

UTANG DAN DIVERGENSI HAK KONTROL DARI HAK ALIRAN KAS

Baldric Siregar

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN Yogyakarta
Jalan Seturan Yogyakarta 55281
Telepon +62 274 486160, 486321, Fax. +62 274 486155
E-mail: siregar@accountant.com

ABSTRACT

This paper examines the leverage of firms with agency problems associated with the divergence in the controlling shareholders' control and cash-flow rights. Previous studies suggest that, when control rights separated from cash flow rights, debt can serve as a mechanism allowing controlling shareholders to exploit minority shareholders. Based on the collected sample of listed firms traded in the Indonesia Stock Exchanges, the paper examines the issue. In this study, be found that firms with higher divergence in control and cash-flow rights use significantly more debt financing. Moreover, controlling shareholders who have the divergence and participate in management as well tend to use more leverage to expropriate other shareholders.

Keywords: expropriation, leverage, controlling shareholder, ultimate ownership, immediate ownership, cash flow rights, control rights, cash flow right leverage

PENDAHULUAN

Teori keagenan awal, misalnya yang dikembangkan oleh Berle dan Means (1932), mendasarkan pada asumsi bahwa kepemilikan perusahaan publik tersebar. Pada perusahaan dengan kepemilikan tersebar, kontrol berada di tangan manajer. Pemegang saham, secara individual, tidak mampu secara efektif mengendalikan manajer. Masalah keagenan dalam kondisi kepemilikan

tersebar ini adalah konflik antara pemegang saham dengan manajer (Jensen dan Meckling, 1976). Akan tetapi, fenomena kepemilikan tersebar tidak terdapat di semua negara. Di hampir semua negara di dunia terdapat fenomena kepemilikan terkonsentrasi di tangan pemegang saham pengendali (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000a; Faccio dan Lang, 2002. Lebih lanjut lagi, konsentrasi kepemilikan ini tidak dilakukan melalui kepemilikan langsung melainkan melalui kepemilikan piramida. Kepemilikan pramida adalah kepemilikan terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain. Dalam kepemilikan piramida terdapat lapisan-lapisan kepemilikan sehingga sulit mengidentifikasi siapa sesungguhnya pemilik paling akhir sebuah perusahaan.

Pada perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi, apalagi konsentrasi kepemilikan yang dilakukan secara tidak langsung, terdapat pemegang saham besar yang mampu mengendalikan perusahaan. Pemegang saham besar ini disebut pemegang saham pengendali karena mampu mengendalikan kebijakan pokok dan aktivitas operasi perusahaan. Bahkan manajer perusahaan merupakan bagian dari pemegang saham pengendali itu sendiri. Pemegang saham pengendali dapat mengendalikan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi dan mengorbankan kepentingan pemegang saham non-pengendali. Oleh karena itu, konflik keagenan pokok dalam kepemilikan terkonsentrasi adalah konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham non-pengendali. Konflik ini muncul karena adanya potensi pemegang saham pengendali untuk

mendapatkan manfaat privat melalui ekspropriasi.¹

Pemegang saham pengendali yang mengendalikan perusahaan melalui kepemilikan piramida, memiliki hak kontrol yang mungkin tidak sama dengan hak aliran kas.² Divergensi ini muncul karena pemegang saham pengendali memiliki perusahaan melalui perusahaan lain sehingga kepemilikannya terhadap suatu perusahaan semakin kecil dengan berlapis-lapisnya kepemilikan sementara kemampuannya mengendalikan perusahaan tetap besar karena diwakili oleh orang yang sama atau bagian dari keluarga. Hak aliran kas menggambarkan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk mengendalikan perusahaan dengan baik. Sebaliknya, hak kontrol menggambarkan potensi bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi. Penelitian ini bermaksud untuk mengkaji sejauh mana implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak aliran kas adalah perkalian persentase kepemilikan pemegang saham dalam setiap jalur kepemilikan. Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak kontrol adalah kepemilikan minimum pemegang saham dalam setiap jalur kepemilikan. Dalam kepemilikan piramida, kedua hak ini dapat berbeda dan perbedaan tersebut dinamai *leverage* hak aliran kas. Apabila terdapat *leverage* hak aliran kas, pemegang saham pengendali dapat mengendalikan sebuah perusahaan lebih besar dari kepemilikannya terhadap perusahaan tersebut.

Sebagai ilustrasi, Bambang adalah pemilik PT A sebesar 50%. Selanjutnya PT A memiliki PT B sebesar 40%. Kemudian PT B memiliki PT C sebanyak 30%. Hak aliran kas Bambang adalah 50% di PT A, 20% (50%

x 40%) di PT B, 6% (50% x 40% x 30%) di PT C. Hak kontrol Bambang adalah 50% di PT A, 40% (minimum antara 50% dan 40%) di PT B, 30% (minimum antara 50%, 40%, dan 30%) di PT C. Kepemilikan Bambang di PT C adalah 6% (dicerminkan oleh hak aliran kas), sementara kemampuan Bambang mengendalikan PT C adalah 30% (dicerminkan oleh hak kontrol). Divergensi hak kontrol dari hak aliran kas sebesar 24% (30% - 6%) menggambarkan *leverage* hak aliran kas. Semakin besar divergensi ini, maka semakin besar potensi pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi untuk mendapatkan manfaat privat. Manfaat privat ini diperoleh oleh pemegang saham pengendali sepenuhnya sementara dampak negatif dari ekspropriasi tersebut hanya ditanggung sebesar kepemilikannya.

Implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap utang dilakukan oleh berbagai studi, misalnya Faccio *et al.* (2003), Boubaker (2003), Bunkanwanicha *et al.*, (2003), Yeh (2003), Harvey *et al.* (2004), serta Du dan Dai (2005). Pada dasarnya ada dua argumen tentang implikasi konsentrasi kepemilikan terhadap utang perusahaan. Argumen pertama adalah bahwa konsentrasi kepemilikan berdampak pada semakin kecilnya utang perusahaan. Apabila kepemilikan terkonsentrasi, perusahaan semakin tidak mengandalkan utang karena takut risiko kebangkrutan sehingga pendanaan melalui utang bukanlah pilihan utama. Ketakutan ini muncul karena apabila risiko kebangkrutan menjadi nyata, maka pemegang saham pengendali merupakan pihak yang paling merasakan dampak buruk kebangkrutan tersebut. Temuan Du dan Dai (2005) sejalan dengan argumen ini, yaitu pemegang saham pengendali berusaha mengendalikan perusahaan agar utang tidak terlalu besar untuk menghindari risiko kebangkrutan. Argumen ini sejalan dengan konsentrasi kepemilikan apabila konsentrasi yang ada di tangan pemegang saham pengendali adalah konsentrasi hak aliran kas.

Argumen kedua adalah bahwa konsentrasi kepemilikan berimplikasi pada utang perusahaan yang

¹ Ekspropriasi (*expropriation*) adalah proses penggunaan kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000b).

² 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. Deviasi hak aliran kas dari hak kontrol dinamai *cash flow right leverage* (La Porta *et al.*, 1999).

besar. Apabila konsentrasi kepemilikan ada di tangan pemegang saham pengendali, maka pemegang saham pengendali tertarik untuk melakukan pendanaan melalui utang untuk mempertahankan kontrolnya di perusahaan. Kontrol dapat digunakan untuk memperoleh manfaat privat melalui ekspropriasi. Karena kontrol menghasilkan manfaat privat, pemegang saham pengendali tertarik untuk mempertahankan kontrol yang dimilikinya. Dengan pendanaan melalui utang, kontrol pemegang saham pengendali tidak akan terdilusi. Pemegang saham pengendali dapat mempertahankan kontrol sementara pendanaan perusahaan tetap terpenuhi. Motivasi pemegang saham pengendali untuk tetap mempertahankan kontrol semakin tinggi apabila semakin besar deviasi antara hak kontrol dari hak aliran kas. Sejalan dengan pernyataan Faccio *et al.* (2003), argumen ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali menggunakan utang sebagai mekanisme untuk melakukan ekspropriasi. Argumen mempertahankan kontrol melalui pendanaan utang juga konsisten dengan pernyataan Shleifer dan Vishny (1997), Harvey *et al.* (2004), serta Du dan Dai (2005).

Faccio *et al.* (2003) menguji divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap utang dengan menggunakan data kepemilikan perusahaan Eropa dan Asia. Faccio *et al.* (2003) berargumen bahwa peran utang dalam tata kelola perusahaan tergantung pada struktur kepemilikan dan kontrol dalam perusahaan. Apabila kepemilikan perusahaan tersebar, utang membatasi ekspropriasi. Sebaliknya, apabila kepemilikan perusahaan terkonsentrasi, utang dapat memfasilitasi terjadinya ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali. Pada saat kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham pengendali mampu secara efektif mempengaruhi kebijakan perusahaan, salah satunya kebijakan pendanaan.

Faccio *et al.* (2003) mengkaji kemungkinan terjadinya ekspropriasi berdasarkan dua isu, yaitu apakah utang membatasi atau memfasilitasi ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali serta apakah keputusan utang didominasi oleh pemegang saham pengendali atau pemasok dana eksternal. Isu pertama terkait dengan pengkajian pertama terkait dengan sejauh mana implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap kebijakan utang perusahaan. Pada isu ini, pengkajian dilakukan pada kondisi apa perusahaan memiliki utang lebih besar. Isu kedua terkait

dengan efektivitas institusi pasar modal. Karakteristik pasar modal yang efektif adalah adanya transparansi dan perlindungan hukum terhadap pemegang saham dan investor. Apabila transparansi tinggi, misalnya rantai kepemilikan dan pemegang saham pengendali dapat diidentifikasi dengan baik, maka pelaku pasar dapat mengantisipasi potensi risiko ekspropriasi yang terjadi. Lebih lanjut, apabila perlindungan hukum baik, pemegang saham non-pengendali dan kreditor lebih waspada dan mampu menekan pemegang saham pengendali untuk tidak melakukan ekspropriasi.

Bukti empiris yang ditemukan oleh Faccio *et al.* (2003) adalah divergensi hak kontrol dari hak aliran kas merupakan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi melalui utang. Afiliasi perusahaan terhadap grup bisnis berimplikasi pada pendanaan utang yang besar. Selain itu, semakin tidak efektif pasar modal semakin besar kemungkinan ekspropriasi. Divergensi hak kontrol dari hak aliran kas berimplikasi pada ekspropriasi. Ketidakefektifan pasar modal juga berimplikasi pada terjadinya ekspropriasi. Faccio *et al.* (2003) menyimpulkan bahwa, baik di Eropa maupun di Asia, utang dapat memfasilitasi terjadinya ekspropriasi.

Pada studi Harvey *et al.* (2004) diformulasi masalah keagenan yang ekstrim yang ditunjukkan oleh besarnya divergensi hak kontrol dari hak aliran kas. Semakin besar divergensi hak kontrol dari hak aliran kas maka semakin ekstrim masalah keagenan, sebaliknya semakin kecil divergensi hak kontrol dari hak aliran kas semakin tidak ekstrim masalah keagenan. Harvey *et al.* (2004) mencoba mengkaji apakah utang merupakan mekanisme tata kelola dalam perusahaan yang memiliki masalah keagenan ekstrim. Harvey *et al.* (2004) sengaja menggunakan sampel perusahaan di negara berkembang karena konteks kepemilikan di negara berkembang cocok dijadikan untuk mencari jawaban tentang kemungkinan ekspropriasi melalui utang. Studi Harvey *et al.* (2004) membuktikan bahwa utang dapat memitigasi penurunan nilai perusahaan karena adanya divergensi hak kontrol dari hak aliran kas. Hal ini ditunjukkan dengan terdapatnya hubungan positif antara utang dengan nilai perusahaan. Ekspropriasi melalui utang berdampak bagi nilai perusahaan.

Konsentrasi kepemilikan pada perusahaan di Amerika Serikat sangat kecil. Karena konsentrasi

kepemilikan rendah, maka penelitian tentang divergensi hak kontrol dari hak aliran kas dengan menggunakan data Amerika Serikat tidak dapat dilakukan karena selisih antara kedua hak relatif tidak ada. Fenomena konsentrasi kepemilikan di Asia menjadi daya tarik tersendiri bagi Du dan Dai (2005) untuk menguji tentang implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap utang. Ketertarikan ini juga muncul karena fenomena penyimpangan dari ungkapan “satu saham satu suara” yang terjadi karena hak kontrol melebihi hak aliran kas.

Du dan Dai (2005) menguji implikasi divergensi hak kontrol dari hak aliran kas terhadap kebijakan utang perusahaan. Du dan Dai (2005) berargumen bahwa implikasi konsentrasi kepemilikan terhadap utang tergantung pada motif pemegang saham pengendali. Apabila motif pemegang saham pengendali adalah non-dilusi, kebijakan utang bertujuan untuk mempertahankan hak kontrol pemegang saham pengendali dalam perusahaan. Perusahaan akan mencari dana dari utang untuk agar kontrol pemegang saham pengendali dapat dipertahankan. Motif non-dilusi muncul pada saat konsentrasi yang terjadi adalah konsentrasi hak kontrol dan terjadi divergensi antara hak kontrol dari hak aliran kas. Apabila motif pemegang saham pengendali adalah motif menghindari risiko kebangkrutan, maka utang bukan sumber pendanaan andalan. Dengan motif ini, pemegang saham pengendali tidak tertarik untuk membuat utang perusahaan tinggi karena hal ini berdampak pada semakin tingginya risiko kebangkrutan. Motif menghindari risiko kebangkrutan ini muncul ketika konsentrasi hak aliran kas. Bukti empiris yang ditemukan oleh Du dan Dai (2005) adalah utang lebih kecil apabila terjadi konsentrasi hak aliran kas dan utang lebih besar apabila terdapat divergensi antara hak kontrol dari hak aliran kas.

Hak yang terkonsentrasi di tangan pemegang saham pengendali dapat merupakan hak aliran kas. 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. Oleh karena itu, semakin besar hak aliran kas, semakin besar usaha pemegang saham pengendali untuk menghadapi kemungkinan terjadinya risiko kebangkrutan karena bertambahnya utang. Akan tetapi,

hak kontrol menunjukkan besarnya insentif pemegang saham pengendali untuk mendapatkan manfaat privat. Karena hak kontrol menghasilkan manfaat privat, pemegang saham pengendali termotivasi untuk mempertahankan (non-dilusi) hak kontrolnya. Utang merupakan sarana agar hak kontrol pemegang saham pengendali tidak terdilusi. Divergensi hak kontrol dari hak aliran kas menunjukkan terjadinya mekanisme peningkatan hak kontrol melebihi hak aliran kas. Peningkatan hak kontrol melebihi hak aliran kas 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. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H1a: Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas lebih besar daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas lebih kecil.

H1b: Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak kontrol lebih kecil daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak kontrol lebih besar.

H1c: Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang tidak memiliki *leverage* hak aliran kas daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas.

Apabila hak kontrol sama dengan hak aliran kas maka tidak terdapat divergensi. Namun apabila hak kontrol berbeda dari hak aliran kas maka muncul insentif untuk melakukan ekspropriasi. Insentif untuk melakukan ekspropriasi ini semakin besar apabila hak kontrol semakin jauh dari hak aliran kas. Insentif untuk melakukan ekspropriasi juga semakin besar apabila pemegang saham pengendali juga terlibat dalam manajemen. Dengan keterlibatan dalam manajemen, pemegang saham pengendali semakin leluasa untuk melakukan ekspropriasi. Selain itu, tindakan

ekspropriasi juga semakin tidak terbatas apabila tidak ada pemegang saham pengendali besar lainnya dalam perusahaan. Ketidakhadiran pemegang saham besar kedua menyebabkan tidak ada tekanan yang memadai terhadap pemegang saham pengendali dari pemegang saham lainnya. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H2a: Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas lebih kecil daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas lebih besar.

H2b: Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan tidak terlibat dalam manajemen daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas tetapi terlibat dalam manajemen.

H2c: Utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan tidak ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan.

Data yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini meliputi total utang, total aset, dan persentase kepemilikan. Data tersebut diambil dari perusahaan yang terdaftar di BEI pada periode enam tahun mulai dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2005. Data utang, aset, dan kepemilikan imediat (kepemilikan langsung) diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan, sedangkan data kepemilikan ultimat (kepemilikan tidak langsung) diperoleh dari Kementerian Keuangan RI, *website* perusahaan, dan Osiris.

Variabel utama penelitian adalah LEV (utang). Utang merupakan kewajiban perusahaan yang akan dipenuhi dengan mentransfer aset 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). Variabel utang diuji dengan uji beda. Uji beda dilakukan berdasarkan enam klasifikasi, yaitu besar kecilnya hak aliran kas pemegang saham pengendali, besar kecilnya hak kontrol pemegang saham pengendali, keberadaan *leverage* hak aliran kas, besar kecilnya *leverage* hak aliran kas pemegang saham pengendali, keterlibatan pemegang saham pengendali pada saat pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas dalam manajemen, serta keberadaan pemegang saham pengendali kedua pada saat pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas.

Tabel 1
Kaitan antara Hipotesis Penelitian dan Nilai Utang

	Hipotesis	Utang Lebih Kecil	Utang Lebih Besar
H1a	Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Lebih Besar	Lebih Kecil
H1b	Hak Kontrol Pemegang Saham Pengendali	Lebih Kecil	Lebih Besar
H1c	<i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Tidak Ada	Ada
H2a	<i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Lebih Kecil	Lebih Besar
H2b	Ada <i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Pemegang Saham Pengendali tidak Terlibat dalam Manajemen	Pemegang Saham Pengendali Terlibat dalam Manajemen
H2c	Ada <i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Ada Pemegang Saham Pengendali Kedua	Tidak Ada Pemegang Saham Pengendali Kedua

Hak aliran kas (CFR) merupakan 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) merupakan hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Sejalan dengan La Porta *et al.* (1999), Ikatan Akuntan Indonesia (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, sedangkan *leverage* hak aliran kas (CFRL) merupakan deviasi hak aliran kas dari hak kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham dengan menggunakan berbagai mekanisme kepemilikan. *Leverage* hak aliran kas = hak kontrol – hak aliran kas. Pengukuran ini mengacu pada La Porta *et al.* (2002) dan Claessens *et al.* (2002).

Peneliti membagi sampel menjadi dua bagian untuk menentukan besar kecilnya hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas. Khusus terhadap klasifikasi *leverage* hak aliran kas, peneliti hanya menggunakan sampel yang pemegang saham pengendalinya memiliki *leverage* hak aliran kas. Sebanyak 50% dari sampel dengan hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas tertinggi dikategorikan sebagai hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas yang besar. Sebaliknya, sebanyak 50% dari sampel yang pemegang saham pengendalinya memiliki hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas terendah dikategorikan sebagai hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas yang kecil.

Klasifikasi keberadaan *leverage* hak aliran kas ditentukan berdasarkan perbandingan antara hak kontrol dengan hak aliran kas. Apabila hak kontrol lebih besar dari hak aliran kas, maka dikategorikan bahwa

terdapat *leverage* hak aliran kas. Sebaliknya, apabila hak kontrol tidak melebihi hak aliran kas, maka dikategorikan bahwa tidak terdapat *leverage* hak aliran kas. Peneliti menentukan keterlibatan pemegang saham pengendali pada manajemen apabila pemegang saham pengendali tercatat sebagai direksi. Keberadaan pemegang saham pengendali kedua ditentukan apabila ada pemegang saham besar lainnya di perusahaan pada pisah batas hak kontrol 20% yang telah ditentukan.

Peneliti menggunakan pisah batas hak kontrol 20% untuk mengklasifikasi apakah kepemilikan dalam perusahaan tersebar atau terkonsentrasi. Pisah batas hak kontrol 20% cukup beralasan karena beberapa sebelumnya membuktikan bahwa cukup efektif dengan 20% (La Porta *et al.*, 2002; Claessens *et al.*, 2000b). Pemegang saham pengendali dinyatakan sebagai pemegang saham pengendali apabila memiliki hak kontrol 20% atau lebih. Pemegang saham pengendali meliputi keluarga, pemerintah, institusi keuangan dengan kepemilikan luas, perusahaan dengan kepemilikan luas, dan pemegang saham pengendali lainnya. Pemegang saham pengendali lain dapat meliputi investor asing, koperasi, dan karyawan. Peneliti menggunakan kesamaan nama belakang, hubungan perkawinan, dan kesamaan alamat rumah untuk mengidentifikasi satu kesatuan pemegang saham pengendali keluarga.

Hipotesis penelitian diuji dengan *t-test* untuk mencari bukti empiris apakah terdapat perbedaan rerata utang berdasarkan kategori yang ditentukan. Uji beda rerata adalah metode yang digunakan untuk menguji kesamaan rerata dari dua populasi yang bersifat independen. Karena sampel penelitian adalah sampel yang independen, maka uji beda rerata yang digunakan adalah *t-test* untuk sampel independen. Formula dalam uji beda rerata *t-test* ditentukan sebagai berikut:

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sqrt{\frac{S_{x_1}^2}{n_1} + \frac{S_{x_2}^2}{n_2}}}$$

P-value digunakan sebagai dasar untuk menarik simpulan secara statistis. Rumusan hipotesis adalah $H_0; \mu_1 = \mu_2$ dan $H_a; \mu_1 < \mu_2$. Apabila *p-value* lebih besar

dari alpha 10%, maka hipotesis nol ($H_0; \mu_1 = \mu_2$) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan rerata dividen diterima. Sebaliknya, apabila p-value lebih kecil dari alpha 10%, maka hipotesis nol yang menyatakan tidak terdapat perbedaan rerata dividen ditolak.

HASIL PENELITIAN

Deskripsi variabel penelitian disajikan pada Tabel 2. Pada peraga tersebut terlihat bahwa perusahaan di Indonesia, pada periode penelitian, memiliki rerata utang 65,82% dibandingkan dengan total aset perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa banyak perusahaan di Indonesia yang mengandalkan pendanaan melalui utang. Bahkan ada perusahaan yang memiliki utang hampir sama dengan aset perusahaan. Besarnya utang ini terkait dengan dampak krisis ekonomi yang menyebabkan utang perusahaan membengkak karena peningkatan kurs valuta asing pada awal tahun 2000an. Selain tentang tingginya utang, besarnya *leverage* hak aliran kas juga merupakan indikator penting yang menggambarkan struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia. *Leverage* hak aliran kas yang memiliki nilai rerata sebesar 11,29% menunjukkan bahwa umumnya pemegang saham pengendali mengendalikan perusahaan dengan hak kontrol lebih besar daripada hak aliran kas yang dimiliki pemegang saham pengendali tersebut. Angka ini mendukung fenomena yang terjadi bahwa struktur kepemilikan di Indonesia bersifat piramida. Kepemilikan piramida menggambarkan kepemilikan tidak langsung seseorang terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lainnya.

Hasil pengujian hipotesis disajikan di Tabel 3.

Hipotesis 1a memprediksi bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas lebih besar daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas lebih kecil. Bukti empiris menunjukkan bahwa ada perbedaan rerata utang antara perusahaan dengan hak aliran kas besar dan perusahaan dengan hak aliran kas kecil. Perbedaan utang tersebut terbukti signifikan secara statistis. Namun temuan empiris ini terbalik dari prediksi dalam hipotesis. Utang justru lebih kecil pada saat pemegang saham pengendali perusahaan memiliki hak aliran kas lebih kecil. Karena arahnya berlawanan, maka dapat dikatakan bahwa hipotesis 1a tidak didukung secara empiris.

Prediksi dalam hipotesis 1b adalah bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak kontrol lebih kecil daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak kontrol lebih besar. Bukti empiris menunjukkan bahwa rerata utang perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali dengan hak kontrol kecil memang memiliki utang lebih kecil daripada rerata utang perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali dengan hak kontrol besar. Namun perbedaan rerata utang ini tidak signifikan secara statistis. Walaupun arah matematika rerata utang sejalan dengan prediksi dalam hipotesis, namun karena perbedaan utang tidak signifikan, maka hipotesis 1b tidak didukung.

Pada hipotesis 1c dinyatakan bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang tidak memiliki *le-*

Tabel 2
Statistik Deskriptif

Variabel	LEV	CFR	CR	CFRL	MAN	CS2
Rerata	65.82	49.63	60.85	11.29	0.34	0.13
Minimum	10.00	0.39	20.55	0.00	0.00	0.00
Maksimum	99.98	99.36	99.87	79.71	1.00	1.00
<i>Standard Deviasi</i>	24.30	22.66	19.27	15.91	0.47	0.34
N	1230	1230	1230	1230	1230	1230

Sumber: Data penelitian. Diolah.

Tabel 3
Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Rerata Utang	Signifikansi	Keterangan
H1a	CFL – Lebih Besar	67.78%	Tidak Sesuai Prediksi
	CFR – Lebih Kecil	63.86%	
H1b	CR – Lebih Kecil	65.28%	Tidak Sesuai Prediksi
	CR – Lebih Besar	66.36%	
H1c	CFRL – Tidak Ada	63.91%	Tidak Sesuai Prediksi
	CFRL – Ada	67.14%	
H2a	CFRL – Lebih Kecil	66.57%	Sesuai Prediksi
	CFRL – Lebih Besar	67.70%	
H2b	CFRL – Non Manajemen	60.95%	Sesuai Prediksi
	CFRL – Manajemen	72.33%	
H2c	CFRL – Ada CS2	67.79%	Tidak Sesuai Prediksi
	CFRL – Tidak Ada CS2	64.78%	

Sumber: Rangkuman hasil pengujian hipotesis.

verage hak aliran kas daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas. Data mendukung pernyataan bahwa utang perusahaan lebih kecil apabila pemegang saham pengendali memiliki perusahaan secara langsung dibandingkan apabila pemegang saham pengendali memiliki perusahaan secara tidak langsung. Walaupun rerata utang berbeda secara matematis, perbedaan rerata utang ini tidak signifikan secara statistis. Dengan demikian, dapat dinyatakan bahwa hipotesis 1c tidak didukung secara empiris.

Seperti diprediksi dalam hipotesis 2a, utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas lebih kecil daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas lebih besar. Adanya *leverage* hak aliran kas menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali mengendalikan suatu perusahaan melalui kepemilikan tidak langsung. Semakin tinggi rangkaian kepemilikan tidak langsung menyebabkan semakin besarnya *leverage* hak aliran kas. Bukti empiris mendukung pernyataan bahwa *leverage* hak aliran kas yang besar menyebabkan pemegang saham pengendali semakin mengandalkan pendanaan melalui utang.

Sama dengan hipotesis 2a, hipotesis 2b juga didukung secara empiris. Pada hipotesis 2b dinyatakan bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang

dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan tidak terlibat dalam manajemen daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas tetapi terlibat dalam manajemen. Pada saat memiliki *leverage* hak aliran kas dan juga terlibat dalam manajemen, pemegang saham pengendali semakin tidak khawatir dengan pendanaan melalui utang yang besar karena risiko kebangkrutan tidak ditanggungnya proporsional dengan kepemilikannya.

Prediksi dalam hipotesis 2c tidak didukung sepenuhnya. Peneliti memprediksi bahwa utang lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan tidak ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan. Prediksi ini didasarkan pada argumen bahwa pemegang saham pengendali tunggal, tanpa pengawasan dari pemegang saham besar lainnya, semakin mampu mengeskpropriasi pemegang saham non- pengendali melalui utang. Memang secara empiris terbukti bahwa ada perbedaan rerata utang antara perusahaan dengan pemegang saham pengendali tunggal dengan utang perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali kedua. Namun arah perbedaan tersebut berlawanan sehingga

prediksi dalam hipotesis ini tidak terdukung.

PEMBAHASAN

Tindakan ekspropriasi pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham non-pengendali terjadi dengan tujuan untuk memperoleh manfaat privat bagi pemegang saham pengendali. Tindakan ekspropriasi ini dapat dilakukan melalui kebijakan utang. Pada saat seorang pemegang saham pengendali mampu mengendalikan perusahaan dengan kepemilikan yang lebih rendah dari kemampuannya mengendalikan perusahaan tersebut, ia memiliki insentif untuk melakukan tindakan ekspropriasi melalui utang. Insentif ini muncul karena risiko kebangkrutan yang ditanggung oleh pemegang saham pengendali tidak sebesar kepemilikannya. Pada saat kepemilikan seorang pemegang saham pengendali lebih kecil dari kemampuannya mengendalikan perusahaan, pemegang saham pengendali tersebut terdorong untuk mengabdikan pendanaan utang karena ia tidak menanggung lebih besar dampak dari tindakannya apabila risiko kebangkrutan benar-benar terjadi.

Indikasi tindakan ekspropriasi dikaji berdasarkan analisis terhadap hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas pemegang saham pengendali. Indikasi tindakan ekspropriasi juga dikaji berdasarkan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen dan keberadaan pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan. Tindakan ekspropriasi diimplikasikan terjadi apabila utang lebih besar pada saat hak aliran kas lebih kecil, hak kontrol lebih besar, ada *leverage* hak aliran kas, dan *leverage* hak aliran kas lebih besar. Tindakan ekspropriasi juga diimplikasikan terjadi apabila utang lebih besar pada saat pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas dan sekaligus pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen serta tidak ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan.

Bukti empiris tidak mendukung dugaan bahwa utang lebih besar pada saat pemegang saham pengendali memiliki hak aliran kas lebih kecil (hipotesis 1a) serta pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas tidak diawasi oleh pemegang saham pengendali kedua (hipotesis 2b). Analisis lebih lanjut terhadap data menunjukkan hal yang berlawanan. Berdasarkan analisis data, tren rerata utang bergerak

lebih tinggi justru pada saat pemegang saham pengendali memiliki hak aliran kas besar dan sebaliknya utang lebih kecil pada saat hak aliran kas perusahaan kecil. Analisis lebih lanjut terhadap data juga menunjukkan bahwa rerata utang lebih besar pada saat pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas dan ada pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan. Bukti empiris ini mengindikasikan dugaan bahwa seorang pemegang saham pengendali besar lainnya sehingga antarpemegang saham besar terjadi kerja sama untuk melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham kecil. Kajian lebih mendalam terhadap kemungkinan koalisi ini perlu dilakukan pada penelitian lebih lanjut.

Dukungan yang lemah tentang tindakan ekspropriasi diperoleh melalui kajian terhadap hak kontrol dan *leverage* hak aliran kas. Tindakan ekspropriasi diimplikasikan terjadi apabila utang lebih besar pada saat hak kontrol pemegang saham pengendali lebih besar (hipotesis 1b) dan ada *leverage* hak aliran kas yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali tersebut (hipotesis 1c). Data empiris menunjukkan bahwa hal prediksi ini dapat didukung. Namun dukungan tersebut lemah karena secara matematis memang lebih besar pada saat hak kontrol pemegang saham pengendali lebih besar dan ada *leverage* hak aliran kas pemegang saham pengendali. Analisis lebih lanjut terhadap data memang menunjukkan arah utang yang meningkat apabila pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol besar dan *leverage* hak aliran kas dibandingkan apabila pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol kecil dan tidak memiliki *leverage* hak aliran kas. Namun karena perbedaan utang tersebut tidak didukung secara statistis, maka bukti empiris lemah dalam mendukung pernyataan dalam hipotesis.

Indikasi ekspropriasi yang dilakukan pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham non-pengendali terlihat jelas berdasarkan kajian terhadap besaran *leverage* hak aliran kas dan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen. Keberadaan *leverage* memang kurang mampu membuktikan adanya ekspropriasi. Namun setelah dibandingkan *leverage* hak aliran kas yang besar terhadap *leverage* hak aliran kas yang kecil, maka terbukti bahwa tindakan ekspropriasi memang terjadi.

Pemegang saham pengendali belum mampu melakukan tindakan ekspropriasi apabila selisih antara kemampuan mengendalikan perusahaan dengan kepemilikan terhadap perusahaan tersebut kecil. Dengan kondisi seperti ini, tindakan ekspropriasi masih berdampak langsung dan besar bagi pemegang saham pengendali itu sendiri karena proporsi kepemilikannya yang besar relatif terhadap kemampuan kontrolnya.

Selanjutnya, tindakan ekspropriasi juga terlihat apabila pemegang saham pengendali juga bertindak sebagai direksi perusahaan. Dengan *leverage* hak aliran kas pemegang saham sudah mampu mengendalikan perusahaan sesuai dengan kepentingannya. Apabila ditambah dengan kondisi bahwa pemegang saham pengendali juga merupakan bagian dari direksi perusahaan, maka kemampuan pemegang saham pengendali untuk melakukan tindakan ekspropriasi untuk kepentingannya semakin besar.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Ekspropriasi pemegang saham non-pengendali oleh pemegang saham pengendali merupakan fenomena yang nyata. Simpulan ini terlihat dari dua hal yang didukung secara empiris. Pertama, apabila pemegang saham pengendali mengendalikan perusahaan secara tidak langsung, ditunjukkan oleh besarnya *leverage* hak aliran kas, perusahaan cenderung memiliki utang yang lebih besar. Hal ini merupakan bukti bahwa pemegang saham pengendali tidak takut terhadap risiko kebangkrutan dengan utang yang besar karena mengetahui bahwa kepemilikannya lebih kecil daripada kemampuannya mengendalikan perusahaan. Kedua, pemegang saham pengendali yang memiliki perusahaan secara tidak langsung dan juga bagian dari manajemen itu sendiri cenderung mengandalkan pendanaan utang. Kemampuan pemegang saham pengendali untuk mengekspropriasi pemegang saham non-pengendali melalui utang semakin besar karena keterlibatannya dalam manajemen.

Saran

Namun demikian, temuan empiris ini bukanlah tanpa kelemahan. Kelemahan tersebut terkait dengan

keterbatasan yang ada dalam penelitian ini. Keterbatasan pertama terkait dengan identifikasi pemegang saham pengendali. Mengidentifikasi pemegang saham pengendali melalui nama belakang, kesamaan alamat rumah, dan hubungan perkawinan, bukanlah identifikasi yang sempurna. Apabila *data-base* hubungan keluarga antarpemegang saham ada, maka identifikasi pemegang saham pengendali akan semakin baik. Keterbatasan kedua terkait dengan data tentang tindakan ekspropriasi. Penelitian ini tidak menggunakan aktivitas ekspropriasi itu sendiri karena dokumentasi tindakan ekspropriasi tidak tersedia. Pengujian dengan menggunakan implikasi keterkaitan utang dengan struktur kepemilikan untuk mengidentifikasi kemungkinan adanya ekspropriasi dapat menghasilkan pengujian yang kurang sempurna. Apabila tersedia, penggunaan tindakan ekspropriasi yang sesungguhnya dapat menghasilkan pengujian yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Berle, Adolph dan Means, Gardiner. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan, New York, N.Y.
- 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.
- Bulkanwanicha, Pramuan; Gupta, Jyoti; dan Rokhim, Rofikoh. 2003. "Debt and Entrenchment: Evidence from Thailand dan Indonesia." *Working Paper of University Paris 1-Pantheon-Sorbonne*.
- 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.
- Claessens, Stijin; Djankov, Simeon; dan Lang, Larry H.P. 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 Lang, Larry H.P. 2000b. “Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. *Policy Research Working Paper* 2088, The World Bank.
- 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.
- 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*.
- Harvey, Campbell; Lins, Karl V.; dan Roper, Andrew H. 2004. “The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs are Extreme.” *Journal of Financial Economics*. Vol. 74: 3-30.
- 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, Florencio; Shleifer, Andrei. 1999. “Corporate Ownership Around the World.” *Journal of Finance*. Vol. 54, No. 2: 471-517.
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; dan Vishny, Robert. 2002. “Investor Protection and Corporate Valuation.” *Journal of Finance*. Vol. 57, No. 3: 3-27.
- Myers, S. C. dan Majluf, N. S. 1984. “Coporate 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.
- Shleifer, Andrei dan Vishny, Robert W. 1997. “A Survey of Corporate Governance.” *Journal of Finance*. Vol. 52, No. 2: 737-783.
- Yeh, Yin-Hua. 2003. “Corporate Ownership and Control: New Evidence from Taiwan.” *Corporate Ownership & Control*. Vol. 1, No. 1: 87-101.