

DETERMINAN RISIKO EKSPROPRIASI

*Baldric Siregar*¹

ABSTRACT

Ownership concentration is a typical feature of firms in emerging countries. Expropriation of minority shareholders has been a concern in corporate governance. Concentrated ownership makes the expropriation of small shareholders likely. Major control gives controlling shareholder a considerable power over the main firm decisions. This study uses the data from listed public companies in Indonesia to obtain evidence on the determinants of the expropriation risk. It is found that pyramiding is a source of the expropriation risk. Higher ownership level and more ownership channel are associated with higher expropriation risk. The influence of largest's participation in management and the existence of single controlling shareholder also increase the risk of expropriation.

Key words: *expropriation, ultimate ownership, controlling shareholder, cash flow right, control right.*

PENDAHULUAN

Pada kepemilikan tersebar, konflik keagenan pokok adalah antara pemegang saham dengan manajemen. Kepemilikan terpusat pada pemegang saham, sementara kontrol terpusat pada manajemen.

Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi hal ini sebagai pemisahan kepemilikan (*ownership*) dan kontrol (*control*). Karena kepemilikan tersebar, setiap individu tidak dapat secara signifikan mempengaruhi manajemen agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Di sisi lain, manajemen yang memiliki dominasi kontrol dalam perusahaan berusaha memenuhi kepentingan sendiri sehingga keputusan manajemen tidak selalu bertujuan untuk meningkatkan nilai pemegang saham. Konflik keagenan seperti inilah yang digambarkan oleh Berle dan Means (1932) serta Jensen dan Meckling (1976). Laporta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer (1999) menyebut konflik antara pemegang saham dan manajemen sebagai konflik keagenan klasik. Sedangkan Gilson dan Gordon (2003) menamainya konflik keagenan pertama. Menurut kedua penelitian ini, konflik keagenan yang diuraikan oleh Berle dan Means (1932) serta Jensen dan Meckling (1976) mengandung asumsi yang harus dipenuhi, yaitu kepemilikan perusahaan publik yang tersebar.

Laporta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer (1999) mengkaji struktur kepemilikan di 27 negara yang ekonominya pesat yang ada di benua Asia, Eropa, Amerika, dan Australia. Mereka menemukan bahwa 76% perusahaan publik memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Lebih lanjut, Claessens, Djankov, dan Lang (2000) menelusuri kepemilikan perusahaan publik

¹ Drs. Baldric Siregar, MBA., Akuntan adalah Dosen Tetap STIE YKPN Yogyakarta Jurusan Akuntansi, sedang menempuh program Doktor Akuntansi pada Program Pascasarjana UGM.

di 9 negara Asia. Temuan mereka menunjukkan konsentrasi kepemilikan perusahaan publik di Asia jauh lebih tinggi, yaitu 93%. Struktur kepemilikan perusahaan publik di 13 negara Eropa dikaji oleh Faccio dan Lang (2002). Bukti empiris yang ditemukan menunjukkan bahwa sebanyak 63% perusahaan publik Eropa memiliki konsentrasi kepemilikan. Ketiga penelitian pokok tentang struktur kepemilikan di atas menunjukkan bahwa fenomena konsentrasi kepemilikan benar-benar terjadi di hampir seluruh dunia, kecuali Amerika Serikat, Inggris, Irlandia, dan Jepang. Fenomena konsentrasi kepemilikan lebih nyata daripada kepemilikan tersebar di banyak negara. Berdasarkan fenomena ini, maka asumsi kepemilikan tersebar yang syaratkan oleh Berle dan Means (1932) serta Jensen dan Meckling (1976) tidak selalu terpenuhi.

Pada kepemilikan terkonsentrasi terdapat pemegang saham pengendali yang mampu mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kontrol tidak lagi di tangan manajemen, melainkan di tangan pemegang saham pengendali. Keberadaan pemegang saham pengendali menyebabkan konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajemen berkurang dan muncul konflik keagenan baru antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Gilson dan Gordon (2003) menamai masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas sebagai masalah keagenan kedua. Konflik keagenan tersebut muncul karena adanya pemisahan hak aliran kas (*cash flow right*) dan hak kontrol (*control right*), bukan lagi pemisahan kepemilikan (*ownership*) dan kontrol (*control*) seperti yang dinyatakan Jensen dan Meckling (1976). Hak aliran kas memiliki implikasi yang berbeda dari hak kontrol. Pada saat konsentrasi hak kontrol terjadi, sementara hak aliran kas lebih rendah dari hak kontrol, maka risiko ekspropriasi muncul. Risiko terjadinya ekspropriasi inilah yang menjadi masalah pokok pada perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi.

Penelitian ini menganalisis faktor-faktor yang signifikan mempengaruhi besarnya risiko ekspropriasi. Pembahasan dimulai dari kajian literatur dan pengembangan hipotesis. Pada bagian ini diuraikan risiko ekspropriasi, konsep kepemilikan ultimat (*ultimate ownership*) dan perbedaannya dengan konsep kepemilikan imediat (*immediate ownership*). Selain itu, pada bagian ini juga diuraikan mekanisme

peningkatan kontrol, lapisan dan jalur kepemilikan pemegang saham pengendali, keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen, dan keberadaan pemegang saham pengendali tunggal. Pada bagian kedua diuraikan metode penelitian yang meliputi sampel dan data, variabel dan pengukurannya, serta model empiris untuk menguji hipotesis. Pada bagian ketiga disajikan temuan empiris dan pembahasan tentang temuan tersebut. Sedangkan pada bagian terakhir disajikan simpulan, implikasi, dan saran untuk perbaikan riset selanjutnya.

KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Risiko Ekspropriasi dan Kepemilikan Ultimat

Risiko ekspropriasi adalah risiko terjadinya penggunaan dominasi kontrol oleh pemegang saham pengendali untuk memperoleh manfaat privat dalam rangka memaksimalkan kesejahteraan sendiri melalui distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens, Djankov, Fan, dan Lang, 2000). Manfaat privat merupakan manfaat yang diperoleh pemegang saham pengendali melalui penggunaan dominasi kontrol untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan yang menguntungkan dirinya sendiri. Gilson dan Gordon (2003) mengidentifikasi empat jenis manfaat privat atas kontrol melalui kebijakan perusahaan. Pertama, manfaat privat dari kebijakan operasi perusahaan seperti gaji dan tunjangan yang tinggi, bonus dan kompensasi yang besar, serta dana pensiun yang tinggi. Kedua, manfaat privat melalui kebijakan kontraktual (*tunneling*) seperti harga transfer dan penjualan aktiva lain yang lebih murah. Ketiga, manfaat privat melalui penjualan kontrol kepada pihak lain dengan harga premium. Keempat, manfaat privat melalui kebijakan *freezing out*, yaitu menjual saham perusahaan kepada pihak lain yang juga terkait dengan pemegang saham pengendali dengan harga yang lebih murah.

Selain seperti yang dinyatakan Gilson dan Gordon (2003), risiko ekspropriasi juga berimplikasi negatif melalui kebijakan lain perusahaan seperti kebijakan dividen dan utang (Dyck dan Zingales, 2002). Faccio, Lang, dan Young (2001), Claessens, Djankov, Fan, dan Lang (2002), serta Gugler dan Yurtoglu (2003) menemukan bahwa pada saat terjadi dominasi kontrol,

risiko ekspropriasi terjadi melalui keputusan pembayaran dividen yang lebih rendah. Untuk mempertahankan kontrol dalam perusahaan, pemegang saham pengendali mempengaruhi kebijakan perusahaan dengan berusaha memperoleh pendanaan melalui utang daripada emisi saham (Faccio, Lang, dan Young, 2003; Du dan Dai, 2005). Peningkatan utang tidak menyebabkan pemegang saham pengendali pada posisi yang dirugikan dengan peningkatan risiko kebangkrutan karena ia hanya memiliki dominasi kontrol, bukan dominasi klaim keuangan terhadap perusahaan. Pemegang saham pengendali bukan pihak yang paling dirugikan seandainya kebangkrutan benar-benar terjadi. Pasar yang menyadari terjadinya ekspropriasi dalam perusahaan menilai saham perusahaan lebih rendah yang pada akhirnya terjadi penurunan nilai perusahaan (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, dan Vishny, 2002; Claessens, Djankov, Fan, dan Lang, 2002; Lins, 2003; Zhang, 2005).

Seperti diuraikan di atas, risiko ekspropriasi berimplikasi negatif bagi perusahaan. Pengkajian faktor-faktor yang menentukan peningkatan risiko ekspropriasi dibutuhkan agar pemegang saham minoritas dan investor lebih waspada. Akan tetapi, risiko ekspropriasi tidak dapat diidentifikasi dengan konsep kepemilikan yang selama ini banyak digunakan, yaitu kepemilikan imediat (*immediate ownership*). Sebelum diperkenalkan oleh La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer (1999), riset-riset sebelumnya yang mengkaji struktur kepemilikan menggunakan konsep kepemilikan imediat. Kepemilikan imediat adalah kepemilikan langsung dalam perusahaan publik yang ditunjukkan oleh persentase kepemilikan saham. Konsep kepemilikan imediat tidak dapat digunakan untuk mengkaji pola kepemilikan yang sesungguhnya karena memiliki beberapa kelemahan (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999). Pertama, konsep kepemilikan imediat tidak mengkaji kemungkinan adanya rantai kepemilikan sehingga peneliti tidak dapat mengidentifikasi pemegang saham pengendali yang sesungguhnya. Kedua, konsep kepemilikan imediat tidak dapat digunakan untuk mengidentifikasi pemilik ultimat. Sebagai contoh, X tidak terdaftar sebagai pemegang saham sebuah perusahaan publik, namun X merupakan pemegang saham utama PT ABC yang merupakan pemegang saham perusahaan publik tersebut.

Ketiga, konsep kepemilikan imediat tidak dapat digunakan untuk mengkaji ada tidaknya pemisahan hak aliran kas dari hak kontrol. Hak aliran kas adalah klaim pemegang saham untuk mendapatkan dividen (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999). Hak aliran kas terdiri atas hak aliran kas langsung (*direct cash flow right*) dan hak aliran kas tidak langsung (*indirect flow right*). Hak aliran kas langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali pada perusahaan publik atas nama dirinya sendiri. Sedangkan hak aliran kas tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil perkalian persentase saham dalam setiap rantai kepemilikan.

Hak kontrol merupakan hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999). Ada dua jenis hak kontrol, yaitu hak kontrol langsung (*direct control right*) dan hak kontrol tidak langsung (*indirect control right*). Hak kontrol langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali atas nama dirinya pada sebuah perusahaan. Sedangkan hak kontrol tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil kontrol minimum dalam setiap rantai kepemilikan (*the weakest link principle*). Keempat, konsep kepemilikan imediat tidak bisa mengidentifikasi mekanisme peningkatan kontrol pemegang saham terhadap sebuah perusahaan publik. Mekanisme peningkatan kontrol yang dapat digunakan pemegang saham pengendali meliputi struktur kepemilikan piramida, lintas kepemilikan, dan saham dengan hak suara berbeda. Berdasarkan ketiga mekanisme tersebut, mekanisme kepemilikan piramida merupakan yang paling lazim ditemui (La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer, 1999; Claessens, Djankov, dan Lang, 2000; Faccio dan Lang, 2002).

Kelemahan konsep kepemilikan imediat dapat diatasi dengan konsep kepemilikan ultimat. Kepemilikan ultimat adalah kepemilikan langsung dan tidak langsung pada perusahaan publik. Kepemilikan langsung adalah persentase saham yang dimiliki pemegang saham atas nama dirinya sendiri. Sedangkan kepemilikan tidak langsung adalah kepemilikan terhadap sebuah perusahaan publik melalui rantai kepemilikan. Konsep kepemilikan ultimat menuntut peneliti untuk menelusuri siapa pemilik dari pemilik sampai dengan diketahui pemilik ultimat yang paling terakhir. Penelusuran rantai kepemilikan, identifikasi pemilik ultimat, pemisahan

kepemilikan dan kontrol, serta mekanisme peningkatan kontrol dapat dikaji dengan menggunakan konsep kepemilikan ultimat. Selain itu, risiko ekspropriasi juga dapat ditentukan dengan konsep kepemilikan ultimat. Terkonsentrasi tidaknya kepemilikan perusahaan publik ditentukan berdasarkan pisah batas (*cut-off*) hak kontrol yang digunakan oleh peneliti.

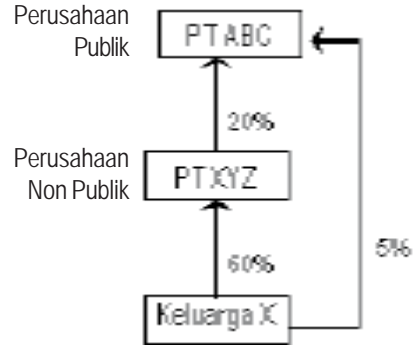
Pada pisah batas hak kontrol yang digunakan, pemegang saham pengendali dapat diidentifikasi. Misalnya, pada pisah batas hak kontrol 10%, La Porta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer (1999) mengidentifikasi bahwa sebanyak 35% perusahaan publik dikendalikan oleh keluarga. Pada pisah batas hak kontrol yang sama, Claessens, Djankov, dan Lang (2000) menemukan bahwa sebanyak 54% perusahaan publik dikendalikan oleh keluarga. Sedangkan pada pisah batas hak kontrol 20%, Faccio dan Lang (2002) menemukan bahwa sebanyak 44% perusahaan publik dikendalikan oleh keluarga. Selain keluarga, pemegang saham pengendali lain yang berhasil diidentifikasi ketiga peneliti di atas adalah pemerintah, asing, koperasi, dan karyawan. Ada dua kategori lain pemegang saham pengendali. Pertama, institusi keuangan dengan kepemilikan luas, yaitu institusi keuangan yang mengendalikan perusahaan lain, namun kepemilikan pada institusi keuangan tersebut sesungguhnya adalah tersebar. Kedua, perusahaan dengan kepemilikan luas, yaitu perusahaan yang mengendalikan perusahaan lain, namun sesungguhnya kepemilikan dalam perusahaan pertama adalah tersebar.

Mekanisme Pengendalian Perusahaan

Ada tiga mekanisme yang dapat digunakan oleh pemegang saham pengendali untuk meningkatkan kontrol, yaitu kepemilikan piramida (*pyramid ownership*), lintas kepemilikan (*cross-holding*), serta saham dengan hak suara berbeda (*dual class of share*). Kepemilikan piramida adalah kepemilikan terhadap sebuah perusahaan publik melalui perusahaan publik lainnya (Laporta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer, 1999).

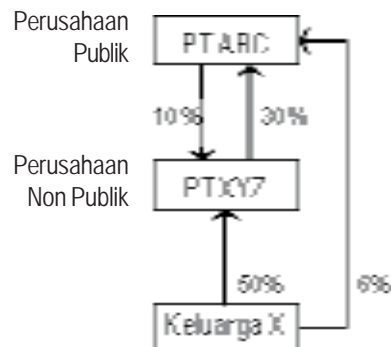
Gambar 1 adalah contoh kepemilikan piramida. Pada gambar tersebut tampak bahwa Keluarga X memiliki saham 5% pada PT ABC, sebuah perusahaan publik. Namun setelah ditelusuri rangkaian kepemilikan lebih lanjut, ternyata sebanyak 60% saham pada PT XYZ dimiliki oleh Keluarga X. Kemampuan Keluarga X

**Gambar 1
Kepemilikan Piramida**



mengendalikan PT ABC tidak semata-mata 5%, tetapi lebih dari itu. Klaim keuangan Keluarga X di PT ABC adalah 6,2% ($5\% + 60\% \times 20\%$). Namun apabila Keluarga X pemegang saham mayoritas dalam PT XYZ, maka keluarga tersebut juga mampu mengendalikan PT ABC sebesar 20%. Berdasarkan konsep hak kontrol Laporta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer (1999), Keluarga X dapat mengendalikan PT ABC sebesar 25% ($5\% + 20\%$). Terjadinya peningkatan kontrol ini menyebabkan munculnya risiko bagi pemegang saham minoritas atas tindakan ekspropriasi oleh pemegang saham mayoritas karena dominasi kontrol (25%) tidak diikuti oleh dominasi klaim keuangan (6,2%). Dengan pisah batas hak kontrol 20%, Keluarga X adalah pemegang saham pengendali pada PT ABC.

**Gambar 2
Lintas Kepemilikan**



Lintas kepemilikan adalah kepemilikan pemegang saham pengendali terhadap dua atau lebih perusahaan yang saling memiliki satu dengan lainnya. Gambar 2 adalah contoh lintas kepemilikan. Pada laporan keuangan tahunan, Keluarga X memiliki saham pada PT ABC hanya sebesar 6%. Setelah ditelusuri lebih lanjut, Keluarga X juga pemilik mayoritas pada PT XYZ yang juga pemilik PT ABC. Selain itu, PT ABC dan PT XYZ juga saling memiliki. Berdasarkan rangkaian kepemilikan di atas, Keluarga X memiliki klaim keuangan pada PT ABC sebesar 7,5% ($6\% + 50\% * 30\%$) dan hak kontrol sebesar 36% ($6\% + 30\%$). Dengan pisah batas 30%, Keluarga X adalah pemegang saham pengendali pada PT ABC. Pemegang saham pengendali ini memiliki hak kontrol yang jauh lebih besar dari klaim keuangannya. Hal ini menunjukkan kemungkinan Keluarga X menggunakan dominasi kontrol untuk mendapatkan manfaat privat melalui ekspropriasi karena dominasi kontrol jauh melebihi klaim keuangan terhadap perusahaan.

Apabila dua kategori saham atau lebih yang dikeluarkan oleh sebuah perusahaan yang masing-masing memiliki nilai nominal sama tetapi dengan hak suara berbeda, maka saham tersebut dinyatakan saham dengan hak suara berbeda (Yurtoglu, 2003). Misalnya, saham X dan saham Y memiliki nilai nominal yang sama, namun setiap saham X memiliki hak suara 1 dan setiap saham Y memiliki hak suara 2. Kategori saham seperti ini disebut saham dengan hak suara berbeda. Dalam hal ini, pemegang saham Y memiliki hak kontrol lebih dari klaim keuangannya. Kategori saham seperti ini potensial menjadi sumber ekspropriasi karena terjadinya peningkatan hak kontrol melebihi klaim keuangan (Laporta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer, 1999; Claessens, Djankov, dan Lang, 2000; Faccio dan Lang, 2002).

Berdasarkan ketiga mekanisme pengendalian perusahaan tersebut, kepemilikan piramida adalah mekanisme pengendalian yang paling lazim ditemukan. Walaupun tidak terlalu banyak, lintas kepemilikan juga ditemukan di banyak negara. Namun saham dengan hak suara berbeda hanya lazim ditemukan di Eropa dan Amerika. Mekanisme peningkatan kontrol ini tidak ditemukan di Asia, termasuk Indonesia (Claessens, Djankov, dan Lang, 2000). Berdasarkan uraian di atas, peneliti mengembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

Hipotesis 1 : Pengendalian perusahaan melalui struktur kepemilikan piramida meningkatkan risiko ekspropriasi.

Hipotesis 2 : Pengendalian perusahaan melalui lintas kepemilikan meningkatkan risiko ekspropriasi.

Kompleksitas Rangkaian Kepemilikan

Kompleksitas rangkaian kepemilikan tergambar dalam lapisan dan jalur kepemilikan pemegang saham pengendali. Lapisan kepemilikan menunjukkan seberapa jauh tingkatan kepemilikan harus dilacak agar kepemilikan pemegang saham pengendali ditemukan. Apalagi peneliti hanya mengandalkan laporan keuangan tahunan, maka lapisan kepemilikan yang sesungguhnya tidak dapat diidentifikasi karena pemegang saham pengendali dapat berada pada lapisan kepemilikan yang sangat dalam. Dalam laporan keuangan tahunan hanya tampak kepemilikan langsung, tanpa diuraikan lebih lanjut siapa pemilik dari pemilik.

Kalau lapisan kepemilikan menunjukkan seberapa jauh tingkatan kepemilikan untuk menemukan pemegang saham pengendali, maka jalur kepemilikan merupakan jumlah rangkaian kepemilikan yang dibentuk pemegang saham pengendali menuju perusahaan publik. Jalur kepemilikan pemegang saham pengendali bisa cukup kompleks, bahkan sampai dengan belasan jalur (Yeh, 2003). Semakin banyak jalur kepemilikan yang dibentuk, semakin banyak kemungkinan pemegang saham pengendali dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan publik walaupun pemegang saham pengendali tersebut memiliki hak aliran kas yang tidak terlalu signifikan. Kemungkinan hal ini terjadi akan semakin besar apabila pemegang saham pengendali mampu membentuk jalur kepemilikan dengan hak kontrol yang tetap dominan dalam setiap jalur.

Semakin besar rangkaian kepemilikan piramida dan lintas kepemilikan, maka akan tergambar semakin besar peningkatan hak kontrol melebihi klaim keuangan. Besarnya rangkaian kepemilikan dapat tergambar dalam banyaknya lapisan kepemilikan dan jalur kepemilikan yang terbentuk. Yeh (2003) menemukan bahwa semakin besar rangkaian kepemilikan perusahaan publik,

semakin banyak lapisan dan jalur kepemilikan pemegang saham pengendali yang terbentuk. Kedua hal ini berdampak pada semakin besarnya penyimpangan hak kontrol dari klaim keuangan. Yeh (2003) menyatakan bahwa lapisan kepemilikan umumnya pada tingkat kepemilikan imediat dan jalur kepemilikan pemegang saham pengendali juga umumnya satu. Namun lapisan dan jalur kepemilikan lain berdampak signifikan terhadap kemungkinan terjadinya risiko ekspropriasi. Temuan yang konsisten dengan Yeh (2003) juga ditemukan oleh Yeh, Ko, dan Su (2003). Berdasarkan uraian di atas, peneliti mengembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

Hipotesis 3 : Semakin tinggi lapisan kepemilikan pemegang saham pengendali semakin besar risiko ekspropriasi.

Hipotesis 4 : Semakin banyak jalur kepemilikan pemegang saham pengendali semakin besar risiko ekspropriasi.

Keterlibatan Pemegang Saham Pengendali dalam Manajemen

Selain struktur kepemilikan seperti yang diuraikan di atas, keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen juga meningkatkan risiko ekspropriasi. Konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas semakin tinggi apabila pemegang saham pengendali juga terlibat dalam manajemen. Hal ini terjadi karena pemegang saham pengendali tidak lagi sekedar memiliki dominasi kontrol, melainkan sudah bagian dari manajemen itu sendiri yang lebih leluasa mempengaruhi kebijakan perusahaan untuk mendapatkan manfaat privat. Laporta, Lopez-de-Silanes, dan Shleifer (1999) melaporkan bahwa pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen pada sebanyak 69% perusahaan publik yang memiliki konsentrasi kepemilikan. Claessens, Djankov, dan Lang (2000) juga menemukan bahwa manajemen sebanyak 57% perusahaan publik Asia dengan konsentrasi kepemilikan adalah bagian dari pemegang saham pengendali. Hal yang sama dilaporkan oleh Faccio dan Lang (2002) bahwa 68% perusahaan publik Eropa

dengan konsentrasi kepemilikan memiliki manajemen sebagai bagian dari pemegang saham pengendali. Tingginya keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen meningkatkan risiko ekspropriasi bagi pemegang saham minoritas. Risiko ekspropriasi yang tinggi menggambarkan besarnya konflik keagenan yang terjadi. Berdasarkan uraian di atas, peneliti mengembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

Hipotesis 5 : Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen menyebabkan peningkatan risiko ekspropriasi.

Pemegang Saham Pengendali Tunggal

Masalah keagenan antar-pemegang saham juga semakin besar apabila dalam sebuah perusahaan terdapat pemegang saham pengendali tunggal. Hal ini terjadi karena tidak ada pemegang saham lain yang dapat mengendalikan insentif dan keinginan pemegang saham terbesar untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan sesuai dengan kepentingannya. Apabila dalam perusahaan tidak terdapat pemegang saham pengendali lain, maka kemampuan pemegang saham pengendali pertama untuk melakukan ekspropriasi tidak dapat dikendalikan. Namun kemampuan pemegang saham pengendali untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan yang menguntungkan dirinya dapat dibatasi apabila dalam perusahaan terdapat pemegang saham pengendali kedua. Sebanyak 68% perusahaan publik Asia (Claessens, Djankov, dan Lang, 2000) dan 54% perusahaan publik Eropa (Faccio dan Lang, 2002) dikendalikan oleh pemegang saham pengendali tunggal. Ketidakadaan pengawasan dari pemegang saham pengendali lain meningkatkan kemungkinan terjadinya risiko ekspropriasi. Berdasarkan uraian di atas, peneliti mengembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

Hipotesis 6 : Keberadaan pemegang saham pengendali tunggal dalam perusahaan menyebabkan peningkatan risiko ekspropriasi.

METODE PENELITIAN

Sampel dan Data

Sampel penelitian ini adalah perusahaan publik yang terdaftar di BEJ untuk 3 (tiga) tahun, yaitu 2001 – 2003. Sampel tidak dikelompokkan berdasarkan kategori industri karena rangkaian kepemilikan terjadi lintas-industri. Pengelompokan berdasarkan industri menyebabkan rangkaian kepemilikan menjadi terputus dan tidak lengkap. Masuk tidaknya sebuah perusahaan menjadi sampel penelitian tergantung pada kelengkapan data kepemilikan ultimat. Semua ukuran perusahaan diikutsertakan dalam sampel agar terhindar dari bias pemilihan sampel. *Survivorship bias* juga dihindari dengan memasukkan perusahaan yang tidak konsisten terdaftar dalam tiga tahun penelitian secara berturut-turut.

Ada empat kelompok data yang diperoleh dan diolah dalam penelitian ini. Pertama, data kepemilikan imediat diperoleh dari laporan keuangan tahunan. Data kepemilikan imediat ini digunakan sebagai dasar untuk menentukan penelusuran lebih lanjut terhadap kepemilikan ultimat. Kedua, data kepemilikan ultimat diperoleh dari Departemen Keuangan RI dan *website* perusahaan. Data kepemilikan ultimat, bersama-sama dengan data kepemilikan imediat, digunakan untuk mengidentifikasi rangkaian kepemilikan yang sesungguhnya. Berdasarkan rangkaian kepemilikan ini akan dapat dilakukan identifikasi pemegang saham pengendali serta mekanisme peningkatan kontrol yang digunakan pemegang saham pengendali tersebut. Selain itu, rangkaian kepemilikan tersebut juga akan menggambarkan pada lapisan kepemilikan beberapa pemegang saham pengendali berada dan berapa jalur kepemilikan menuju perusahaan publik yang menjadi sampel. Ketiga, data keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen diperoleh dengan mengidentifikasi pemegang saham pengendali dalam rangkaian kepemilikan yang telah diperoleh terhadap identitas direksi dalam laporan keuangan tahunan. Keempat, data keberadaan pemegang saham pengendali tunggal diperoleh dari pen penggunaan pisah batas hak kontrol 20% untuk menentukan apakah ada lebih dari satu pemegang saham yang hak kontrolnya sama atau lebih dari 20% tersebut.

Variabel Dependen

Variabel dependen penelitian ini adalah risiko ekspropriasi (REX). Risiko ekspropriasi adalah penyimpangan hak kontrol melebihi hak aliran kas (hak kontrol – hak aliran kas). Penyimpangan hak kontrol melebihi hak aliran kas ini sering juga disebut sebagai *cash flow right leverage*. Pengukuran ini mengacu pada Laporta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, dan Vishny (2002) serta Faccio dan Lang (2002). Hak aliran kas adalah penjumlahan hak aliran kas langsung dan hak aliran kas tidak langsung. Hak aliran kas langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pada perusahaan publik atas nama dirinya sendiri. Hak aliran kas tidak langsung adalah jumlah perkalian persentase kepemilikan pemegang saham dalam setiap rantai kepemilikan. Hak kontrol adalah penjumlahan 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 dalam setiap rantai kepemilikan. Pengukuran hak aliran kas dan hak kontrol ini juga mengacu pada Laporta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, dan Vishny (2002) serta Faccio dan Lang (2002).

Variabel Independen

Ada enam variabel independen dalam penelitian ini. Pertama, kepemilikan piramida (PYR). Variabel ini adalah kategorial dengan angka 1 apabila pemegang saham pengendali menggunakan struktur piramida untuk peningkatan kontrol dan 0 apabila lainnya. Kedua, lintas kepemilikan (CRO). Variabel ini juga kategorial dengan angka 1 apabila pemegang saham pengendali menggunakan mekanisme lintas kepemilikan untuk peningkatan kontrol dan 0 apabila lainnya. Ketiga, tingkat kepemilikan (LEV). Variabel ini menggambarkan pada lapisan ke berapa pemegang saham pengendali dapat diidentifikasi yang paling terakhir kali. Keempat, jalur kepemilikan (CAN). Variabel ini menunjukkan jumlah jalur yang dibentuk pemegang saham pengendali menuju kepemilikan pada perusahaan publik yang menjadi sampel. Kelima, keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen (MAN). Variabel ini

adalah kategorial yang menunjukkan 1 apabila pemegang saham pengendali juga bagian dari direksi dan 0 untuk lainnya. Keenam, keberadaan pemegang saham pengendali tunggal (CS2). Variabel ini juga kategorial yang menunjukkan 1 apabila hanya satu pemegang saham pengendali dalam pisah batas hak kontrol 20% dan 0 untuk lainnya.

Variabel Kontrol

Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan (SZ). Ukuran perusahaan menggambarkan besarnya konflik keagenan. Karena konflik keagenan lebih besar pada perusahaan besar, maka pemegang saham lebih waspada akan kemungkinan ekspropriasi

pada perusahaan besar. Besarnya kemungkinan ekspropriasi dalam perusahaan besar menyebabkan pasar memberikan nilai yang lebih rendah. Seperti dalam temuan Faccio dan Lang (2002), konflik keagenan yang lebih tinggi dalam perusahaan besar berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan ditentukan berdasarkan logaritma total aktiva. Koefisien variabel ukuran perusahaan ini diprediksi bertanda positif dan signifikan terhadap peningkatan risiko ekspropriasi.

Model Empiris

Semua hipotesis dalam penelitian ini diuji dengan mengestimasi satu model penelitian sebagai berikut:

$$REX = \alpha_0 + \alpha_1PYR + \alpha_2CRO + \alpha_3LEV + \alpha_4CAN + \alpha_5MAN + \alpha_6CS2 + \alpha_7SZ + \alpha$$

Keterangan:

1. REX (risiko ekspropriasi) = Hak kontrol – Hak aliran kas.
2. Hak kontrol = Hak kontrol langsung + Hak kontrol tidak langsung.
3. Hak kontrol langsung = Persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali atas nama dirinya pada sebuah perusahaan.
4. Hak kontrol tidak langsung = Penjumlahan atas hasil kontrol minimum dalam setiap rantai kepemilikan.
5. Hak aliran kas = Hak aliran kas langsung + Hak aliran kas tidak langsung.
6. Hak aliran kas langsung = Persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pada perusahaan publik atas nama dirinya sendiri.
7. Hak aliran kas tidak langsung = Jumlah perkalian persentase kepemilikan pemegang saham dalam setiap rantai kepemilikan.
8. PYR (kepemilikan piramida) = 1 apabila kepemilikan melalui piramida dan 0 untuk lainnya.
9. CRO (lintas kepemilikan) = 1 apabila lintas kepemilikan dan 0 untuk lainnya.
10. LEV (tingkat kepemilikan) = Lapisan di mana pemegang saham pengendali terakhir teridentifikasi.
11. CAN (jalur kepemilikan) = Jumlah jalur kepemilikan pemegang saham pengendali menuju perusahaan sampel.
12. MAN (keterlibatan dalam manajemen) = 1 apabila pemegang saham pengendali juga bagian dari direksi dan 0 untuk lainnya.
13. CS2 (keberadaan pemegang saham pengendali tunggal) = 1 apabila hanya satu pemegang saham pengendali dengan pisah batas hak kontrol 20% dan 0 untuk lainnya.
14. SZ (ukuran perusahaan) = logaritma total aktiva.

HASIL EMPIRIS DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Data

Pada Tabel 1 disajikan deskripsi tentang data yang meliputi jumlah pengamatan, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, dan deviasi standar. Ada sebanyak 460 tahun pengamatan untuk tiga tahun periode data, yaitu 2001 sampai 2003. Rata-rata risiko ekspropriasi adalah 19,95 dengan nilai minimum 0,0031 dan maksimum 156,95. Variabel ini menunjukkan tingginya insentif pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi dengan dominasi kontrol yang melebihi klaim keuangan. Pada struktur kepemilikan diketahui bahwa sebanyak 91,09% pemegang saham pengendali menggunakan piramida (PYR) untuk meningkatkan kontrol. Namun data menunjukkan bahwa hanya 8,91% pemegang saham pengendali yang menggunakan lintas kepemilikan (CRO) untuk meningkatkan kontrol. Informasi ini menunjukkan

kepemilikan piramida merupakan mekanisme yang lazim ditemukan.

Pemegang saham pengendali cukup sulit untuk dilacak dan ditelusuri. Data pada Tabel 1 menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali dapat diidentifikasi paling tidak pada lapisan kepemilikan (LEV) ketiga. Bahkan sebagian di antara pemegang saham pengendali tersebut baru akan dapat diidentifikasi pada lapisan kepemilikan ketujuh. Informasi ini menunjukkan bahwa laporan keuangan tahunan tidaklah cukup untuk mengidentifikasi siapa sesungguhnya pemegang saham pengendali dalam perusahaan publik. Selain sulit mengidentifikasi dari sisi lapisan kepemilikan, struktur kepemilikan juga kompleks karena seorang pemegang saham pengendali membentuk banyak jalur kepemilikan (CAN) menuju perusahaan publik. Bahkan ada pemegang saham pengendali yang memiliki 13 jalur kepemilikan untuk mengendalikan perusahaan publik.

Tabel 1
Deskripsi Data

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
REX	460	0.0031	156.9800	19.953172	20.369919
PYR	460	0	1	0.91	0.29
CRO	460	0	1	0.0891	0.29
LEV	460	3	7	3.73	0.94
CAN	460	1	13	2.61	2.03
MAN	460	0	1	0.38	0.49
CS2	460	0	1	0.81	0.40
SZ	460	3.3012	7.7655	5.751184	0.712034

Peningkatan kontrol juga terjadi melalui keterlibatan pemegang saham pengendali dalam direksi perusahaan (MAN). Pada sebanyak 176 tahun pengamatan (38,26%) ditemukan bahwa pemegang saham pengendali meningkatkan kontrol melalui keterlibatannya dalam manajemen. Tidak hanya itu, banyak pemegang saham pengendali yang mengendalikan perusahaan publik sendirian tanpa ada

pengawasan pemegang saham pengendali kedua. Ada sebanyak 371 tahun pengamatan (80,65%) data yang menunjukkan bahwa tindakan pemegang saham pengendali (CS2) tidak dapat diawasi oleh pemegang saham pengendali lain karena tingginya dominasi kontrol pemegang saham pengendali tersebut dibandingkan pemegang saham lain.

Hasil Pengujian Hipotesis

Model empiris pengujian hipotesis cukup fit. Hal ini dilihat dari tingginya nilai F, yaitu 40,995 dan signifikan

secara statistik pada alpha 1%. Selain berdasarkan nilai F, nilai R² model ini juga cukup tinggi, yaitu 35,2%. Informasi ini terlihat pada Tabel 2 dan Tabel 3 yang disajikan berikut ini.

Tabel 2
Nilai R, R², dan Adjusted R²

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0.593	0.352	0.343	16.509777

Tabel 3
Nilai F

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	66979.067	6	11163.178	40.935	0.000
	Residual	123475.451	433	272.373		
	Total	190454.518	439			

Pada Tabel 4 disajikan koefisien, nilai t, dan signifikansi setiap variabel pengujian. Koefisien struktur kepemilikan piramida (PYR) adalah 0,311 dengan nilai t sebesar 6,415 yang signifikan secara statistik pada alpha 1%. Koefisien yang positif dan signifikan ini merupakan bukti empiris bahwa hipotesis 1 didukung. Koefisien lintas kepemilikan (CRO) adalah 0,051 dengan nilai t sebesar 1,127 tidak signifikan secara statistik. Bukti empiris ini menunjukkan bahwa hipotesis 2 tidak

didukung secara statistik. Sedikitnya jumlah tahun pengamatan yang mengindikasikan keberadaan lintas kepemilikan adalah penyebab ketidaksignifikanan ini. Dari 460 tahun pengamatan, hanya 8,91% perusahaan publik yang menggunakan lintas kepemilikan. Bukti ini menunjukkan bahwa lintas kepemilikan tidak banyak ditemukan pada struktur kepemilikan perusahaan publik di Indonesia.

Tabel 4
Nilai Koefisien Variabel

Model	Variabel	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-5.377	6.634		-0.810	0.418
	PYR	6.723	1.048	0.311	6.415	0.000
	CRO	3.669	3.255	0.051	1.127	0.260
	LEV	6.978	1.084	0.322	6.437	0.000
	CAN	2.204	0.527	0.219	4.183	0.000
	MAN	3.096	1.671	0.076	1.852	0.065
	CS2	11.268	1.876	0.232	6.008	0.000
	SZ	1.070	0.430	0.120	2.488	0.013

Hasil estimasi menunjukkan koefisien lapisan kepemilikan (LEV) dan jalur kepemilikan (CAN) konsisten dengan prediksi. Nilai koefisien lapisan kepemilikan adalah 0,322 dengan t sebesar 6,437 yang signifikan secara statistik pada alpha 1%. Koefisien jalur kepemilikan juga signifikan secara statistik pada alpha 1% dengan nilai koefisien sebesar 0,219 dan t sebesar 4,185. Bukti empiris ini menunjukkan bahwa hipotesis 3 dan hipotesis 4 didukung secara statistik. Dukungan terhadap hipotesis 3 dan 4 tersebut cukup kuat dengan tingginya nilai t dan signifikan pada alpha 1%.

Mekanisme peningkatan kontrol lain, keterlibatan pemegang saham dalam direksi (MAN) dan keberadaan pemegang saham pengendali tunggal (CS2), juga menghasilkan temuan empiris yang konsisten dengan prediksi. Keterlibatan pemegang saham pengendali dapat meningkatkan konflik keagenan melalui peningkatan risiko ekspropriasi. Koefisien variabel ini adalah 0,076 dengan nilai t sebesar 1,852 yang signifikan secara statistik pada alpha 10%. Koefisien keberadaan pemegang saham pengendali tunggal adalah 0,232 dengan nilai t sebesar 6,008 yang signifikan secara statistik pada alpha 1%. Bukti empiris ini menunjukkan dukungan empiris terhadap hipotesis 5 dan 6.

Temuan empiris juga menunjukkan bukti yang konsisten dengan teori bahwa variabel ukuran perusahaan (SZ) berdampak pada peningkatan risiko ekspropriasi. Ukuran perusahaan menggambarkan besarnya konflik keagenan yang terjadi. Perusahaan besar cenderung memiliki konflik keagenan yang besar. Konflik keagenan tersebut berbentuk ekspropriasi yang mungkin dilakukan oleh pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham minoritas. Karena konflik keagenan lebih besar pada perusahaan besar, maka pemegang saham lebih waspada akan kemungkinan ekspropriasi pada perusahaan besar.

Pembahasan Temuan Empiris

Risiko ekspropriasi merupakan masalah pokok pada saat terjadi konsentrasi hak kontrol di tangan pemegang saham pengendali. Konsentrasi hak kontrol yang tinggi, namun tidak diikuti konsentrasi hak aliran kas yang tinggi pula, menjadi insentif bagi pemegang saham pengendali untuk mendapatkan manfaat privat melalui

dominasi kontrol. Manfaat privat sepenuhnya diperoleh oleh pemegang saham pengendali. Pemegang saham lain tidak memperoleh manfaat yang sama. Di sisi lain, dampak negatif terjadinya ekspropriasi tersebut tidak dirasakan paling besar oleh pemegang saham pengendali karena pemegang saham pengendali tersebut hanya memiliki konsentrasi hak kontrol, tidak hak aliran kas.

Struktur kepemilikan, khususnya kepemilikan piramida, adalah mekanisme yang paling lazim digunakan oleh pemegang saham pengendali untuk meningkatkan manfaat privat kontrol. Dengan kepemilikan piramida, seorang pemegang saham pengendali dapat mengendalikan perusahaan tanpa harus memiliki klaim keuangan yang signifikan dalam perusahaan tersebut. Dengan kepemilikan piramida, pemegang saham pengendali dapat membentuk persentase kepemilikan yang bukan dominan dalam klaim keuangan, melainkan dominan dalam hak kontrol. Kemampuan kontrol tersebut merupakan insentif untuk melakukan ekspropriasi. Tindakan ekspropriasi sepenuhnya memberikan manfaat bagi pemegang saham pengendali, namun dampak buruk ekspropriasi akan dirasakan oleh pemegang saham lain, khususnya pemegang saham minoritas. Temuan empiris dalam penelitian ini yang menunjukkan pengaruh kepemilikan piramida terhadap peningkatan risiko ekspropriasi konsisten dengan temuan Yeh, Ko, dan Su (2003).

Pemegang saham pengendali tidaklah mudah diidentifikasi, apalagi hanya mengandalkan informasi dalam laporan keuangan tahunan. Data empiris menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali paling cepat dapat diidentifikasi pada lapisan kepemilikan ketiga. Hal ini menunjukkan bahwa ada berbagai kepemilikan intermediet antara pemegang saham pengendali dengan pemilik ultimat. Informasi rantai kepemilikan seperti ini tidak ditemukan dalam laporan keuangan. Bukti empiris menunjukkan bahwa banyaknya lapisan kepemilikan menyebabkan semakin tingginya risiko ekspropriasi. Temuan ini konsisten dengan Lang, Low, dan So (2003). Semakin tinggi lapisan kepemilikan, semakin jauh dampak ekspropriasi yang dirasakan oleh pemegang saham pengendali. Pada saat dampak negatif ekspropriasi tidak dirasakan, dominasi kontrol pemegang saham pengendali akan semakin menjadi insentif untuk melakukan ekspropriasi.

Sejalan dengan lapisan kepemilikan, jalur kepemilikan juga menunjukkan kekomplekan struktur kepemilikan dan susahnya mengidentifikasi pemegang saham pengendali. Banyaknya jalur kepemilikan menggambarkan banyaknya cara yang dilakukan pemegang saham pengendali untuk memperoleh dominasi kontrol pada perusahaan publik. Semakin banyak jalur kepemilikan, semakin kecil dampak ekspropriasi yang akan dirasakan oleh pemegang saham pengendali karena klaim keuangan di setiap jalur tersebut adalah kecil. Sebaliknya, dominasi kontrol dalam setiap jalur kepemilikan semakin meningkatkan dominasi kontrol pada perusahaan publik. Apabila risiko ekspropriasi benar-benar nyata, maka dampak risiko ekspropriasi tersebut terhadap pemegang saham pengendali akan kecil. Di sisi lain, sepenuhnya manfaat ekspropriasi akan diperoleh oleh pemegang saham pengendali.

Konflik keagenan semakin besar antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas apabila pemegang saham pengendali juga bagian dari direksi perusahaan. Namanya pemegang saham pengendali berarti sudah memiliki dominasi kontrol pada perusahaan. Dominasi kontrol itu sendiri masih ditingkatkan melalui keterlibatan dalam manajemen. Keterlibatan seperti ini menjadikan pemegang saham pengendali tidak hanya mampu mempengaruhi kebijakan perusahaan yang dibuat oleh manajemen, melainkan sudah bagian dari manajemen itu sendiri yang lebih leluasa membuat kebijakan yang menguntungkan dirinya sendiri. Yeh (2003) menemukan bukti empiris yang konsisten dengan temuan ini bahwa partisipasi pemegang saham pengendali dalam manajemen berpengaruh positif terhadap peningkatan kemungkinan terjadinya ekspropriasi.

Dengan menggunakan pisah batas dominasi hak kontrol 20%, banyak perusahaan publik dikendalikan oleh satu pemegang saham pengendali saja. Apabila dalam perusahaan hanya ada satu pemegang saham pengendali, maka tidak ada pemegang saham lain yang mampu secara signifikan membatasi tindakan pemegang saham pengendali tersebut untuk tidak melakukan ekspropriasi. Karena tidak ada yang mampu mengawasi secara signifikan, maka pemegang saham pengendali semakin memiliki insentif untuk melakukan

ekspropriasi. Dalam kondisi kepemilikan seperti ini, pemegang saham lain tidak mampu melakukan banyak hal karena dominasi kontrol berada di tangan pemegang saham pengendali. Dominasi kontrol yang tinggi ini semakin diperparah dengan tidak adanya dominasi kontrol kedua dalam perusahaan yang signifikan membatasi tindakan ekspropriasi pemegang saham pengendali pertama.

PENUTUP

Ekspropriasi merupakan sarana yang digunakan oleh pemegang saham pengendali untuk mendapatkan manfaat privat melalui dominasi kontrol dalam perusahaan. Dominasi kontrol terjadi pada saat kepemilikan terkonsentrasi, karena itu risiko ekspropriasi muncul pada saat terjadi pemisahan hak kontrol dari hak aliran kas dalam kondisi kepemilikan terkonsentrasi. Struktur kepemilikan piramida, banyaknya lapisan dan jalur kepemilikan, keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen, dan keberadaan pemegang saham pengendali tunggal berkontribusi signifikan terhadap peningkatan risiko ekspropriasi.

Implikasi penting dari temuan empiris ini adalah perlunya informasi tentang struktur kepemilikan yang komprehensif dimiliki oleh investor. Temuan empiris menunjukkan bahwa struktur kepemilikan potensial menjadi sumber konflik keagenan, khususnya konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Pemberian informasi yang komprehensif tentang struktur kepemilikan memungkinkan investor mampu mengidentifikasi pemegang saham pengendali, mengidentifikasi bentuk kepemilikan, lapisan dan jalur kepemilikan, keterlibatan dalam manajemen, dan dominasi kontrol yang tidak dapat diawasi oleh pemegang saham lain. Berbagai informasi tersebut dapat digunakan oleh investor untuk menilai seberapa besar potensi konflik keagenan yang terjadi.

Penelitian ini terbatas pada pengidentifikasian faktor-faktor yang signifikan meningkatkan risiko ekspropriasi. Implikasi kebijakan yang ditimbulkan oleh ekspropriasi tersebut tidak diuji dalam penelitian ini. Implikasi kebijakan risiko ekspropriasi bisa dikaji melalui

dividen, utang, dan investasi. Sebagai contoh, pengujian terhadap dividen bisa memberikan bukti empiris apakah peningkatan hak kontrol dari hak aliran kas berdampak terhadap penurunan dividen. Dengan dominasi kontrol tersebut, pemegang saham pengendali lebih tertarik memanfaatkan sumber daya perusahaan untuk ekspropriasi daripada membagikannya dalam bentuk dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Berle, Adolph dan Means, Gardiner (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan, New York, N.Y.
- Claessens, Stijin; Djankov, Simeon; Fan, Joseph; dan Lang, Larry (2000). "Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. Policy Research Working Paper 2088, The World Bank.
- Claessens, Stijin; Djankov, Simeon; dan Lang, Larry H.P. (2000). "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations." *Journal of Financial Economics*. Vol. 58: 81-112.
- Claessens, Stijin; Djankov, Simeon; Fan, Joseph P.H.; dan Lang, Larry H.P. (2002). "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings." *Journal of Finance*. Vol. 57, No. 6: 2741-1771.
- Du, Julan dan Dai, Yi (2005). "Ultimate Corporate Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from East Asian Economies." *Corporate Governance*. Vol. 13, No. 1: 60-71.
- Dyck, Alexander dan Zingales, Luigi (2002). "Privat Benefits of Control: An International Comparison. NBER Working Paper No. 8711.
- Faccio, Mara; Lang, Larry H.P.; dan Young, Leslie (2001). "Dividends and Expropriation." *American Economic Review*. Vol. 91, No. 1: 55-79.
- Faccio, Mara dan Lang, Larry H.P. (2002). "The Ultimate Ownership of Western European Corporations." *Journal of Financial Economics*. Vol. 65: 365-395.
- Faccio, Mara; Lang, Larry H.P.; dan Young, Leslie (2003). "Debt and Expropriation." Working Paper of Chinese University of Hongkong.

- Gilson, Ronald J. dan Gordon, Jeffrey N. (2003). "Controlling Controlling Shareholders." Columbia Law School Working Paper No. 228.
- Gugler, Klaus dan Yurtoglu, Burcin (2003). "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany." *European Economic Review*. No. 47: 731-758.
- Jensen, Michael C. dan Meckling, William H. (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, Faccio dan Langorencio; Shleifer, Andrei (1999). "Corporate Ownership Around the World." *Journal of Finance*. Vol. 54, No. 2: 471-517.
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Faccio dan Langorencio; Shleifer, Andrei; dan Vishny, Robert (2000). "Agency Problems and Dividend Policies Around the World." *Journal of Finance*. Vol. 55: 1-33.
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Faccio dan Langorencio; Shleifer, Andrei; dan Vishny, Robert (2002). "Investor Protection and Corporate Valuation." *Journal of Finance*. Vol. 57, No. 3: 3-27.
- Lang, Larry H.P; Low, C.K.; So, Raymond W. (2003). "Economic Analysis Co-Relating the Performance of Listed Companies with Their Shareholders' Profile." Working Paper of Chinese University of Hong Kong.
- Lins, Karl V. (2003). "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets." *Journal of Financial and Quantitative analysis*. Vol 38, No. 1: 159-184.
- Yeh, Yin-Hua (2003). "Corporate Ownership and Control: New Evidence from Taiwan." *Corporate Ownership & Control*. Vol. 1, No. 1: 87-101.
- Yeh, Yin-Hua; Ko, Chen-En; dan Su, Yu-Hui (2003). "Ultimate Control and Expropriation of Minority Shareholders: New Evidence from Taiwan." *Academia Economic Papers*. Vol. 31, No. 3: 263-299.
- Yurtoglu, B. Burcin (2003). "Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey." *Corporate Ownership & Control*. Vol. 1, No. 1: 72-86.
- Zhang, Rongrong (2005). "The Effects of Firm and Country Level Governance Mechanisms on Dividend Policy, Cash Holding, and Firm Value: A Cross Country Study." Working Paper of The University of Tennessee.