian ini bertujuan untuk menguji fenomena pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol terhadap utang. Implikasi pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol pada utang dapat diinvestigasi tanpa harus mempertimbangkan masa krisis ekonomi.

Sampel tidak dibatasi oleh industri agar peneliti dapat menelusuri rantai kepemilikan setiap kelompok bisnis. Ukuran perusahaan dan konsistensi terdaftar di bursa juga tidak dibatasi dalam pemilihan sampel agar *sampling bias* dan *survivorship bias* dapat dihindari. Data penelitian ini adalah data struktur kepemilikan, data akuntansi, dan data pasar. Data struktur kepemilikan imediat dan ultimat diperoleh dari laporan keuangan tahunan, Depkeu RI, dan *website* perusahaan. Data akuntansi diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan. Data pasar diperoleh dari ISMD Universitas Gadjah Mada.

Tabel 1. Hipotesis dan Argumentasinya

Hipotesis	Argumen
Hipotesis 1. Hak aliran kas pemegang saham pengendali berpengaruh negatif terhadap utang.	Semakin besar utang, semakin besar kemungkinan perusahaan menghadapi risiko kebangkrutan. Pemegang saham pengendali adalah pihak yang paling merasakan dampak keuangan apabila risiko kebangkrutan tersebut terjadi, proporsional dengan hak aliran kasnya. Karena itu, semakin besar hak aliran kas, semakin besar usaha pemegang saham pengendali untuk menghadapi kemungkinan terjadinya risiko kebangkrutan karena bertambahnya utang ( <i>leverage decreasing effect</i> ).
Hipotesis 2. Hak kontrol pemegang saham pengendali berpengaruh positif terhadap utang.	Hak kontrol menunjukkan besarnya insentif pemegang saham pengendali untuk mendapatkan manfaat privat. Karena hak kontrol menghasilkan manfaat privat, pemegang saham pengendali termotivasi untuk mempertahankan (nondilusi) hak kontrolnya. Utang merupakan sarana agar hak kontrol pemegang saham pengendali tidak terdilusi ( <i>leverage increasing effect</i> ).
Hipotesis 3a. Pengaruh positif <i>cash flow right leverage</i> pemegang saham pengendali terhadap utang lebih besar apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen.	<i>Cash flow right leverage</i> menunjukkan terjadinya mekanisme peningkatan hak kontrol melebihi hak aliran kas. Karena hak kontrol menghasilkan manfaat privat, maka peningkatan hak kontrol menunjukkan peningkatan manfaat privat yang dapat diperoleh oleh pemegang saham pengendali. Peningkatan utang menyebabkan hak kontrol pemegang saham pengendali tetap besar, sementara kemungkinan risiko kebangkrutan yang dihadapi proporsional dengan hak aliran kas. Apabila pemegang saham pengendali juga bagian dari manajemen, maka pemegang saham pengendali lebih mampu mempertahankan kontrolnya untuk melakukan ekspropriasi ( <i>leverage increasing effect</i> ).
Hipotesis 3b. Pengaruh positif <i>cash flow right leverage</i> pemegang saham pengendali terhadap utang lebih kecil apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan.	<i>Cash flow right leverage</i> menunjukkan terjadinya mekanisme peningkatan hak kontrol melebihi hak aliran kas. Karena hak kontrol menghasilkan manfaat privat, maka peningkatan hak kontrol menunjukkan peningkatan manfaat privat yang dapat diperoleh oleh pemegang saham pengendali. Peningkatan utang menyebabkan hak kontrol pemegang saham pengendali tetap besar, sementara kemungkinan risiko kebangkrutan yang dihadapi proporsional dengan hak aliran kas. Namun kemampuan pemegang saham pengendali pertama melakukan ekspropriasi dengan kontrol yang tidak terdilusi berkurang karena adanya pengawasan dari pemegang saham pengendali kedua ( <i>leverage increasing effect</i> ).

## 2. Klasifikasi Kepemilikan dan Pemegang Saham Pengendali

Penentuan kepemilikan tersebar atau terkonsentrasi didasarkan pada lima pisah batas hak kontrol, yaitu 10%, 20%, 30%, 40%, dan 50%. Penggunaan pisah batas hak kontrol terendah, yaitu 10%, sejalan dengan pandangan beberapa peneliti, misalnya Claessens *et al.* (2000b), La Porta *et al.* (2002), dan Claessens *et al.* (2002), yang menyatakan bahwa pemegang saham pengendali dapat secara efektif mengendalikan perusahaan

dengan hak kontrol 10%. Penggunaan pisah batas hak kontrol 20%, 30%, 40%, dan 50% bertujuan untuk menguji konsistensi hasil dengan mengakomodasi beberapa kemungkinan efektivitas hak kontrol pemegang saham pengendali dalam mempengaruhi utang. Dengan hak kontrol 10% pemegang saham pengendali diklasifikasikan menjadi lima kelompok, yaitu: keluarga, pemerintah, institusi keuangan dengan kepemilikan luas, perusahaan dengan kepemilikan luas, dan pemegang saham pengendali lain. Penelitian

ini mengidentifikasi apakah individu bagian dari keluarga berdasarkan kesamaan nama belakang, hubungan perkawinan, biodata dan kesamaan alamat rumah.

### 3. Variabel dan Pengukurannya

Variabel penelitian ini meliputi variabel dependen, variabel independen, variabel moderasi, dan variabel kontrol. Variabel dependen adalah utang (LEV). Variabel independen meliputi hak aliran kas (CFR), hak kontrol (CR), dan *cash flow right leverage* (CFRL). Variabel moderasi meliputi keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen (MAN) dan keberadaan pemegang saham pengendali kedua (CS2). Variabel kontrol meliputi ukuran perusahaan (SZ) dan profitabilitas (PR).

**Utang (LEV).** Utang adalah kewajiban perusahaan yang akan dipenuhi dengan mentransfer aktiva atau memberikan jasa kepada pihak lain di masa datang. Utang diproksi sebagai rasio total utang terhadap total aktiva (total utang/total aktiva). Pengukuran ini mengacu terhadap Faccio *et al.* (2003).

**Hak Aliran Kas (CFR).** Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak aliran kas = hak aliran kas langsung + hak aliran kas tidak langsung. Hak aliran kas langsung = persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pada perusahaan publik atas nama dirinya sendiri. Hak aliran kas tidak langsung = perkalian persentase kepemilikan pemegang saham dalam setiap rantai kepemilikan.

**Hak Kontrol (CR).** Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Sejalan dengan La Porta *et al.* (1999), IAI (dalam PSAK 4, PSAK 7, PSAK 22, dan PSAK 38) mendefinisikan kontrol sebagai hak suara untuk menentukan kebijakan keuangan dan operasi suatu perusahaan agar dapat menikmati manfaat dari kegiatan perusahaan tersebut. Hak kontrol = hak kontrol langsung

+ hak kontrol tidak langsung. Hak kontrol langsung = persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali atas nama dirinya. Hak kontrol tidak langsung = jumlah kepemilikan minimum dalam setiap rantai kepemilikan.

**Cash Flow Right Leverage (CFRL).** *Cash flow right leverage* adalah deviasi hak aliran kas dari hak kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham dengan menggunakan berbagai mekanisme kepemilikan. *Cash flow right leverage* = hak kontrol – hak aliran kas. Pengukuran ini mengacu pada La Porta *et al.* (2002) dan Claessens *et al.* (2002).

**Pemegang Saham Pengendali Dalam Manajemen (MAN).** Konflik keagenan semakin besar apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen. Sebanyak 69 persen perusahaan publik Asia, Eropa, dan Amerika memiliki pemegang saham pengendali yang juga terlibat dalam manajemen (La Porta *et al.*, 1999). Variabel keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen merupakan variabel dummy dengan satu apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen dan nol apabila pemegang saham pengendali tidak terlibat dalam manajemen.

**Pemegang Saham Pengendali Kedua (CS2).** Sebanyak 68 persen perusahaan publik Asia (Claessens *et al.*, 2000a) dan 54 persen perusahaan publik Eropa (Faccio dan Lang, 2002) dikendalikan oleh pemegang saham pengendali tunggal. Apabila terdapat hanya satu pemegang saham pengendali, maka kemampuan pemegang saham pengendali tersebut untuk melakukan ekspropriasi semakin meningkat karena tidak ada pembatasan dari pemegang saham besar lainnya. Variabel keberadaan pemegang saham pengendali kedua adalah variabel dummy dengan satu apabila ada pemegang saham pengendali kedua dan nol apabila tidak ada pemegang saham pengendali kedua.

**Ukuran Perusahaan.** Biaya kebangkrutan bagi perusahaan besar lebih rendah, karena

itu perusahaan besar menggunakan lebih banyak utang daripada perusahaan kecil (Gaver dan Gaver, 1993). Perusahaan besar memiliki rasio utang yang lebih tinggi karena perusahaan besar lebih mudah meminjam dari bank atau mencari utang dari pasar modal (Titman dan Wessels, 1998). Kemudahan tersebut disebabkan karena sifat diversifikasi perusahaan besar menyebabkan *default risk* perusahaan besar dinilai lebih rendah. Karena itu, ukuran perusahaan diprediksi berpengaruh positif terhadap utang. Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan ditentukan dengan logaritma total aktiva.

**Profitabilitas (PR).** Rajan dan Zingales (1995) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan determinan penting struktur modal. Hal ini terjadi karena profitabilitas merupakan indikasi ketersediaan sumber dana internal dalam perusahaan. Apabila dana internal tersedia, perusahaan lebih mengutamakan penggunaan dana internal daripada dana eksternal sebagai sumber pendanaan (Myers dan Majluf, 1984; Baskin, 1989). Pengaruh negatif profitabilitas terhadap utang didukung oleh Rajan dan Zingales (1995), Bunkanwanicha *et al.* (2003), serta Du dan Dai (2005). Dalam penelitian ini, variabel profitabilitas diproses sebagai rasio antara laba bersih dengan total aktiva.

#### 4. Model Empiris

Pengujian hipotesis tentang pengaruh hak aliran kas, hak kontrol, dan *cash flow right leverage* terhadap utang digunakan dengan mengestimasi persamaan 1, 2, dan 3. Sesuai

dengan hipotesis; koefisien  $\alpha_1$  dan  $\gamma_3$  diprediksi negatif; koefisien  $\alpha_2$  dan  $\delta_3$  diprediksi positif. Koefisien  $\delta_4$  dan  $\gamma_4$  diprediksi positif. Koefisien  $\delta_5$  dan  $\gamma_5$  diprediksi negatif.

$$\text{LEV} = \alpha_0 + \alpha_1\text{CFR} + \alpha_2\text{CR} + \alpha_3\text{SZ} + \alpha_4\text{PR} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{LEV} = \delta_0 + \delta_1\text{CFRL} + \delta_2\text{MAN} + \delta_3\text{CFRL}*\text{MAN} + \delta_4\text{SZ} + \delta_5\text{PR} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{LEV} = \gamma_0 + \gamma_1\text{CFRL} + \gamma_2\text{CS2} + \gamma_3\text{CFRL}*\text{CS2} + \gamma_4\text{SZ} + \gamma_5\text{PR} + \varepsilon \quad (3)$$

## HASIL EMPIRIS DAN PEMBAHASAN

### 1. Deskripsi Sampel dan Variabel

Jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ untuk periode 2000 – 2004 masing-masing 290, 316, 331, 333, dan 332 perusahaan secara berturut-turut. Seperti tampak pada Tabel 2, ada sebanyak 1.602 pengamatan (tahun-perusahaan) yang tersedia untuk periode tersebut. Dari jumlah ini, data lengkap yang dapat diolah adalah sebanyak 1.335 pengamatan, setara dengan 83,33 persen. Namun karena terdapat sebanyak 21 pengamatan berisi data yang ekstrim yang umumnya disebabkan oleh modal perusahaan yang negatif, maka jumlah pengamatan akhir yang diolah adalah sebanyak 1.314 tahun perusahaan.

**Tabel 2.** Deskripsi Sampel

Perusahaan	Tahun					Tahun Perusahaan	Persentase
	2000	2001	2002	2003	2004		
Terdaftar	290	316	331	333	332	1.602	100,00
Data tidak lengkap	54	50	54	51	58	267	16,67
Sampel	236	266	277	282	274	1.335	83,33

Seperti tampak pada Tabel 3, utang perusahaan rata-rata 65% - 66% untuk setiap kategori pisah batas hak kontrol. Posisi utang (LEV) tertinggi adalah 99% dan posisi utang terendah adalah 10%. Bukti empiris menunjukkan bahwa rata-rata utang perusahaan publik di Indonesia relatif tinggi. Tingginya utang ini mungkin disebabkan oleh masih terasanya dampak krisis keuangan dan moneter yang terjadi pada periode sebelumnya. Tabel 3 juga menunjukkan bahwa variabel hak aliran kas (CFR) selalu lebih rendah daripada konsentrasi hak kontrol (CR). Kondisi ini menunjukkan bahwa terdapat peningkatan

kontrol melebihi klaim keuangan pemegang saham pengendali. Besarnya peningkatan hak kontrol dari hak aliran kas tergambar dari *cash flow right leverage* (CFRL). Apabila dilihat dari variabel keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen (MAN), sebanyak 34% pemegang saham pengendali juga bagian dari direksi perusahaan publik pada pisah batas 10%. Sebaliknya, dari variabel keberadaan pemegang saham pengendali kedua (CS2) diketahui bahwa hanya 16% dari perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali kedua.

**Tabel 3.** Deskripsi Variabel Penelitian

Variabel	N = 1.302				N = 1.253	N = 1.182	N = 1.049	N = 894
	Minimum	Maksimum	Rata-rata	SD	Rata-rata	Rata-rata	Rata-rata	Rata-rata
LEV	10.0029	99.9820	66.029361	24.162116	65.820992	65.856499	66.183441	65.690158
CFR	0.3907	99.3600	48.162593	23.446519	49.627525	51.407394	54.496901	58.074781
CR	10.7600	99.8700	59.143595	20.779348	60.847630	63.004924	66.490677	70.239836
CFRL	0.0000	79.7058	11.042446	15.682474	11.285751	11.665211	12.070039	12.254540

## 2. Pola Kepemilikan Ultimat

Pola kepemilikan ultimat perusahaan publik di Indonesia dapat dilihat dari empat hal, yaitu klasifikasi kepemilikan, mekanisme peningkatan kontrol, pemegang saham pengendali, serta lapisan dan jalur kepemilikan. Pada Tabel 4 terlihat bahwa konsentrasi kepemilikan perusahaan publik di Indonesia relatif tinggi. Pada tabel tersebut terlihat bahwa sebanyak 99% perusahaan publik diklasifikasi sebagai perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi pada pisah batas 10%. Walaupun pisah batas hak kontrol ditingkatkan, konsentrasi kepemilikan perusahaan publik tetap tinggi, yaitu 68% pada pisah batas hak kontrol 50%.

Pemegang saham pengendali menggunakan mekanisme kepemilikan piramida dan lintas kepemilikan untuk meningkatkan hak kontrol. Umumnya struktur kepemilikan perusahaan publik adalah piramida. Sebagian kecil

**Tabel 4.** Klasifikasi Kepemilikan

Pisah Batas	Klasifikasi Kepemilikan	Jumlah Pengamatan	Persentase
10%	Terkonsentrasi	1302	99.09
	Tersebar	12	0.91
20%	Terkonsentrasi	1253	95.36
	Tersebar	61	4.64
30%	Terkonsentrasi	1182	89.95
	Tersebar	132	10.05
40%	Terkonsentrasi	1049	79.83
	Tersebar	265	20.17
50%	Terkonsentrasi	894	68.04
	Tersebar	420	31.96

struktur kepemilikan perusahaan publik adalah lintas kepemilikan, itupun bukan lintas kepemilikan langsung antar-dua perusahaan atau lebih. Seperti tampak pada Tabel 5, struktur kepemilikan piramida berkisar 62% - 66% untuk berbagai kategori pisah batas hak

kontrol. Satu hal yang unik, pemegang saham pengendali tidak selalu memisahkan hak arus kas dan hak kontrol. Hal ini terjadi karena adanya kepemilikan langsung dan karena kepemilikan piramida dengan persentase saham sebesar 100% melalui perusahaan nonpublik.

**Tabel 5.** Mekanisme Peningkatan Kontrol

Pisah Batas	Mekanisme	Jumlah Pengamatan	Persentase
10%	Piramida	865	66.44
	Lintas Kepemilikan	66	5.07
	Tanpa Mekanisme	371	28.49
20%	Piramida	833	66.48
	Lintas Kepemilikan	65	5.19
	Tanpa Mekanisme	355	28.33
30%	Piramida	784	66.33
	Lintas Kepemilikan	64	5.41
	Tanpa Mekanisme	334	28.26
40%	Piramida	680	64.82
	Lintas Kepemilikan	59	5.62
	Tanpa Mekanisme	310	29.55
50%	Piramida	555	62.08
	Lintas Kepemilikan	57	6.38
	Tanpa Mekanisme	282	31.54

Pemegang saham pengendali meliputi keluarga, pemerintah, institusi keuangan dengan kepemilikan luas, perusahaan dengan kepemilikan luas, dan pemegang saham pengendali lain. Perusahaan publik Indonesia

umumnya dikendalikan oleh keluarga, yaitu sebesar 56% pada pisah batas 10%. Keberadaan pemegang saham pengendali tersebut tidak mudah diidentifikasi karena banyaknya lapisan dan jalur kepemilikan. Pemegang saham pengendali umumnya ditemukan pada lapisan kepemilikan kedua dan ketiga. Namun pemegang saham pengendali bisa berada pada lapisan sampai dengan 10 dan memiliki sampai dengan 11 jalur kepemilikan. Banyaknya lapisan dan jalur kepemilikan menunjukkan kompleksnya pola kepemilikan perusahaan publik.

### 3. Hasil Empiris dan Pembahasan Hipotesis 1

Dalam hipotesis 1 diprediksi bahwa hak aliran kas pemegang saham pengendali berpengaruh negatif terhadap utang. Didukung tidaknya hipotesis ini tergantung pada signifikansi koefisien  $\alpha_1$  hasil estimasi persamaan 1. Teori memprediksi bahwa koefisien  $\alpha_1$  adalah signifikan negatif. Hasil pengujian empiris hipotesis ini tampak pada Tabel 6. Pada tabel tersebut terlihat bahwa nilai  $t$  koefisien  $\alpha_1$  adalah negatif dan signifikan secara statistis pada alpha 1%. Signifikansi koefisien  $\alpha_1$  konsisten untuk kelima kategori pisah batas hak kontrol. Model pengujian hipotesis ini cukup fit dengan  $R^2$  dan nilai  $F$  yang relatif tinggi dan signifikan secara statistis pada alpha 1%.

**Tabel 6.** Hasil Estimasi Persamaan 1 untuk Pengujian Hipotesis 1

Pisah Batas	Prediksi $\alpha_1$	$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\alpha_3$	$\alpha_4$	F	$R^2$	N	Hipotesis
10%	$\alpha_1$ Negatif	-0,153*	0,109*	0,400*	-0,204*	85,785*	20,9%	1.302	Didukung*
20%	$\alpha_1$ Negatif	-0,149*	0,125*	0,400*	-0,202*	82,893*	21,0%	1.253	Didukung*
30%	$\alpha_1$ Negatif	-0,150*	0,125*	0,394*	-0,198*	77,107*	20,8%	1.182	Didukung*
40%	$\alpha_1$ Negatif	-0,182*	0,124*	0,410*	-0,203*	78,813*	23,2%	1.049	Didukung*
50%	$\alpha_1$ Negatif	-0,177*	0,161*	0,425*	-0,240*	82,459*	27,1%	894	Didukung*

\*Didukung secara statistis pada alpha 1%



Dukungan empiris terhadap hipotesis 1 sejalan dengan argumen LIE (*leverage decreasing effect*). Berdasarkan argumen ini, konsentrasi hak aliran kas pemegang saham pengendali merupakan faktor yang membatasi pemegang saham pengendali untuk tidak memposisikan diri pada kondisi yang mengalami dampak buruk dari risiko kebangkrutan. Semakin tinggi konsentrasi hak aliran kas, semakin besar dampak risiko kebangkrutan yang mungkin dialami pemegang saham pengendali. Apabila kebangkrutan benar-benar muncul, maka dampak paling buruk akan dialami oleh pemegang saham pengendali dibandingkan pemegang saham lain. Dengan adanya konsentrasi hak aliran kas, pemegang saham pengendali semakin berhati-hati untuk melakukan ekspropriasi. Apabila konsentrasi hak aliran kas berada di tangan pemegang saham pengendali, maka dampak tindakan ekspropriasi akan terlalu mahal bagi pemegang saham pengendali tersebut. Pengaruh positif hak aliran kas terhadap utang dalam penelitian ini sejalan dengan temuan Bunkanwanicha *et al.* (2003) serta Du dan Dai (2005).

Bukti empiris mendukung bahwa konsentrasi hak aliran kas merupakan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk tidak melakukan ekspropriasi melalui utang. Usaha pemegang saham pengendali yang memiliki konsentrasi hak aliran kas untuk tidak melakukan ekspropriasi menyelaraskan kepentingan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Dengan demikian,

konsentrasi hak aliran kas dapat menjadi faktor yang mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Karena dapat membatasi tindakan ekspropriasi, pemegang saham minoritas menghendaki agar pemegang saham pengendali tidak hanya mengendalikan perusahaan melainkan juga pemegang konsentrasi hak aliran kas yang besar. Keinginan pemegang saham minoritas ini didasarkan pada argumentasi bahwa tindakan ekspropriasi pemegang saham pengendali tidak banyak dirasakan oleh pemegang saham minoritas, melainkan paling dirasakan oleh pemegang saham pengendali itu sendiri.

#### 4. Hasil Empiris dan Pembahasan Hipotesis 2

Dalam hipotesis 2 diprediksi bahwa hak kontrol pemegang saham pengendali berpengaruh positif terhadap utang. Hipotesis 2 didukung apabila hasil estimasi persamaan 1 menunjukkan koefisien  $\alpha_2$  positif dan signifikan. Pada Tabel 7. terlihat bahwa koefisien  $\alpha_2$  konsisten positif dan signifikan untuk lima kategori pisah batas. Nilai F dan  $R^2$  hasil estimasi persamaan 1 cukup tinggi, yaitu masing-masing berkisar 77,107 sampai 85,785 dan 20,8% sampai 27,1%. Hasil estimasi yang tampak pada tabel tersebut memberikan bukti empiris untuk mendukung prediksi dalam hipotesis 2 bahwa hak kontrol pemegang saham pengendali berpengaruh positif terhadap utang.

**Tabel 7.** Hasil Estimasi Persamaan 1 untuk Pengujian Hipotesis 2

Pisah Batas	Prediksi $\alpha_{22}$	$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\alpha_3$	$\alpha_4$	F	$R^2$	N	Hipotesis
10%	$\alpha_2$ Positif	-0,153*	0,109*	0,400*	-0,204*	85,785*	20,9%	1.302	Didukung*
20%	$\alpha_2$ Positif	-0,149*	0,125*	0,400*	-0,202*	82,893*	21,0%	1.253	Didukung*
30%	$\alpha_2$ Positif	-0,150*	0,125*	0,394*	-0,198*	77,107*	20,8%	1.182	Didukung*
40%	$\alpha_2$ Positif	-0,182*	0,124*	0,410*	-0,203*	78,813*	23,2%	1.049	Didukung*
50%	$\alpha_2$ Positif	-0,177*	0,161*	0,425*	-0,240*	82,459*	27,1%	894	Didukung*

\*Didukung secara statistik pada alpha 1%

Pengaruh positif hak kontrol pemegang saham pengendali terhadap utang sejalan dengan argumen LIE (*leverage increasing effect*). Berdasarkan argumen ini, pemegang saham pengendali yang memiliki konsentrasi hak kontrol bukanlah pihak yang paling khawatir terhadap risiko kebangkrutan. Bahkan dengan kemampuan mengendalikan perusahaan, pemegang saham pengendali semakin berusaha untuk mempertahankan kontrolnya agar kesempatan ekspropriasi tetap bisa dilakukan. Pengaruh positif hak kontrol pemegang saham pengendali terhadap utang tersebut menunjukkan motivasi pemegang saham pengendali untuk mempertahankan kontrol dalam perusahaan. Tambahan utang tidak menyebabkan hak kontrol pemegang saham pengendali berkurang dibandingkan apabila kebutuhan dana diperoleh melalui emisi saham.

Demi kepentingan ekspropriasi, pemegang saham pengendali tidak terlalu memperlmasalahkan utang yang tinggi karena risiko tingginya utang bukan dirasakan oleh pemegang saham pengendali. Tingginya utang juga bukan merupakan faktor pengurang kemampuan kontrol pemegang saham pengendali terhadap perusahaan. Klaim kreditor terhadap perusahaan terbatas pada aliran kas dan tidak terkait dengan hak kontrol. Hak kontrol pemegang saham pengendali tidak akan terdilusi walaupun kreditor berusaha mengawasi perusahaan. Apabila perusahaan dapat memenuhi tuntutan aliran kas bagi kreditor, maka pengawasan oleh kreditor terhadap pemegang saham pengendali dalam menjalankan perusahaan tidak akan berlaku. Seandainya perusahaan benar-benar pada kondisi kebangkrutan, maka setiap pemegang saham menanggung dampaknya proporsional dengan hak aliran kas masing-masing. Dengan hak aliran kas yang lebih rendah dari hak kontrol, maka pemegang saham pengendali bukanlah pihak yang paling merasakan dampak buruk kebangkrutan tersebut.

Dari gambaran di atas dapat dikatakan bahwa pemegang saham lain tidak menghendaki pemegang saham pengendali yang memiliki konsentrasi kontrol yang tinggi bertindak meningkatkan utang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa konflik keagenan besar apabila konsentrasi hak kontrol berada di tangan pemegang saham pengendali, namun pemegang saham pengendali tersebut tidak memiliki hak aliran kas yang signifikan. Konflik keagenan tersebut akan lebih besar muncul dari pemegang saham yang memiliki hak aliran kas signifikan, tetapi bukan pemegang saham pengendali.

### 5. Hasil Empiris dan Pembahasan Hipotesis 3a

Hipotesis 3a memprediksi bahwa pengaruh positif *cash flow right leverage* pemegang saham pengendali terhadap utang lebih besar apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen. Hipotesis ini didukung apabila hasil estimasi persamaan 2 menunjukkan bahwa koefisien  $\delta_3$  adalah positif. Hasil estimasi persamaan 2 yang tampak pada Tabel 8 menunjukkan bahwa koefisien  $\delta_3$  adalah positif dan signifikan secara statistik untuk kelima pisah batas hak kontrol. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa data berhasil mendukung hipotesis a yang menyatakan bahwa pengaruh positif *cash flow right leverage* pemegang saham pengendali terhadap utang lebih besar apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen.

Teori memprediksi bahwa *cash flow right leverage* menunjukkan peningkatan kontrol pemegang saham pengendali. Selanjutnya, keterlibatan pemegang saham pengendali dalam perusahaan semakin meningkatkan kontrol pemegang saham pengendali tersebut. Data empiris berhasil mendukung prediksi teori ini. Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen menyebabkan pemegang saham pengendali tidak lagi sekedar dapat mempengaruhi kebijakan utang, melainkan pengambil keputusan pokok

tentang kebijakan utang dengan motif non-dilusi. Dengan *cash flow right leverage* ditambah dengan keterlibatan dalam manajemen, pemegang saham pengendali lebih leluasa untuk menjalankan motivasinya dengan menggunakan utang sebagai sarana pemenuhan dana agar dominasi kontrol pemegang saham pengendali tersebut tidak terdilusi. Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen menyebabkan pemegang saham pengendali tidak lagi sekedar dapat mempengaruhi kebijakan utang, melainkan pengambil keputusan pokok tentang kebijakan utang. Keterlibatan pemegang saham pengendali ini meningkatkan masalah keagenan yang ditimbulkan oleh *cash flow right leverage*.

## 6. Hasil Empiris dan Pembahasan Hipotesis 3b

Pada hipotesis 3b diprediksi bahwa pengaruh positif *cash flow right leverage* pemegang saham pengendali terhadap utang lebih kecil apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan. Hipotesis ini

didukung secara empiris apabila hasil estimasi persamaan 3 menunjukkan bahwa koefisien  $\gamma_3$  adalah negatif. Persamaan 3 diestimasi sebanyak lima kali. Seperti tampak pada Tabel 9, hasil estimasi menunjukkan bahwa koefisien  $\gamma_3$  tidak signifikan secara statistis.

Pengujian konsistensi dengan menggunakan berbagai tingkatan hak kontrol tetap menghasilkan ketidakterdukungan terhadap hipotesis 3b. Pengujian lebih lanjut tentang perbedaan rata-rata utang berdasarkan keberadaan pemegang saham pengendali kedua dilakukan untuk mencari penjelasan tambahan. Hasil uji beda rata-rata utang berdasarkan keberadaan pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan juga tidak signifikan. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa interaksi *cash flow right leverage* dengan keberadaan pemegang saham pengendali kedua tidak berpengaruh terhadap utang. Selain itu, bukti juga menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan utang perusahaan berdasarkan keberadaan pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan.

**Tabel 8.** Hasil Estimasi Persamaan 2 untuk Pengujian Hipotesis 3<sup>a</sup>

Pisah Batas	Prediksi $\delta_3$	$\delta_1$	$\delta_2$	$\delta_3$	$\delta_4$	$\delta_5$	F	R <sup>2</sup>	N	Hipotesis
10%	$\delta_3$ Positif	-0,099**	0,121*	0,162*	0,403*	-0,173*	80,273*	23,6%	1.302	Didukung*
20%	$\delta_3$ Positif	-0,093**	0,124*	0,162*	0,406*	-0,170*	78,133*	23,9%	1.253	Didukung*
30%	$\delta_3$ Positif	-0,087**	0,147*	0,148**	0,402*	-0,162*	74,322*	24,0%	1.182	Didukung**
40%	$\delta_3$ Positif	-0,040	0,181*	0,109***	0,421*	-0,165*	76,307*	26,8%	1.049	Didukung***
50%	$\delta_3$ Positif	-0,026	0,171*	0,115***	0,433*	-0,197*	76,273*	30,0%	894	Didukung***

\*Didukung secara statistis pada alpha 1%; \*\*Didukung secara statistis pada alpha 5%;  
\*\*\*Didukung secara statistis pada alpha 10%.

**Tabel 9.** Hasil Estimasi Persamaan 3 untuk Pengujian Hipotesis 3a

Pisah Batas	Prediksi $\gamma_3$	$\gamma_1$	$\gamma_2$	$\gamma_3$	$\gamma_4$	$\gamma_5$	F	R <sup>2</sup>	N	Hipotesis
10%	$\gamma_3$ Negatif	0,124*	0,005	-0,048	0,399*	-0,203*	68,825*	21,0%	1.302	Tidak Didukung
20%	$\gamma_3$ Negatif	0,129*	-0,037	-0,017	0,399*	-0,202*	67,095*	21,2%	1.253	Tidak Didukung
30%	$\gamma_3$ Negatif	0,137*	-0,043	-0,012	0,393*	-0,197*	62,447*	21,0%	1.182	Tidak Didukung
40%	$\gamma_3$ Negatif	0,154*	0,006	-0,022	0,411*	-0,203*	63,058*	23,2%	1.049	Tidak Didukung
50%	$\gamma_3$ Negatif	0,162*	0,014	-0,014	0,427*	-0,238*	65,421*	26,9%	894	Tidak Didukung

\*Didukung secara statistis pada alpha 1%

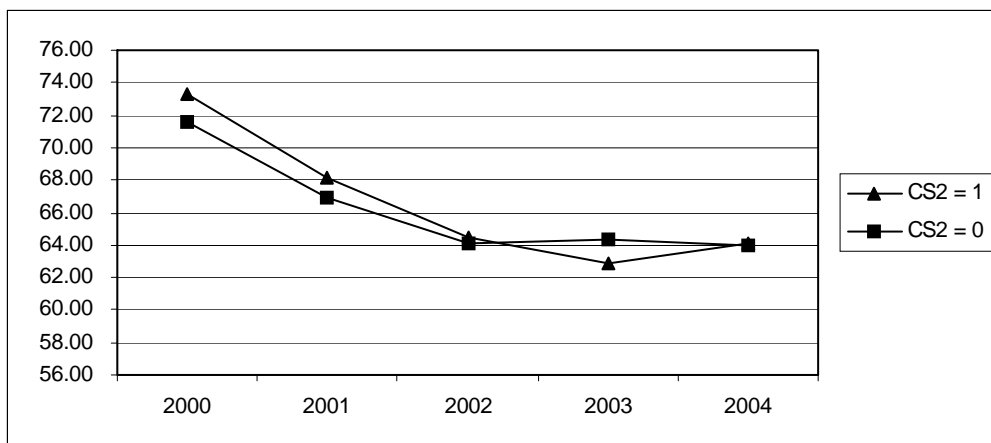
Analisis terhadap data menunjukkan dua alasan mengapa hipotesis ini tidak berhasil didukung secara empiris. Pertama, jumlah perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali kedua tidak banyak. Dalam setiap tahun pengamatan, peneliti menemukan bahwa hanya sekitar 15% yang memiliki pemegang saham pengendali kedua. Data ini menunjukkan betapa banyaknya pemegang saham pengendali di perusahaan publik yang mampu mempengaruhi kebijakan perusahaan tanpa ada pengawasan dari pemegang saham kedua. Sedikitnya perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali kedua menyebabkan kemampuan pemegang saham pengendali kedua untuk mengawasi tindakan ekspropriasi pemegang saham pertama berkurang.

Kedua, teori memprediksi bahwa keberadaan pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan menyebabkan perusahaan yang memiliki *cash flow right leverage* menggunakan utang lebih rendah. Seperti tampak pada Gambar 3, data menunjukkan bahwa utang perusahaan lebih tinggi pada saat pemegang saham pengendali kedua ada dalam perusahaan selama tahun 2000 sampai dengan 2002. Namun kondisi yang sebaliknya terjadi

pada tahun 2003 dan 2004. Ketidakkonsistenan ini berkontribusi pada temuan empiris yang tidak mendukung hipotesis.

## 7. Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Utang

Baik estimasi persamaan 1, persamaan 2, maupun persamaan 3 menghasilkan bukti empiris bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap utang. Temuan ini konsisten dengan prediksi. Karena biaya kebangkrutan lebih rendah, perusahaan besar menggunakan lebih banyak utang daripada perusahaan kecil (Gaver dan Gaver, 1993). Karena lebih mudah akses ke pasar utang, perusahaan besar memiliki utang yang lebih besar daripada perusahaan kecil (Titman dan Wessels, 1998). Juga sesuai prediksi, profitabilitas berpengaruh negatif terhadap utang. Profitabilitas merupakan determinan penting dalam penentuan struktur modal (Rajan dan Zingales, 1995). Profitabilitas merupakan indikasi ketersediaan sumber dana internal dalam perusahaan. Apabila dana internal tersedia, perusahaan lebih mengutamakan penggunaan dana internal daripada dana eksternal (Myers dan Majluf, 1984).



**Gambar 3.** Rata-rata Persentase Utang Berdasarkan Keberadaan Pemegang Saham Pengendali Kedua Dalam Perusahaan

## PENUTUP

### 1. Kesimpulan

Ada tiga kesimpulan yang diperoleh dari hasil pengujian penelitian ini. Pertama, pemegang saham pengendali berusaha menghindari aktivitas ekspropriasi melalui utang apabila konsentrasi hak aliran kas berada di tangannya. Kedua, konsentrasi hak kontrol adalah insentif bagi pemegang saham pengendali untuk mendapatkan manfaat privat melalui tindakan ekspropriasi. Kebutuhan dana melalui utang menyebabkan hak kontrol pemegang saham pengendali tidak terdilusi. Dominasi hak kontrol yang tidak berkurang ini menyebabkan pemegang saham pengendali tetap dapat melakukan ekspropriasi sementara kebutuhan dana juga terpenuhi melalui utang. Ketiga, insentif pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi melalui kebijakan utang meningkat dengan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen. Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen menyebabkan pemegang saham pengendali tidak lagi sekedar dapat mempengaruhi kebijakan utang, melainkan pengambil keputusan pokok tentang kebijakan utang.

### 2. Implikasi

Hasil penelitian ini memiliki implikasi pada teori, akuntansi, kebijakan, dan praktik. Implikasi teori berkaitan dengan adanya pergeseran konflik keagenan dalam kepemilikan yang terkonsentrasi. Dengan adanya pemegang saham pengendali menyebabkan masalah keagenan pokok adalah konflik antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Implikasi akuntansi berkaitan dengan persyaratan kontrol dalam memperlakukan suatu transaksi. Persyaratan keberadaan kontrol dalam berbagai PSAK adalah kepemilikan lebih dari 50 persen. Angka ini perlu dikaji ulang baik dari segi jumlah yang perlu diturunkan maupun dari segi konsep perhitungannya dari imediat ke ultimat. Implikasi kebijakan berkaitan dengan

pertimbangan kepentingan pemegang saham minoritas dalam kebijakan utang. Manajemen yang mengambil keputusan utang perlu mempertimbangkan realitas konflik keagenan agar konflik tersebut dapat diminimalkan. Sedangkan implikasi praktik berkaitan dengan perlindungan investor dalam melakukan investasi. Penegakan hukum dan pengungkapan pemilik ultimat diperlukan agar investor dapat mengantisipasi besarnya risiko ekspropriasi yang mungkin terjadi.

### 3. Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini menginvestigasi kemungkinan ekspropriasi melalui kebijakan utang oleh pemegang saham pengendali dengan mengkaji implikasi pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol terhadap utang. Ekspropriasi itu sendiri bukan aktivitas yang terdokumentasi dan terukur dengan pasti. Dyck dan Zingales (2002) menyatakan bahwa sulitnya pengukuran tersebutlah yang menyebabkan ekspropriasi dapat menghasilkan manfaat privat. Apabila data tentang aktivitas ekspropriasi benar-benar terdokumentasi, maka pengujian ekspropriasi akan lebih *robust*. Untuk menghasilkan pengujian yang lebih *robust* sesuai dengan kelemahan yang ada, penelitian selanjutnya sebaiknya mengukur manfaat privat secara langsung berdasarkan aktivitas ekspropriasi yang terjadi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Baskin, Jonathan., 1989. "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis." *Financial Management*. Spring: 26-35.
- Bebchuk, Lucian., Kraakman, Reiner., dan George Triantis, 1999. "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights." NBER Working Paper No. 6951.
- Boubaker, Sabri., 2003. "On the Relationship between Ownership-Control Structure and Debt Financing: New Evidence from

- France.” Working Paper of University Paris XII-Val-de-Marne.
- Bunkanwanicha, Pramuan., Gupta, Jyoti., dan Rofikoh Rokhim, 2003. “Debt and Entrenchment: Evidence from Thailand dan Indonesia.” Working Paper of University Paris 1-Pantheon-Sorbonne.
- Burkart, Mike., Gromb, Denis., dan Fausto Panunzi, 1998. “Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders.” *Journal of Political Economy*. No. 106: 172-204.
- Claessens, Stijin., Djankov, Simeon., Fan, Joseph., dan Larry Lang, 2000. “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings.” *Journal of Finance*. Vol. 57, No. 6: 2741-1771.
- Claessens, Stijin., Djankov, Simeon., Fan, Joseph., dan Larry Lang, 2000a. “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations.” *Journal of Financial Economics*. Vol. 58: 81-112.
- Claessens, Stijin., Djankov, Simeon., Fan, Joseph., dan Larry Lang, 2000b. “Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. Policy Research Working Paper 2088, The World Bank.
- Du, Julan dan Yi Dai, 2005. “Ultimate Corporate Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from East Asian Economies.” *Corporate Governance*. Vol. 13, No. 1: 60-71.
- Dyck, Alexander dan Luigi Zingales, 2002. “Privat Benefits of Control: An International Comparison. NBER Working Paper No. 8711.
- Faccio, Mara dan Larry Lang, 2002. “The Ultimate Ownership of Western European Corporations.” *Journal of Financial Economics*. Vol. 65: 365-395.
- Faccio, Mara., Lang, Larry H.P., dan Leslie Young, 2003. “Debt and Expropriation.” Working Paper of Chinese University of Hongkong.
- Gaver, J.J. dan K.M. Gaver, 1993. “Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies.” *Journal of Accounting and Economics*. No. 16: 126-160.
- Harris, Milton dan Arthur Raviv, 1988. “Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules.” *Journal of Financial Economics*. No. 20: 203-235.
- Harvey, Campbell., Lins, Karl V., dan Andrew H. Roper, 2004. “The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs are Extreme.” *Journal of Financial Economics*. Vol. 74: 3-30.
- Jensen, Michael C. dan William H. Meckling, 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs. And Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics*. Vol. 3: 305-360.
- La Porta, Rafael., Lopez-de-Silanes, Florencio., Shleifer, Andrei., dan Robert Vishny, 1998. “Law dan Finance.” *Journal of Political Economy*. No. 106: 1113-1155.
- La Porta, Rafael., Lopez-de-Silanes, Florencio., dan Andrei Shleifer, 1999. “Corporate Ownership Around the World.” *Journal of Finance*. Vol. 54, No. 2: 471-517.
- Myers, S. C. dan N. S. Majluf, 1984. “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have.” *Journal of Financial Economics*. June: 187-221.
- PSAK 4. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 4 tentang Laporan Keuangan Konsolidasi.
- PSAK 7. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 7 tentang Pengungkapan Pihak-pihak yang Mempunyai Hubungan Istimewa.
- PSAK 22. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 22 tentang Akuntansi Penggabungan Usaha.
- PSAK 38. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 38 tentang Akuntansi Restrukturisasi Entitas Sepengendali.

- Rajan, R.G. dan Luigi Zingales, 1995. "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data." *Journal of Finance*. No. 50: 1421-1460.
- Shleifer, Andrei dan Robert W. Vishny, 1994. "Politicians and Firms." *Quarterly Journal of Economics*. No. 109: 995-1025.
- Shleifer, Andrei dan Robert W. Vishny, 1997. "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*. Vol. 52 No. 2: 737-783.
- Titman, Sheridan dan Robert W. Wessels, 1988. "The Determinants of Capital Structure Choice." *Journal of Finance*. Vol. 42: 1-19.
- Weinstein, David dan Yishay Yafeh, 1998. "On the Costs of a Bank-Centered Financial System." *Journal of Finance*. Vol. 53: 635-672.
- Wiwattanakantang, Yupana., 2000. "The Equity Ownership Structure of Thai Firms." Working Paper of Hitotsubashi University.
- Yeh, Yin-Hua., 2003. "Corporate Ownership and Control: New Evidence from Taiwan." *Corporate Ownership & Control*. Vol. 1, No. 1: 87-101.
- Zingales, Luigi., 1994. "The Value of Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience." *Review of Financial Studies*. No. 7: 125-148.
- Zingales, Luigi., 1994. "What Determines the Value of Corporate Votes?" *Quarterly Journal of Economics*. No. 110: 1047-1073.