

KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN YANG DIKENDALIKAN OLEH PEMEGANG SAHAM PENGENDALI

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

The primarily agency problem for firms with ownership concentration is the conflict between controlling and minority shareholders. The concentration of corporate control in the hands of controlling shareholder creates powerful incentives and ability to expropriate minority shareholders. This paper is aimed to examine the evidence on expropriation of minority shareholders by the controlling shareholder through dividend payment. By using sample consists of firms listed in the Indonesia Stock Exchange for the period from 2000 to 2005, this paper proves that controlling shareholder expropriate minority shareholders through dividend policy. Moreover, when control rights exceed cash flow rights, the controlling shareholder has higher incentive to expropriate by participating in firm's management. The Cash flow rights, however, are important incentive sources to avoid expropriation.

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

PENDAHULUAN

Fenomena bahwa berbagai perusahaan dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang sama lazim di temukan di Indonesia. Pemegang saham pengendali tidak mudah diidentifikasi apabila hanya mengandalkan informasi kepemilikan imediat¹ dari laporan keuangan tahunan. Fenomena ini terjadi karena berbagai mekanisme kepemilikan tidak langsung, khususnya kepemilikan piramida, merupakan mekanisme kepemilikan yang umum ditemukan. Dengan konsep kepemilikan imediat yang selama ini digunakan, gambaran rangkaian kepemilikan secara komprehensif tidak dapat diketahui. Untuk itu dibutuhkan konsep baru, yaitu kepemilikan ultimat² agar rangkaian kepemilikan, konsentrasi kepemilikan, dan pemegang saham pengendali yang diidentifikasi lebih menggambarkan kondisi yang sesungguhnya. La Porta *et al.* (1999) adalah peneliti pertama yang menginvestigasi struktur kepemilikan dengan konsep ultimat. La Porta *et al.* (1999) memperoleh bukti bahwa fenomena konsentrasi kepemilikan perusahaan terjadi di Asia, Eropa, Amerika, dan Australia. Claessens *et al.*

¹ Kepemilikan imediat (*immediate ownership*) adalah kepemilikan langsung terhadap perusahaan publik yang ditunjukkan oleh persentase kepemilikan saham. Dengan konsep kepemilikan ini klasifikasi kepemilikan tersebar atau terkonsentrasi semata-mata ditentukan berdasarkan persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham atas nama dirinya masing-masing.

² Kepemilikan ultimat (*ultimate ownership*) adalah kepemilikan langsung dan tidak langsung terhadap perusahaan. Kepemilikan langsung adalah persentase saham yang dimiliki pemegang saham atas nama dirinya sendiri; kepemilikan tidak langsung adalah kepemilikan terhadap sebuah perusahaan melalui perusahaan lain.

(2000a) serta Faccio dan Lang (2002) menindaklanjuti penelitian La Porta *et al.* (1999). Kedua penelitian menguatkan temuan sebelumnya bahwa kepemilikan perusahaan di Asia, termasuk Indonesia (Claessens *et al.*, 2000a) dan Eropa (Faccio dan Lang, 2002) terkonsentrasi.

Konflik kepentingan berkaitan dengan kepemilikan dan kontrol dibahas dalam kerangka teori keagenan. Konsentrasi kepemilikan yang sesungguhnya perlu diidentifikasi dengan tepat agar potensi konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan tergambar. La Porta *et al.* (2000) menyatakan bahwa konflik keagenan pada perusahaan dengan kepemilikan tersebar adalah konflik antara manajemen dan pemegang saham. Namun pada perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi, konflik keagenan bergeser menjadi konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham nonpengendali. Pemegang saham pengendali dapat menentukan secara efektif kebijakan yang dijalankan oleh manajemen. Bahkan manajer merupakan bagian dari pemegang saham pengendali itu sendiri. Pemegang saham pengendali dapat mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi dan mengorbankan kepentingan pemegang saham nonpengendali.

Teori keagenan klasik Berle dan Means (1932) mendasarkan diri pada asumsi kepemilikan perusahaan publik yang tersebar. Dengan kepemilikan tersebar, kontrol berada di tangan manajer. Karena itu, masalah keagenan yang menonjol dalam hal ini adalah konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer. Gilson dan Gordon (2003) serta Villalonga dan Amit (2004) menamai konflik keagenan ini sebagai konflik keagenan klasik. Oleh Eisenhardt (1989) fenomena keagenan ini termasuk dalam kategori *positivist research*. Penelitian-penelitian sebelumnya masih menguji teori keagenan dengan fenomena konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer seperti Brickley *et al.* (1988), Jensen *et al.* (1992), Chen dan Steiner (1999), serta Crutchley *et al.* (1999). Fenomena konflik antara pemegang saham besar dengan pemegang saham nonpengendali merupakan

konflik keagenan yang secara kontekstual mungkin konflik utama di negara berkembang dengan perusahaan yang memiliki karakteristik kepemilikan terkonsentrasi, kepemilikan tidak langsung, dan pemegang saham yang terlibat dalam manajemen. Dengan karakteristik seperti itu, isu baru adalah pemisahan antara hak aliran kas dan hak kontrol antarpemegang saham; bukan lagi pemisahan kepemilikan di tangan pemegang saham dan kontrol di tangan manajemen.

Gilson dan Gordon (2003) mengidentifikasi ada dua sisi masalah keagenan. Pertama, masalah keagenan klasik yang sudah lazim dikenal, yaitu konflik antara prinsipal dan agen. Masalah keagenan ini muncul karena adanya pemisahan kepemilikan dan kontrol (Jensen dan Meckling, 1976). Kedua, masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham nonpengendali. Masalah keagenan ini muncul karena adanya potensi pemegang saham pengendali untuk mendapatkan manfaat privat atas kontrol yang dimilikinya. Manfaat privat atas kontrol tersebut tidak dimiliki oleh pemegang saham nonpengendali. Adanya pemegang saham pengendali menyebabkan masalah keagenan antara manajemen dan pemegang saham berkurang, namun muncul masalah keagenan lain antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham nonpengendali.

Masalah keagenan dalam kepemilikan terkonsentrasi berdasarkan konsep ultimatum muncul karena adanya dominasi kepemilikan pemegang saham pengendali, baik dominasi hak aliran kas, dominasi hak kontrol, maupun deviasi kedua jenis hak tersebut.³ Fenomena pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol terjadi karena adanya konsentrasi kepemilikan perusahaan dengan konsep ultimatum. Dalam kepemilikan terkonsentrasi yang ditentukan berdasarkan konsep ultimatum, konsentrasi kepemilikan dapat berupa konsentrasi hak aliran kas dan konsentrasi hak kontrol. Kedua konsentrasi tersebut dapat berbeda karena adanya mekanisme peningkatan kontrol yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali, seperti mekanisme kepemilikan piramida dan kepemilikan silang.

³ 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).

Konsentrasi hak aliran kas, konsentrasi hak kontrol, dan dan *leverage* hak aliran kas tidak berjalan bersama-sama, tetapi masing-masing memiliki implikasi tersendiri terhadap kebijakan perusahaan. Hak kontrol merupakan insentif untuk melakukan ekspropriasi⁴ dalam rangka mendapatkan manfaat privat; hak aliran kas adalah insentif untuk menghindari ekspropriasi; sementara *leverage* hak aliran kas adalah peningkatan insentif untuk memanfaatkan dominasi kontrol dalam rangka melakukan ekspropriasi. Isu penelitian ini adalah sejauh mana implikasi pemisahan hak kontrol dan hak aliran kas terhadap kebijakan dividen di perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Peneliti bermaksud untuk menginvestigasi apakah pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi melalui dividen dengan mengkaji besaran dividen yang dibayar apabila terdapat pemisahan antara hak kontrol dengan hak aliran kas.

MATERI DAN BAHAN PENELITIAN

Kepemilikan suatu perusahaan dapat dikategorikan sebagai kepemilikan tersebar dan kepemilikan terkonsentrasi. Perusahaan dengan kepemilikan tersebar adalah perusahaan yang pada pisah batas hak kontrol tertentu tidak memiliki pemegang saham pengendali. Sebaliknya, perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi adalah perusahaan yang pada pisah batas hak kontrol tertentu memiliki pemegang saham pengendali. Pemegang saham pengendali adalah pemegang saham yang memiliki kontrol terbesar, baik kontrol langsung maupun kontrol tidak langsung, terhadap perusahaan. Kontrol langsung pemegang saham menggambarkan besaran persentase kepemilikan saham terhadap suatu perusahaan atas nama sendiri tanpa melalui perusahaannya, sedang kontrol tidak langsung pemegang saham menggambarkan besaran kepemilikan saham terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan.

Keberadaan pemegang saham pengendali pada suatu perusahaan tergantung pada tingkat pisah batas hak kontrol yang digunakan. Semakin rendah pisah batas hak kontrol semakin mungkin suatu perusahaan

dikategorikan memiliki pemegang saham pengendali. Sebaliknya, semakin tinggi pisah batas hak kontrol semakin rendah kemungkinan suatu perusahaan dikategorikan memiliki pemegang saham pengendali. Sebagai contoh, pemilik PT A adalah Heru, Jony, Rahmat, dan masyarakat luas dengan kepemilikan masing-masing 8%, 18%, 29%, dan 45%. Pada pisah batas hak kontrol 10%, Jony dan Rahmat termasuk kategori pemegang saham pengendali. Pada pisah batas hak kontrol 20% hanya Rahmat yang termasuk kategori pemegang saham pengendali, sedang pada pisah batas hak kontrol 30% tidak ada pemegang saham pengendali pada PT A. Dengan demikian, perusahaan tersebut dikategorikan sebagai perusahaan dengan kepemilikan tersebar. Pada pisah batas hak kontrol 10%, sebanyak 76% perusahaan dunia memiliki pemegang saham pengendali (La Porta *et al.*, 1999) dan 93% perusahaan Asia memiliki pemegang saham pengendali (Claessens *et al.*, 2000a). Pemegang saham pengendali bisa berupa keluarga, pemerintah, institusi keuangan dengan kepemilikan tersebar, perusahaan dengan kepemilikan tersebar, dan pemegang saham pengendali lainnya (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000a).

Keluarga menggambarkan seseorang atau beberapa orang dalam satu kesatuan famili sebagai pemegang saham pengendali perusahaan. Anggota keluarga dikategorikan sebagai satu kesatuan pemegang saham pengendali dengan asumsi mereka memberikan hak suara sebagai koalisi (Wiwattanakantang, 2000). La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000a), serta Faccio dan Lang (2002) mengidentifikasi keluarga berdasarkan kesamaan nama belakang dan hubungan perkawinan. Pada pisah batas hak kontrol 10%, sebanyak 35% perusahaan publik dunia dikendalikan oleh keluarga (La Porta *et al.*, 1999). Khusus di Asia, Claessens *et al.* (2000a) menemukan bahwa sebanyak 54% perusahaan publik dikendalikan oleh keluarga. Pada tingkat pisah batas hak kontrol 20%, Faccio dan Lang (2002) menemukan sebanyak 44% perusahaan publik Eropa dikendalikan oleh keluarga.

Pemerintah dikategorikan sebagai pemegang saham pengendali apabila pemilik terbesar ultimat suatu

⁴ Ekspropriasi (*expropriation*) adalah proses penggunaan kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000b).

perusahaan adalah pemerintah pada tingkat hak kontrol tertentu. Pemerintah dikategorikan sebagai pemegang saham pengendali tersendiri karena tujuan pemerintah mengendalikan perusahaan relatif berbeda dari tujuan pemegang saham pengendali lainnya. Umumnya pemerintah mengendalikan perusahaan untuk tujuan peningkatan kesejahteraan masyarakat dan tujuan politik (Shleifer dan Vishny, 1994). Untuk pisah batas hak kontrol 10%, sebanyak 20% perusahaan publik dunia dikendalikan oleh pemerintah (La Porta *et al.*, 1999). Di Asia, Claessens *et al.* (2000a) menemukan bahwa sebanyak 9% perusahaan publik dikendalikan oleh pemerintah. Pada tingkat pisah batas hak kontrol 20%, Faccio dan Lang (2002) menemukan sebanyak 4% perusahaan publik Eropa dikendalikan oleh keluarga.

Sebuah perusahaan publik dapat saja dimiliki oleh perusahaan publik lain. Apabila pada perusahaan pemilik tersebut tidak ada pemegang saham pengendali atau dimiliki oleh masyarakat secara tersebar, maka La Porta *et al.* (1999) dan Claessens *et al.* (2000a) mengidentifikasi kemungkinan pemegang saham pengendalinya sebagai “intitusi keuangan dengan kepemilikan tersebar” dan “perusahaan lain dengan kepemilikan tersebar.” Klasifikasi ini dibuat dengan alasan bahwa adanya kenyataan perusahaan publik tersebut dikendalikan oleh institusi keuangan atau perusahaan lain yang juga perusahaan publik. Pada tingkat pisah batas 10%, La Porta *et al.* (1999) menemukan bahwa 8% dan 5% perusahaan publik dunia masing-masing dikendalikan oleh institusi keuangan dengan kepemilikan tersebar dan perusahaan lain dengan kepemilikan tersebar. Pada tingkat pisah batas yang sama, Claessens *et al.* (2000a) melaporkan bahwa sebanyak 13% dan 17% perusahaan publik Asia masing-masing dikendalikan oleh institusi keuangan dengan kepemilikan tersebar dan perusahaan lain dengan kepemilikan tersebar, sedang pada pisah batas hak kontrol 20%, Faccio dan Lang (2002) menemukan bahwa sebanyak 2% dan 9% perusahaan publik Eropa masing-masing dikendalikan oleh institusi keuangan dengan kepemilikan tersebar dan perusahaan lain dengan kepemilikan tersebar.

Apabila pemegang saham pengendali bukan keluarga, pemerintah, institusi keuangan dengan kepemilikan tersebar, atau perusahaan publik lain dengan kepemilikan tersebar, La Porta *et al.* (1999) dan

Claessens *et al.* (2000a) menamainya pemegang saham pengendali lain. Pemegang saham yang termasuk kategori ini adalah investor asing, koperasi, dan karyawan. La Porta *et al.* (1999) melaporkan bahwa, pada pisah batas hak kontrol 10% terdapat 9% perusahaan publik dunia dikendalikan oleh pemegang saham pengendali lain, sedang pada pisah batas hak kontrol 20%, Faccio dan Lang (2002) melaporkan bahwa terdapat 3% perusahaan publik Eropa yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali lain seperti investor asing, koperasi, dan karyawan.

Konsep untuk menentukan keberadaan pemegang saham pengendali ada dua, yaitu konsep kepemilikan imediat dan konsep kepemilikan ultimat. Berdasarkan konsep kepemilikan imediat, klasifikasi kepemilikan tersebar atau terkonsentrasi semata-mata ditentukan berdasarkan persentase kepemilikan saham secara langsung oleh pemegang saham. Dalam hal ini, kemungkinan adanya kepemilikan terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain tidak dipertimbangkan. Karena informasi tentang kepemilikan langsung tersedia dalam laporan keuangan, pemilik imediat sebuah perusahaan publik mudah untuk diidentifikasi. Konsep kepemilikan imediat memiliki beberapa kelemahan mendasar. Kelemahan konsep kepemilikan imediat adalah konsep ini tidak dapat digunakan untuk menelusuri rantai kepemilikan, mengidentifikasi pemilik ultimat, dan mengkaji pemisahan kepemilikan dan kontrol. Sebagai ilustrasi, PT B dimiliki oleh PT C, Badu, dan masyarakat luas masing-masing 35%, 21%, 44%. Setelah diteliti lebih lanjut, pemilik PT C adalah PT D, Rahmat Abdullah, dan Rudy Feriyanto masing-masing 55%, 25%, dan 20%. Lebih lanjut diketahui bahwa pemilik PT D adalah Amir Abdullah dan Syamsudin masing-masing 60% dan 40%. Penelusuran lebih lanjut juga menunjukkan bahwa Amir Abdullah dan Rahmat Abdullah adalah keluarga. Apabila konsep kepemilikan imediat yang digunakan, maka pemilik terbesar PT B adalah PT C. Informasi bahwa siapa pemilik PT C dan apakah pemilik tersebut bisa mengendalikan PT B melalui PT C dan PT D tidak dapat diidentifikasi melalui kepemilikan langsung saja.

Setelah menyadari kelemahan konsep kepemilikan imediat, La Porta *et al.* (1999) mengenalkan konsep kepemilikan ultimat untuk menganalisis pola kepemilikan perusahaan publik. Penggunaan konsep kepemilikan ultimat menuntut penelusuran rantai

kepemilikan sejak lapisan pertama sampai dengan lapisan terakhir. Rantai kepemilikan yang menggambarkan kepemilikan tidak langsung yang lazim ditemukan adalah kepemilikan piramida dan kepemilikan silang. Kepemilikan piramida adalah kepemilikan terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain (Claessens *et al.*, 2000a; Claessens *et al.*, 2000b). Kepemilikan piramida mulai dari pemilik imediat sampai dengan pemilik ultimat pada ujung rantai kepemilikan bisa berlapis-lapis. Sebagai ilustrasi, PT E dimiliki oleh PT F1, PT F2, Reny Susilawati, dan masyarakat luas masing-masing 35%, 25%, 10%, dan 30%. PT F1 dimiliki oleh PT G1, Reny Susilawati dan Heru Triyanto masing-masing 60%, 30%, dan 10%, sedang pemilik PT F2 adalah PT G2 dan Heru Triyanto masing-masing 75% dan 25%. Setelah ditelusuri lebih lanjut, pemilik PT G1 dan G2 adalah Reny Susilawati dan Iwan Arifin masing-masing 50%. Ilustrasi tersebut menggambarkan kepemilikan piramida Reny Susilawati melalui PT G1 dan G2, selanjutnya melalui F1 dan F2, dan pada akhirnya PT E yang berada di ujung rantai kepemilikan piramida. La Porta *et al.* (1999) melaporkan kepemilikan piramida merupakan kepemilikan yang banyak ditemukan di negara berkembang. Pada pisah batas hak kontrol 20%, sebanyak 26% perusahaan publik dunia (La Porta *et al.*, 1999), 39% perusahaan publik Asia (Claessens *et al.*, 2000a), dan 19% perusahaan publik Eropa memiliki struktur kepemilikan piramida. Khusus Indonesia, Claessens *et al.*, (2000a) menemukan sebanyak 67% struktur kepemilikan perusahaan publik adalah piramida.

Kepemilikan silang adalah kepemilikan terhadap dua atau lebih perusahaan yang saling memiliki satu dengan lainnya. Sebagai ilustrasi, PT G dimiliki oleh PT H, Suprayitno, dan masyarakat luas masing-masing 48%, 12%, dan 40%. PT H dimiliki oleh PT J dan Siswanto masing-masing 70% dan 30%. PT J dimiliki oleh PT K dan Suprayitno masing-masing 52% dan 48%. Selanjutnya PT K dimiliki oleh PT H, Suprayitno, Siswanto masing-masing 40%, 35%, dan 25%. Ilustrasi tersebut menunjukkan bahwa pemilik ultimat Suprayitno memiliki kepemilikan silang terhadap PT H dan PT K karena keduanya sebenarnya saling memiliki walaupun tidak langsung. Pada tingkat pisah batas hak kontrol 20%, La Porta *et al.* (1999) menyatakan bahwa sebanyak 3% kepemilikan perusahaan publik dunia adalah kepemilikan silang. Pada pisah batas hak kontrol

20%, sebanyak 10% kepemilikan perusahaan publik Asia (Claessens *et al.*, 2000a) dan 1% perusahaan publik Eropa (Faccio dan Lang, 2002) adalah melalui kepemilikan silang.

Kepemilikan tidak langsung baik melalui kepemilikan piramida maupun kepemilikan silang dapat menghasilkan 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 (*direct cash flow right*) dan hak aliran kas tidak langsung (*indirect cash flow right*). 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).

Sebagai ilustrasi, PT K dimiliki oleh PT L, Berly, dan PT M masing-masing 15%, 10%, dan 20%. Selanjutnya PT L dan PT M dimiliki oleh Berly masing-masing 35% dan 40%. Hak aliran kas langsung Berly di PT K adalah 10%, yaitu besarnya persentase kepemilikan atas nama dirinya di PT K. Namun Berly memiliki hak aliran kas tidak langsung di PT K baik melalui PT L maupun melalui PT M. Melalui PT L, hak aliran kas tidak langsung Berly di PT K adalah 5,25% ($35\% \times 15\%$). Melalui PT M, hak aliran kas tidak langsung Berly di PT K adalah 8% ($40\% \times 20\%$). Jumlah hak aliran kas tidak langsung Berly di PT K adalah 13,25%. Jumlah hak aliran kas Berly di PT K adalah 23,25% yang terdiri atas 10% hak aliran kas langsung dan 13,25% hak aliran kas tidak langsung. Pada pisah batas hak kontrol 20%, Claessens *et al.* (2000a) menemukan bahwa rerata hak aliran kas pemegang saham pengendali perusahaan publik Asia adalah 16%. Untuk perusahaan publik Eropa, Faccio dan Lang (2002) menemukan bahwa pada pisah batas hak kontrol 20%, hak aliran kas pemegang saham pengendali perusahaan publik Eropa adalah 35%.

Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan penting perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak kontrol terdiri atas 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 tersebut, maka hak kontrol langsung sama dengan hak aliran kas

langsung. Oleh 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 dalam setiap rantai kepemilikan.

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 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.

Dengan menggunakan contoh kepemilikan PT K, hak kontrol langsung Berly di PT K adalah 10%. Berly memiliki hak kontrol tidak langsung di PT K baik melalui PT L maupun melalui PT M. Melalui PT L, hak kontrol tidak langsung Berly di PT K adalah 15%, yaitu kepemilikan minimum dalam jalur ini antara 35% dan 15%. Melalui PT M, hak kontrol tidak langsung Berly di PT K adalah 20% yang menggambarkan kepemilikan minimum dalam jalur ini antara 40% dan 20%. Jumlah hak kontrol tidak langsung Berly di PT K adalah 35%. Jumlah hak kontrol Berly di PT K adalah 45% yang terdiri atas 10% hak kontrol langsung dan 35% hak kontrol tidak langsung. Claessens *et al.* (2000a) menemukan bahwa pada pisah batas hak kontrol 20%, rerata hak kontrol pemegang saham pengendali perusahaan publik Asia adalah 20%, sedang perusahaan publik di Eropa dikendalikan oleh pemegang saham pengendali dengan rerata hak kontrol sebesar

39% pada pisah batas hak kontrol 20% (Faccio dan Lang, 2002).

Ilustrasi tersebut menghasilkan hak aliran kas dan hak kontrol Berly di PT K masing-masing 23,25% dan 45%. Selisih kedua hak tersebut, sebesar 21,75%, menggambarkan besarnya pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol yang dinamai *leverage* hak aliran kas. Berly dapat mengendalikan PT K sebesar 45% tetapi klaim keuangannya di perusahaan tersebut hanya 23,25%. 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 dan kepemilikan silang. Semakin besar *leverage* hak aliran kas menunjukkan semakin besar insentif dan kemampuan pemegang saham pengendali untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan. Pada pisah batas 20%, Claessens *et al.* (2000a) menemukan bahwa rerata *leverage* hak aliran kas pemegang saham pengendali di perusahaan publik Asia adalah 4%. Pada pisah batas hak kontrol yang sama, Faccio dan Lang (2002) juga menemukan bahwa rerata *leverage* hak aliran kas pemegang saham pengendali terbesar perusahaan publik Eropa adalah 4%.

Dividen merupakan salah satu unsur yang dapat digunakan untuk menjelaskan masalah keagenan. Penggunaan dividen sebagai sarana untuk menjelaskan masalah keagenan pertama kali diperkenalkan oleh Easterbrook (1984). Hipotesis yang kemukakan oleh Easterbrook (1984) adalah bahwa pemegang saham perusahaan yang menaikkan dividen dan utang untuk mendanai investasi secara simultan lebih sejahtera daripada pemegang saham perusahaan yang hanya menaikkan dividen saja. Membayar dividen menyebabkan pemegang saham lebih sejahtera dan hal ini merupakan implikasi dari konflik keagenan yang berkurang. Membayar dividen sekaligus pendanaan investasi melalui utang menyebabkan pemegang saham lebih sejahtera tidak hanya karena dividen dibayar tetapi juga karena manajemen didisiplinkan oleh kreditor melalui pendanaan utang. Konflik keagenan dalam situasi seperti ini dapat dikurangi.

Penelitian tentang dividen di lingkungan konsentrasi kepemilikan yang ditentukan berdasarkan konsep kepemilikan imediat lazim ditemukan. Sebagai

contoh, Noronha *et al.* (1996) menemukan bahwa pembayaran dividen relatif tinggi untuk perusahaan yang struktur kepemilikannya tersebar. Namun penelitian yang mengkaji kebijakan dividen dalam konsentrasi kepemilikan yang ditentukan berdasarkan konsep ultimat masih termasuk baru. Konsep ini baru pertama kali diperkenalkan oleh La Porta *et al.* (1999). Berbagai penelitian yang mengkaji konsep kepemilikan ultimat dan dividen yang dapat dijadikan referensi meliputi La Porta *et al.* (2000), Faccio *et al.* (2001), Gugler dan Yurtoglu (2003), Carvalhal-da-Silva dan Leal (2004), Zhang (2005), serta Lefort dan Walker (2005).

Secara umum argumen yang berkembang adalah hak kontrol dan hak aliran kas memiliki implikasi yang berbeda terhadap dividen. Hak aliran kas dan hak kontrol yang terpisah tidak berjalan secara bersamaan dan karenanya masing-masing memiliki implikasi yang berbeda terhadap kebijakan dividen (Claessens *et al.*, 2000b). Hak aliran kas pemegang saham pengendali merupakan sumber insentif keuangan yang menyebabkan ekspropriasi tidak terjadi dalam perusahaan. Menurut La Porta *et al.*, (2002) hak aliran kas inilah yang sesungguhnya ditekankan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan konsentrasi kepemilikan berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya hak kontrol merupakan sumber power untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan dalam rangka mendapatkan manfaat privat yang menyebabkan ekspropriasi terjadi dalam perusahaan. La Porta *et al.*, (2002) menyatakan bahwa hak kontrol inilah yang ditekankan oleh Shleifer dan Vishny (1997) dengan pernyataannya bahwa konsentrasi kepemilikan berdampak negatif bagi perusahaan.

Gambaran konflik keagenan dividen diuraikan oleh La Porta *et al.* (2000) dengan mengilustrasikan konflik antara *insider* dan *outsider*. *Insider* merupakan pihak yang berperan langsung dalam manajemen; *outsider* merupakan pihak yang tidak berperan langsung dalam manajemen. Dalam kepemilikan yang terkonsentrasi secara ultimat, pihak yang dikategorikan *insider* adalah pemegang saham pengendali. Identifikasi pemegang saham pengendali sebagai *insider* semakin nyata karena umumnya di negara berkembang pemegang saham pengendali juga terlibat dalam manajemen. Sementara itu pihak yang diklasifikasi sebagai *outsider* adalah pemegang saham nonpengendali.

La Porta *et al.* (2000) menyatakan bahwa apabila laba tidak dibayar kepada pemegang saham maka laba tersebut diasumsikan digunakan untuk kepentingan pribadi *insider*. Implikasi dari peran sebagai *insider* yang berperan langsung dalam manajemen adalah bahwa pemegang saham lebih menginginkan dividen untuk tidak dibagi agar sumber daya lebih banyak tersedia di perusahaan yang dapat digunakan oleh *insider* sesuai dengan diskresinya. Dalam situasi seperti ini maka muncul kemungkinan terjadinya ekspropriasi atas sumber daya perusahaan. Apabila perusahaan tidak membayar dividen maka hal ini merupakan indikasi adanya ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali. Dalam pengujian empiris yang dilakukan, La Porta *et al.* (2000) menyatakan bahwa dividen dapat dipandang sebagai output efektivitas perlindungan hukum. Dividen sebagai output dan perlindungan hukum berarti bahwa pembayaran dividen akan lebih tinggi apabila perlindungan hukum terhadap pemegang saham nonpengendali lebih baik. Tingkat penegakan hukum dijadikan sebagai proksi atas biaya keagenan yang rendah. Hal ini menunjukkan bahwa peran dividen besar dalam situasi penegakan hukum rendah. Membayar dividen berarti bahwa pemegang saham pengendali memberikan laba kepada pemegang saham nonpengendali sehingga membatasi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi.

Argumentasi lain adalah bahwa selain sebagai output efektivitas perlindungan hukum, La Porta *et al.* (2000) menyatakan bahwa dividen dapat dipandang sebagai sarana untuk mendapatkan reputasi. Perusahaan membayar dividen untuk mendapatkan reputasi yang baik di mata pemasok dana di pasar modal. Salah satu cara untuk mempertahankan reputasi yang baik adalah dengan tetap membayar dividen. Pembayaran dividen ini merupakan indikasi bahwa tidak terjadi ekspropriasi di perusahaan. Namun bukti empiris yang diperoleh La Porta *et al.* (2000) adalah bahwa pembayaran dividen merupakan fungsi dari efektivitas perlindungan hukum terhadap investor daripada sarana untuk mendapatkan reputasi. Bukti empiris menunjukkan bahwa tingkat pembayaran dividen lebih tinggi apabila perlindungan hukum lebih baik.

Implikasi dividen atas konsentrasi kepemilikan di perusahaan Asia dan Eropa dicoba dikaji oleh Faccio *et al.* (2001). Ia menemukan bahwa sedikit perusahaan Asia dan Eropa yang benar-benar dimiliki secara luas

oleh masyarakat. Dengan kata lain, kepemilikan perusahaan Asia dan Eropa adalah terkonsentrasi di tangan pemegang saham pengendali. Sebagian besar kontrol pada perusahaan di Asia dan Eropa berada di tangan keluarga yang seringkali juga bagian dari manajemen perusahaan itu sendiri. Pada kepemilikan dengan karakteristik seperti itu, terkonsentrasi di tangan keluarga dan terlibat dalam manajemen, maka konflik keagenan yang menonjol adalah konflik antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham nonpengendali.

Indikasi besarnya ekspropriasi melalui dividen yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali dikaji oleh Faccio *et al.* (2001) melalui investigasi sejauh mana rangkaian kepemilikan yang dibentuk oleh perusahaan. Faccio *et al.* (2001) berargumen bahwa ekspropriasi lebih besar kemungkinan terjadi pada perusahaan yang berafiliasi dengan grup karena kepemilikan yang tidak langsung yang bertingkat-tingkat serta kontrol terhadap kelompok usaha yang sebesarnya dipegang oleh pemegang saham pengendali yang sama. Afiliasi dalam kelompok perusahaan dilakukan melalui tiga hal yaitu kepemilikan piramida, kepemilikan silang, dan kepemilikan resiprokal. Faccio *et al.* (2001) mengukur kemungkinan terjadinya ekspropriasi dari besarnya *leverage* hak aliran kas yang muncul karena kepemilikan piramida, silang, dan resiprokal. Semakin besar *leverage* hak aliran kas maka semakin besar potensi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi. Hal ini terjadi karena *leverage* hak aliran kas yang besar merupakan indikasi bahwa kemampuan pemegang saham pengendali untuk mengendalikan perusahaan lebih besar dari kepemilikannya dalam bentuk hak aliran kas.

Argumen Faccio *et al.* (2001) tentang kaitan antara *leverage* hak aliran kas dan dividen berimplikasi bahwa perusahaan membayar dividen lebih kecil apabila pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas. Dividen yang dibayar kecil atau bahkan tidak dibayar menyebabkan sumber daya tersedia banyak diperusahkan untuk diekspropriasi; sementara apabila sumber daya tersebut dibagi dalam bentuk dividen jumlah yang terbesar tidak didapatkan oleh pemegang saham pengendali. Pemegang saham pengendali menggunakan kontrol yang dimilikinya untuk memperoleh manfaat privat melalui dividen yang tidak dibagi. Sebaliknya, pembayaran dividen lebih

besar apabila pemegang saham pengendali tidak memiliki *leverage* hak aliran kas. Hal ini terjadi karena pemegang saham pengendali memperoleh proporsi yang lebih besar dibandingkan oleh pemegang saham lain karena hak aliran kasnya juga lebih besar; sementara ia tidak mampu mengontrol perusahaan untuk mendapatkan ekspropriasi karena kemampuannya mengendalikan perusahaan sama dengan kepemilikannya.

Bukti empiris mendukung argumen Faccio *et al.* (2001) bahwa *leverage* hak aliran kas yang besar menyebabkan perusahaan lebih kecil membayar dividen. Selain itu, Faccio *et al.* (2001) juga menemukan bahwa perusahaan publik Eropa membayar dividen lebih tinggi daripada perusahaan publik Asia. Pembayaran dividen yang lebih tinggi di Eropa dibandingkan dengan di Asia tersebut menunjukkan sejauh mana efektivitas perlindungan hukum terhadap investor. Efektivitas perlindungan hukum dipersepsi lebih tinggi di Eropa daripada di Asia yang karenanya pembayaran dividen lebih tinggi di Eropa daripada di Asia. Berdasarkan temuan ini, Faccio *et al.* (2001) menyimpulkan bahwa ekspropriasi lebih besar di Asia daripada di Eropa.

Gugler dan Yurtoglu (2003) mencoba meneliti pembayaran dividen dalam situasi kepemilikan terkonsentrasi dengan fokus pada penggunaan perusahaan publik Jerman sebagai sampel. Gugler dan Yurtoglu (2003) berargumen bahwa kepemilikan di negara Jepang, Amerika Serikat, dan Inggris relatif tersebar sehingga setiap pemegang saham secara individual memiliki insentif dan kemampuan terbatas untuk memonitor manajemen. Dalam situasi seperti itu, konflik keagenan yang menonjol adalah konflik antara manajemen dan pemegang saham luar. Namun untuk perusahaan Eropa pada umumnya, lebih khususnya lagi perusahaan Jerman, individu atau keluarga umumnya pemegang saham pengendali dalam kelompok bisnis dengan struktur piramida dan kepemilikan silang. Karena konsentrasi kepemilikan melalui kepemilikan tidak langsung terjadi dan pemegang saham pengendali juga mengendalikan manajemen, maka konflik keagenan klasik antara manajer dan pemegang saham luar relatif tidak terjadi. Konflik keagenan yang lazim terjadi justru konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham nonpengendali.

Konflik keagenan dikaji oleh Gugler dan Yurtoglu (2003) melalui pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan dividen. Gugler dan Yurtoglu (2003) berargumen bahwa pengumuman perubahan dividen mengandung informasi tentang konflik keagenan yang terjadi antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham nonpengendali. Kenaikan dividen menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali tidak berniat melakukan ekspropriasi; sebaliknya penurunan dividen menunjukkan pemegang saham pengendali berniat melakukan ekspropriasi. Gugler dan Yurtoglu (2003) memperoleh bukti empiris bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividen dan bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan dividen. Reaksi negatif ini lebih banyak terjadi atas pengumuman penurunan dividen yang dilakukan oleh perusahaan yang memiliki konsentrasi hak kontrol serta tidak ada pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan. Namun tidak ada reaksi pasar terhadap pengumuman penurunan dividen yang dilakukan oleh perusahaan yang memiliki hak kontrol di bawah 50% dan ada pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan. Pengujian lain, yaitu uji pengaruh, juga dilakukan oleh Gugler dan Yurtoglu (2003). Mereka mencoba menginvestigasi pengaruh hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas terhadap rasio pembayaran dividen. Bukti empiris menemukan bahwa konsentrasi hak kontrol dan *leverage* hak aliran kas berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen.

Konteks sebagai negara berkembang, konsentrasi kepemilikan melalui kepemilikan tidak langsung tinggi, dan perlindungan hukum yang lemah di Brazilia tepat untuk dijadikan sebagai dasar untuk mengkaji secara empiris kebijakan dividen. Carvalhal-da-Silva dan Leal (2004) melakukan riset yang bertujuan untuk mengkaji sejauh mana pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kebijakan dividen dan penilaian pasar terhadap perusahaan. Carvalhal-da-Silva dan Leal (2004) berargumen tidak ada konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham nonpengendali apabila tidak ada pemisahan antara hak aliran kas dan hak kontrol. Akan tetapi apabila pemegang saham pengendali mampu meningkatkan kontrol terhadap perusahaan melalui kemandirian kepemilikan, misalnya piramida, muncul konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan

pemegang saham nonpengendali.

Carvalhal-da-Silva dan Leal (2004) menyatakan bahwa apabila hak aliran kas dan hak kontrol terpisah, maka pemegang saham pengendali memiliki insentif dan kemampuan untuk menggunakan kepemilikannya untuk mendapatkan manfaat privat dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham nonpengendali. Namun apabila hak aliran kas sama dengan hak kontrol, pemegang saham pengendali memiliki insentif dan kemampuan untuk memonitor manajer agar memperhatikan kepentingan semua pemegang saham. Bukti empiris yang diperoleh oleh Carvalhal-da-Silva dan Leal (2004) bahwa hak aliran kas berhubungan positif dengan dividen. Temuan empiris juga menunjukkan bahwa hak kontrol dan *leverage* hak aliran kas berhubungan negatif dengan dividen. Mereka menyimpulkan bahwa terjadi ekspropriasi apabila hak aliran kas dan hak kontrol terpisah. Sebaliknya tidak terjadi ekspropriasi apabila hak aliran kas dan hak kontrol tidak terpisah.

Dengan menggunakan sampel dari perusahaan Asia dan Eropa, Zhang (2005) juga menemukan bukti empiris seperti pada temuan-temuan yang sudah diuraikan sebelumnya. Berbagai argumen di atas terbukti secara empiris bahwa terjadi ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham nonpengendali melalui dividen apabila perlindungan hukum lemah. Ada konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham nonpengendali apabila perlindungan hukum terhadap investor lemah. Ekspropriasi pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham nonpengendali melalui dividen juga terjadi apabila ditemukan pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol dalam kepemilikan terkonsentrasi. Apalagi konsentrasi kepemilikan terjadi melalui rangkaian kepemilikan yang kompleks dan panjang. Hal ini juga menunjukkan bahwa ada konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham nonpengendali apabila terjadi pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol. Kelebihan hak kontrol atas hak aliran kas ini menunjukkan insentif yang kuat bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi. Kelebihan hak kontrol di atas hak aliran kas menggambarkan adanya *leverage* hak aliran kas. *Leverage* hak aliran kas yang besar menunjukkan insentif yang besar pula untuk melakukan ekspropriasi.

Dominasi pemegang saham pengendali dapat berbentuk dominasi hak aliran kas atau dominasi hak kontrol. Hak aliran kas merupakan insentif yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali untuk memastikan bahwa perusahaan berjalan dengan baik. Keinginan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi dibatasi oleh adanya insentif keuangan yang dimilikinya. Sumber insentif keuangan tersebut adalah hak aliran kas pemegang saham pengendali. Ekspropriasi terlalu mahal untuk dilakukan, karena itu hak aliran kas yang tinggi seharusnya menyebabkan ekspropriasi yang lebih kecil. La Porta *et al.* (2002) menyatakan bahwa hak aliran kas inilah yang sesungguhnya ditekankan oleh Jensen dan Meckling (1976) bahwa konsentrasi kepemilikan berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Dividen dapat menjadi sarana yang ideal untuk membatasi kemungkinan ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali karena dividen menunjukkan pembayaran terhadap pemegang saham secara pro-rata. Pembayaran dividen yang dilakukan secara pro-rata tersebut berlaku baik terhadap pemegang saham pengendali maupun pemegang saham nonpengendali.

Pembayaran dividen dapat menunjukkan komitmen bahwa tidak terjadi ekspropriasi dalam perusahaan. Namun sebaliknya, pengurangan dividen dapat menunjukkan bahwa terjadi ekspropriasi dalam perusahaan karena lebih banyak aliran kas yang tersedia di perusahaan untuk digunakan sesuai dengan keinginan pemegang saham pengendali. Pemegang saham pengendali berusaha untuk melakukan pembayaran dividen karena apabila dividen tidak dibayar, maka hal tersebut akan berdampak langsung lebih besar bagi pemegang saham pengendali itu sendiri. Hak aliran kas merupakan klaim pemegang saham pengendali terhadap dividen. Karena itu semakin besar hak aliran kas maka akan semakin besar pula klaim pemegang saham pengendali terhadap dividen. Apabila dividen tidak dibayar maka pemegang saham pengendali akan merasakan dampak keuangan paling besar dibandingkan pemegang saham lainnya. Karena itu, hak aliran kas menunjukkan insentif pemegang saham pengendali untuk mendapatkan pembayaran melalui dividen. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H1: Dividen lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali

yang memiliki hak aliran kas kecil daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas besar.

Hak kontrol memiliki implikasi yang berbeda dari hak aliran kas. Hak kontrol menunjukkan hak untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan dalam rangka memperoleh manfaat dari penggunaan kontrol tersebut. Pemegang saham pengendali tertarik untuk menggunakan hak kontrolnya untuk memperoleh manfaat pribadi dengan melakukan ekspropriasi. La Porta *et al.* (2002) menyatakan bahwa hak kontrol inilah yang sesungguhnya ditekankan oleh Jensen dan Meckling (1976) bahwa konsentrasi kepemilikan dapat berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. 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 nonpengendali karena pemegang saham pengendali lebih tertarik mendapatkan keuntungan privat yang tidak diberikan kepada pemegang saham nonpengendali. Pada saat pemegang saham besar mengendalikan perusahaan, kebijakannya menyebabkan ekspropriasi terhadap pemegang saham nonpengendali.

Kontrol mayoritas menyebabkan pemegang saham pengendali dapat menggunakan kekuasaan yang menguntungkan dirinya dalam berbagai keputusan penting, termasuk keputusan tentang pembayaran dividen. Apabila manfaat privat atas kontrol yang dimiliki besar, pemegang saham pengendali akan berusaha untuk mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk menghasilkan manfaat privat tersebut. Misalnya pemegang saham pengendali memperkaya diri sendiri dengan tidak membayar dividen atau membayar dividen lebih rendah. Dalam hal ini pemegang saham pengendali menggunakan kebijakan dividen untuk mendapatkan manfaat privat atas kontrol. Insentif untuk mendapatkan manfaat privat atas kontrol meningkat karena pemegang saham pengendali hanya kehilangan pembayaran dividen proporsional dengan hak aliran kas, namun mendapatkan manfaat privat penuh atas tindakan ekspropriasi. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H2: Dividen lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali

yang memiliki hak kontrol besar daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak kontrol kecil.

Seorang pemegang saham pengendali dapat mengendalikan sebuah perusahaan secara langsung atau melalui perusahaan lain. Apabila perusahaan mengendalikan perusahaan secara langsung, maka jumlah kemampuan pemegang saham pengendali tersebut untuk mengendalikan perusahaan digambarkan oleh jumlah saham yang dimilikinya (*one share one vote*). Apabila seorang pemegang saham pengendali memiliki saham sebesar 30%, maka kemampuannya untuk mengendalikan perusahaan adalah sebesar 30% tersebut. Dalam hal ini, hak kontrol sama dengan hak aliran kas. Namun kepemilikan piramida dan kepemilikan silang menyebabkan hak kontrol tidak sama dengan hak aliran kas. Selisih lebih antara hak kontrol dari hak aliran kas dinamai *leverage* hak aliran kas. *Leverage* hak aliran kas menunjukkan bahwa ada mekanisme yang diciptakan oleh pemegang saham pengendali untuk meningkatkan kemampuan mengendalikan perusahaan melebihi kepemilikan saham. Adanya *leverage* hak aliran kas menyebabkan satu saham satu suara (*one share one vote*) menjadi tidak sepenuhnya terjadi. Seorang pemegang saham dapat mengendalikan sebuah perusahaan lebih dari 30% terhadap sebuah perusahaan walaupun kepemilikannya pada perusahaan tersebut sebesar 30%. Misalnya seseorang memiliki PT A 60% dan selanjutnya PT A memiliki PT B sebesar 50%. Sebenarnya pemegang saham pengendali tersebut hanya memiliki saham di PT B 30% ($60\% \times 50\%$); namun mampu mengendalikan PT B sebesar 50% karena merupakan pengendali sepenuhnya pada PT A.

Pemegang saham pengendali menggunakan *leverage* hak aliran kas untuk kepentingan pribadi dengan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham nonpengendali. Dividen dibayar proporsional dengan hak aliran kas, sementara kontrol ditentukan oleh hak suara. Perbedaan hak kontrol di atas hak aliran kas menciptakan insentif dan kemampuan pemegang saham pengendali untuk mencari manfaat bentuk lain selain pembayaran dividen yang pro-rata. Manfaat privat lain tersebut akan lebih mudah diperoleh oleh pemegang saham pengendali apabila sumber daya tersedia di perusahaan. Sumber daya yang tersedia di perusahaan akan semakin besar apabila dividen tidak dibayar.

Karena itu, pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol berdampak terhadap pembayaran dividen yang lebih rendah agar dana yang tersedia dalam perusahaan lebih banyak untuk digunakan sesuai kebijakan pemegang saham pengendali. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H3: Dividen lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang tidak memiliki *leverage* hak aliran kas.

Leverage hak aliran kas dengan hak kontrol menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali meningkatkan kontrol di atas kepemilikan sahamnya. Semakin besar hak kontrol meningkat melebihi hak aliran kas menunjukkan semakin besar insentif dan kemampuan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi. Besarnya *leverage* hak aliran kas menunjukkan besarnya masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham nonpengendali. Dengan kontrol yang melebihi hak aliran kas, apalagi dengan perlindungan hukum yang lemah, pemegang saham pengendali seringkali melakukan aktivitas untuk meningkatkan keuntungan privat dengan mengorbankan pemegang saham nonpengendali.

Konflik keagenan seperti ini semakin besar apabila pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol melebihi hak aliran kas. Konflik keagenan akan semakin besar apabila pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas yang besar. Pemegang saham pengendali tertarik untuk memanfaatkan kontrol untuk kepentingan pribadi. Manfaat atas tindakan ekspropriasi sepenuhnya diperoleh oleh pemegang saham pengendali, sedangkan dampak keuangan yang disebabkan pembayaran dividen atau peningkatan nilai perusahaan proporsional dengan hak aliran kas. Karena itu, pemegang saham pengendali lebih tertarik menggunakan hak kontrol untuk mendapatkan manfaat privat dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham nonpengendali. *Leverage* hak aliran kas yang sangat besar menyebabkan pemegang saham pengendali tertarik untuk tidak membayar dividen karena kemampuannya untuk mendapatkan manfaat privat dari sumber daya perusahaan juga besar. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis

alternatif sebagai berikut:

H4: Dividen lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas besar daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas kecil.

Pada saat terjadi *leverage* hak aliran kas, pemegang saham pengendali mampu mengendalikan perusahaan melebihi hak aliran kasnya. Pada saat ini, insentif untuk melakukan ekspropriasi sudah besar. Namun konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham nonpengendali akan semakin tinggi apabila pemegang saham pengendali juga terlibat dalam manajemen. Keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen cukup tinggi, yaitu rerata terdapat pada 69% perusahaan publik Asia, Eropa, dan Amerika (La Porta *et al.*, 1999). Sebanyak 57% perusahaan publik Asia dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang juga terlibat dalam manajemen (Claessens *et al.*, 2000a). Bahkan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen lebih tinggi di Eropa, yaitu terjadi pada 68% perusahaan publik Eropa (Faccio dan Lang, 2002). Selain memiliki *leverage* hak aliran kas, La Porta *et al.* (1999) menyatakan kemampuan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi meningkat apabila ia juga terlibat dalam manajemen.

Pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan juga terlibat dalam manajemen tidak lagi sekedar mampu mempengaruhi manajemen, melainkan sudah merupakan bagian dari manajemen itu sendiri yang leluasa untuk melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya. Karena pemegang saham pengendali sudah bagian dari manajemen itu sendiri, pada saat pemegang saham pengendali tersebut memiliki *leverage* hak aliran kas, maka kemampuannya untuk mengeskpropriasi pemegang saham nonpengendali semakin efektif. Pada situasi seperti ini, pemegang saham pengendali tidak tertarik untuk memutuskan membayar dividen. Apabila dividen dibayar, pemegang saham pengendali hanya memperoleh dividen sebesar hak aliran kasnya. Pemegang saham pengendali tidak memperoleh dividen terbesar walaupun memiliki hak kontrol yang besar. Oleh karena itu, pemegang saham pengendali lebih tertarik untuk tidak membayar dividen atau memutuskan

membayar dividen lebih sedikit. Dengan tidak membayar dividen atau membayar dividen lebih sedikit, perusahaan masih memiliki sumber daya di perusahaan untuk diekspropriasi oleh pemegang saham pengendali yang juga merupakan bagian dari manajemen tersebut. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H5: Dividen lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan terlibat dalam manajemen daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas tetapi tidak terlibat dalam manajemen.

Pemegang saham besar di sebuah perusahaan dapat jadi tidak hanya satu. Pada pisah batas hak kontrol tertentu bisa jadi ditemukan lebih dari satu pemegang saham besar. Apabila ada pemegang saham besar lain, maka kemungkinan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi semakin terbatas. Dengan demikian konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham nonpengendali juga terkait dengan apakah pemegang saham pengendali dalam perusahaan merupakan pemegang saham pengendali tunggal. Apabila hanya terdapat pemegang saham pengendali tunggal, maka kemampuannya untuk melakukan ekspropriasi tidak dapat dikendalikan secara efektif oleh pemegang saham lain. Namun kemampuan pemegang saham pengendali untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan yang menguntungkan dirinya dapat dibatasi apabila dalam perusahaan terdapat pemegang saham pengendali kedua. Sebanyak 68% perusahaan publik Asia (Claessens *et al.*, 2000a) dan 54% perusahaan publik Eropa (Faccio dan Lang, 2002) dikendalikan oleh pemegang saham pengendali tunggal.

Konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham nonpengendali berkurang apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan. Gugler dan Yurtoglu (2003) serta Edwards dan Wichenrieder (2003) menyatakan bahwa pemegang saham besar lain memiliki insentif untuk membatasi tindakan ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali. Selain karena kepemilikan yang besar, keterwakilan pemegang saham kedua dalam komisaris dan direksi juga menyebabkan pengendalian terhadap kemungkinan ekspropriasi dapat dilakukan.

Pada saat *leverage* hak aliran kas ada di tangan pemegang saham pengendali, maka kemampuannya untuk mengekspropriasi pemegang saham nonpengendali melalui dividen akan dibatasi oleh pemegang saham besar lainnya. Dengan demikian, usaha pemegang saham pengendali untuk memanfaatkan sumber daya yang tidak dibagi sebagai dividen akan berkurang. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H6: Dividen lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan tidak ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan.

Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam periode enam tahun mulai dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2005. Data yang diperlukan dari setiap perusahaan sampel adalah data dividen dan kepemilikan saham. Data dividen kas, laba bersih, dan persentase kepemilikan imediat diperoleh dari laporan keuangan tahunan. Sedangkan data kepemilikan ultimat diperoleh dari Departemen Keuangan RI, *website* perusahaan, dan Osiris.

Klasifikasi kepemilikan tersebar atau terkonsentrasi didasarkan pada pisah batas hak kontrol 20%. Penggunaan pisah batas hak kontrol 20% cukup beralasan karena penelitian-penelitian sebelumnya mampu menangkap efektivitas kontrol bahkan dengan hak kontrol 10% (La Porta *et al.*, 2002) dan 20% (Claessens *et al.*, 2000b). Pemegang saham pengendali diidentifikasi untuk perusahaan yang memiliki konsentrasi kepemilikan dengan hak kontrol 20% atau lebih. Pemegang saham pengendali tersebut bisa meliputi keluarga, pemerintah, institusi keuangan dengan kepemilikan luas, perusahaan dengan kepemilikan luas, dan pemegang saham pengendali lainnya. Pemegang saham pengendali lain bisa meliputi investor asing, koperasi, dan karyawan. Pemegang saham pengendali keluarga diidentifikasi berdasarkan kesamaan nama belakang, hubungan perkawinan, dan kesamaan alamat rumah.

Variabel utama penelitian ini yang akan diujibedakan adalah dividen. Variabel dividen diproksi sebagai rasio pembayaran dividen dibagi laba bersih (dividen/laba bersih). Uji beda dividen didasarkan pada berbagai klasifikasi seperti besar kecilnya hak aliran kas pemegang saham pengendali, besar kecilnya hak kontrol pemegang saham pengendali, keberadaan *leverage* hak aliran kas, keterlibatan pemegang saham pengendali pada saat pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas dalam manajemen, serta

Tabel 1
Ringkasan Hipotesis

Hipotesis	Dividen Lebih Kecil Pada Saat	Dividen Lebih Besar Pada Saat
H1 Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Kecil	Besar
H2 Hak Kontrol Pemegang Saham Pengendali	Besar	Kecil
H3 <i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Ada	Tidak Ada
H4 <i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Lebih Besar	Lebih Kecil
H5 Ada <i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Pemegang Saham Pengendali Terlibat dalam Manajemen	Pemegang Saham Pengendali tidak Terlibat dalam Manajemen
H6 Ada <i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali	Tidak ada Pemegang Saham Pengendali Kedua	Ada Pemegang Saham Pengendali Kedua

keberadaan pemegang saham pengendali kedua pada saat pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas.

Besar kecilnya hak aliran kas ditentukan dengan membagi sampel menjadi dua bagian berdasarkan tinggi rendahnya hak aliran kas. Sebanyak 50% dari sampel yang pemegang saham pengendalinya memiliki hak aliran kas tertinggi akan dikategorikan sebagai hak aliran kas pemegang saham pengendali yang besar. Sebaliknya sebanyak 50% dari sampel yang pemegang saham pengendalinya memiliki hak aliran kas terendah akan dikategorikan sebagai hak aliran kas pemegang saham pengendali yang kecil. Hak aliran kas merupakan penjumlahan hak aliran kas langsung dan hak aliran kas tidak langsung. Hak aliran kas langsung diukur sebesar persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali secara langsung atas nama dirinya pada sebuah perusahaan. Hak aliran kas tidak langsung diukur dengan menjumlahkan hasil perkalian persentase kepemilikan saham dalam setiap rantai kepemilikan.

Besar kecilnya hak kontrol ditentukan dengan membagi sampel menjadi dua bagian berdasarkan tinggi rendahnya hak kontrol. Sebanyak 50% dari sampel yang pemegang saham pengendalinya memiliki hak kontrol tertinggi akan dikategorikan sebagai hak kontrol pemegang saham pengendali yang besar. Sebaliknya sebanyak 50% dari sampel yang pemegang saham pengendalinya memiliki hak kontrol terendah akan dikategorikan sebagai hak kontrol pemegang saham pengendali yang kecil. Hak kontrol merupakan penjumlahan hak kontrol langsung dan hak kontrol tidak langsung. Hak kontrol langsung diukur sebesar persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali secara langsung atas nama dirinya pada sebuah perusahaan. Hak kontrol tidak langsung diukur dengan menjumlahkan persentase kepemilikan saham yang minimum dalam setiap rantai kepemilikan.

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.

Keterlibatan pemegang saham pengendali pada saat pemegang saham pengendali tersebut memiliki *leverage* hak aliran kas dalam manajemen ditentukan

dengan menelusuri apakah pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen. Sampel yang pemegang saham pengendalinya memiliki *leverage* hak aliran kas dibagi berdasarkan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen. Sedangkan keberadaan pemegang saham pengendali kedua pada saat pemegang saham pengendali tersebut memiliki *leverage* hak aliran kas ditentukan dengan menelusuri apakah pemegang saham pengendali kedua terdapat di perusahaan. Sampel yang pemegang saham pengendalinya memiliki *leverage* hak aliran kas dibagi berdasarkan keberadaan pemegang saham pengendali kedua.

Pengujian hipotesis dilakukan dengan t-test untuk menguji apakah terdapat perbedaan rerata dividen yang dibayar berdasarkan kategori yang ditentukan. Sampel penelitian adalah sampel yang independen. Karena itu uji beda rerata yang digunakan adalah t-test untuk sampel independen. Uji beda rerata adalah metode yang digunakan untuk menguji kesamaan rerata dari dua populasi yang bersifat independen. Independen maksudnya adalah bahwa populasi yang satu tidak dipengaruhi atau tidak berhubungan dengan populasi yang lain. Formula dalam uji beda rerata t-test ditentukan sebagai berikut:

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sqrt{\frac{S_{X_1}^2}{n_1} + \frac{S_{X_2}^2}{n_2}}}$$

Simpulan statistika ditentukan berdasarkan nilai *p-value*. Apabila *p-value* lebih besar dari alpha 5%, maka hipotesis nol yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan rerata dividen diterima. Sebaliknya apabila *p-value* lebih kecil dari alpha 5%, maka hipotesis nol yang menyatakan tidak terdapat perbedaan rerata dividen ditolak.

HASIL PENELITIAN

Tabel 2 menyajikan deskripsi variabel. Peraga tersebut menunjukkan bahwa rerata dividen yang dibayar oleh perusahaan dalam 6 tahun adalah 12,46% dari laba yang diperoleh. Angka rerata yang kecil ini menunjukkan bahwa perusahaan Indonesia enggan membayar dividen. Hak aliran kas minimum sebesar 0,39% merupakan indikasi bahwa pemegang saham

pengendali mampu mengendalikan sebuah perusahaan dengan hak kontrol minimum 20,55% melalui rangkaian kepemilikan tidak langsung. Pemegang saham pengendali mampu meningkatkan *leverage* hak aliran kas sebesar 11,29% di atas hak aliran kas yang mereka miliki. Selain itu, sebesar 33% pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen dan sebanyak 67% pemegang saham pengendali adalah pemegang saham pengendali tunggal tanpa pengawasan dari pemegang saham besar lainnya.

Pada Tabel 3 tampak hasil pengujian hipotesis. Hipotesis pertama menyatakan bahwa dividen lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh

pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas kecil daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas besar. Rerata dividen pada perusahaan dengan pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas kecil adalah 8,99%. Sementara itu, rerata dividen pada perusahaan dengan pemegang saham pengendali yang memiliki hak aliran kas besar adalah 15,92%. Perbedaan rerata dividen signifikan secara statistik dan sesuai dengan prediksi dalam hipotesis.

Pernyataan dalam hipotesis kedua adalah bahwa dividen lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak

Tabel 2
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rerata	Std Deviasi
DIV (Dividen)	1230	.00	397.18	12.4601	37.48347
CFR (Hak Aliran Kas)	1230	.39	99.36	49.6257	22.66292
CR (Hak Kontrol)	1230	20.55	99.87	60.8476	19.26725
CFRL (<i>Leverage</i> Hak Aliran Kas)	1230	.00	79.71	11.2858	15.91082
MAN (Keterlibatan CS di Manajemen)	1230	.00	1.00	.3424	.47469
CS2 (Keberadaan CS Kedua)	1230	.00	1.00	.1325	.33915

Sumber: Hasil penelitian. Data diolah.

Tabel 3
Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Rerata Dividen	Signifikansi	Keterangan
H1 Hak Aliran Kas Pemegang Kecil Saham Pengendali Besar	8,99% 15,92%	0,000	Sesuai Prediksi
H2 Hak Kontrol Pemegang Besar Saham Pengendali Kecil	13,07% 11,84%	0,265	Tidak Sesuai Prediksi
H3 <i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali Ada Tidak Ada	9,62% 16,57%	0,000	Sesuai Prediksi
H4 <i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali Besar Kecil	8,53% 10,72%	0,213	Tidak Sesuai Prediksi
H5 Ada <i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali CS Manajemen CS Nonmanajemen	0,01% 21,09%	0,000	Sesuai Prediksi
H6 Ada <i>Leverage</i> Hak Aliran Kas Pemegang Saham Pengendali Tidak Ada CS Kedua Ada CS Kedua	10,64% 5,91%	0,000	Tidak Sesuai Prediksi

Sumber: Hasil penelitian. Data diolah.

kontrol besar daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki hak kontrol kecil. Bukti empiris menunjukkan bahwa rerata dividen pada saat hak kontrol pemegang saham pengendali besar adalah 13,07% dan pada saat hak kontrol pemegang saham pengendali kecil adalah 11,84%. Selain perbedaan rerata dividen ini terbalik dari segi jumlah matematik, perbedaan ini juga tidak signifikan secara statistik. Bukti empiris ini menunjukkan bahwa hipotesis kedua tidak didukung.

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa dividen lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang tidak memiliki *leverage* hak aliran kas. Rerata dividen pada saat *leverage* hak aliran kas ada adalah 9,62%; rerata dividen pada saat *leverage* hak aliran kas tidak ada adalah 16,57%. Perbedaan rerata dividen ini signifikan secara statistik dan sesuai dengan prediksi dalam hipotesis.

Hipotesis keempat tidak didukung secara empiris. Dalam hipotesis ini dinyatakan bahwa dividen lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas besar daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas kecil. Walaupun secara matematik ada perbedaan rerata dividen, namun perbedaan ini tidak signifikan secara statistik.

Bukti empiris untuk pengujian hipotesis kelima sangat kuat. Pada saat pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen, perusahaan hampir tidak membayar dividen. Sebaliknya, pada saat pemegang saham pengendali tidak terlibat dalam manajemen, perusahaan membayar dividen cukup besar, yaitu sekitar 21,09%. Dengan bukti empiris yang diperleh ini dapat dinyatakan bahwa dividen lebih kecil pada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan terlibat dalam manajemen daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas tetapi tidak terlibat dalam manajemen.

Berbeda dari hipotesis kelima, bukti empiris terhadap pengujian hipotesis keenam justru menghasilkan arah yang terbalik. Hipotesis memprediksi bahwa dividen lebih kecil pada perusahaan yang

dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan tidak ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan daripada perusahaan yang dikendalikan oleh pemegang saham pengendali yang memiliki *leverage* hak aliran kas dan ada pemegang saham pengendali kedua di perusahaan. Bukti empiris menunjukkan justru sebaliknya, yaitu dividen lebih besar pada saat perusahaan dikendalikan oleh pemegang saham pengendali tunggal dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali lebih dari satu.

PEMBAHASAN

Bukti empiris yang menunjukkan bahwa pembayaran dividen lebih besar apabila pemegang saham pengendali memiliki hak aliran kas yang besar menunjukkan adanya tindakan yang selaras antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham lain. Hak aliran kas merupakan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk menyelaraskan kepentingannya dengan pemegang saham lainnya. Dengan hak aliran kas yang besar, pemegang saham pengendali tidak tertarik untuk melakukan ekspropriasi. Sejalan dengan temuan empiris oleh La Porta *et al.* (2002) bahwa ekspropriasi terlalu mahal untuk dilakukan oleh pemegang saham pengendali apabila ia memiliki hak aliran kas yang tinggi. Apabila pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi pada saat hak aliran kasnya tinggi, maka pemegang saham pengendali itu sendiri menanggung akibat buruk dari tindakan ekspropriasi yang dilakukannya. Karena tidak bersedia menanggung akibat buruk, maka pemegang saham pengendali memutuskan tidak melakukan ekspropriasi.

Hak aliran kas yang besar menunjukkan insentif untuk menghindari ekspropriasi. Namun hak kontrol yang besar tidak mesti secara otomatis berimplikasi pada tindakan ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali melalui dividen terhadap pemegang saham nonpengendali. Hipotesis memprediksi bahwa pada saat pemegang pengendali mampu mengendalikan perusahaan, kebijakan mereka menyebabkan ekspropriasi terhadap pemegang saham nonpengendali. Prediksi ini sejalan dengan pernyataan Shleifer dan Vishny (1997), La Porta *et al.* (1999), dan Claessens *et al.* (2000a) bahwa konsentrasi hak kontrol oleh pemegang saham pengendali berimplikasi pada

ekspropriasi pemegang saham nonpengendali karena pemegang saham pengendali lebih tertarik mendapatkan keuntungan privat yang tidak diberikan kepada pemegang saham nonpengendali.

Hak kontrol tidak sepenuhnya mampu menangkap kemungkinan adanya tindakan ekspropriasi karena dalam hak kontrol belum sepenuhnya tergambar adanya peningkatan kontrol di atas hak aliran kas yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali. Pada saat terdapat selisih lebih antara hak kontrol dari hak aliran kas, dinamai *leverage* hak aliran kas, bukti empiris yang kuat menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi melalui dividen untuk memperoleh manfaat privat. Hal ini dapat diketahui dari bukti empiris bahwa perusahaan membayar dividen lebih kecil apabila pemegang saham pengendali memiliki *leverage* hak aliran kas. Sumber daya yang dapat diekspropriasi untuk memperoleh manfaat privat akan lebih besar apabila dividen dibagi lebih kecil kepada pemegang saham.

Leverage hak aliran kas merupakan insentif untuk melakukan ekspropriasi melalui dividen. Insentif tersebut semakin besar apabila pemegang saham pengendali juga merupakan bagian dari manajemen. Dengan memiliki *leverage* hak aliran kas dan juga terlibat dalam manajemen, pemegang saham pengendali semakin leluasa untuk melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya. Keleluasaan mengendalikan kebijakan perusahaan menjadi daya tarik bagi pemegang saham pengendali untuk memutuskan tidak membayar dividen. Apabila dividen tidak membayar, maka perusahaan memiliki sumber daya yang banyak untuk diekspropriasi oleh pemegang saham pengendali.

Keberadaan pemegang saham besar, pemegang saham pengendali kedua, di perusahaan diprediksi mampu membatasi tindakan ekspropriasi pemegang saham pengendali. Namun bukti empiris tidak mendukung dugaan ini. Ada dua kemungkinan penyebab hal ini. Pertama, jumlah perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali kedua cukup kecil, yaitu sekitar 13%. Jumlah yang kecil ini tidak mampu menunjukkan kekuatan yang signifikan dalam membatasi tindakan ekspropriasi pemegang saham pengendali. Kedua, ada kemungkinan pemegang saham pengendali berkoalisi dengan pemegang saham pengendali kedua. Koalisi yang terjadi adalah perolehan manfaat privat bagi semua pemegang saham besar

dengan mengekspropriasi pemegang saham nonpengendali. Dukungan terhadap dugaan ini terlihat dari pembayaran dividen yang lebih kecil apabila pemegang saham pengendali kedua ada di perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham nonpengendali merupakan realitas yang sulit dipungkiri. Hal ini terlihat dari bukti empiris bahwa *leverage* hak aliran kas digunakan oleh pemegang saham pengendali untuk memperoleh manfaat privat melalui kebijakan dividen. Insentif melakukan ekspropriasi semakin besar apabila pemegang saham pengendali juga terlibat dalam manajemen perusahaan. Namun di sisi lain, hak aliran kas membatasi tindakan ekspropriasi ini. Pemegang saham pengendali tidak tertarik melakukan ekspropriasi melalui dividen apabila ia memiliki hak aliran kas yang tinggi karena tindakan ekspropriasi tersebut dapat merugikan dirinya sendiri.

Saran

Dua keterbatasan penelitian ini yang dapat dijadikan perbaikan untuk penelitian selanjutnya terkait dengan identifikasi pemegang saham pengendali dan dokumentasi tindakan ekspropriasi. Identifikasi pemegang saham pengendali semata-mata dilakukan melalui identifikasi kesamaan nama belakang, kesamaan alamat rumah, dan adanya hubungan perkawinan. Identifikasi pemegang saham pengendali dapat ditingkatkan apabila data yang lebih komprehensif terkait dengan hubungan keluarga antar-pemegang saham tersedia. Selain itu, penelitian ini menggunakan pengujian pembayaran dividen dengan konsentrasi kepemilikan untuk mengidentifikasi kemungkinan adanya ekspropriasi tanpa menggunakan data tentang tindakan ekspropriasi itu sendiri. Pengujian akan lebih *robust* apabila data tentang tindakan ekspropriasi benar-benar tersedia.

DAFTAR PUSTAKA

- Berle, Adolph dan Means, Gardiner. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan, New York, N.Y.
- Brickley, J.A.; Lease, R.C., dan Smith, C.W. 1988. "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments." *Journal of Financial Economics*. No. 20: 267-291.
- Carvalho-da-Silva, Andre dan Leal, Ricardo. 2004. "Corporate Governance, Market Valuation, and Dividend Policy in Brazil." Working Paper of COPPEAD Graduate Business School Federal University of Rio de Janeiro.
- Chen, C.R. dan Steiner, T.L. 1999. "Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy." *Financial Review*. No. 34: 119-136.
- Claessens, Stijin, Djankov, Simeon, Fan, Joseph, dan Lang, Larry. 2000b. "Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. Policy Research Working Paper 2000, The World Bank.
- 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.
- Crutchley, C.E., Jensen, M.R.H., Jahera, J.S., dan Raymond, J.E. 1999. "Agency Problem and the Simultaneity of Financial Decision Making: the Role of Institutional Ownership." *International Review of Financial Analysis*. No. 8/2: 177-197.
- Dyck, Alexander dan Zingales, Luigi. 2002. "Privat Benefits of Control: An International Comparison. NBER Working Paper No. 8711.
- Easterbrook, Frank. 1984. "Two Agency Cost Explanations of Dividends." *American Economic Review*. Vol. 74, No. 4: 650-659.
- Edwards, Jeremy S.S. dan Weichenrieder. 2003. "Ownership Concentration and Share Valuation: Evidence from Germany." CESifo Working Paper No. 193.
- 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.
- Gilson, Ronald J. dan Gordon, Jeffrey N. 2003. "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, G.A., Solberg, D.P., dan Zorn, T.S. 1992. "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. No. 27: 247-263.
- 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. 2000. "Agency Problems and Dividend Policies Around the World." *Journal of Finance*. Vol. 55: 1-33.
- 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.
- Lefort, Fernando dan Walker, Eduardo. 2005. "The Effect of Corporate Governance Practice on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile." Working Paper of Pontificia Universidad Catolica de Chile.
- Morck, Randall; Wolfenzon, Daniel; dan Yeung, Bernard. 2004. "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth." NBER Working Paper No. 10692.
- Noronha, G.M.; Shome, D.K.; dan Morgeran, G.E. 1996. "The Monitoring Rationale for Dividends and the Interactions of Capital Structure and Dividends Decision". *Journal of Banking and Finance*. April: 439-454.
- 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. 1994. "Politicians and Firms." *Quarterly Journal of Economics*. No. 109: 995-1025.
- Shleifer, Andrei dan Vishny, Robert W. 1997. "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*. Vol. 52 No. 2: 737-783.
- Yurtoglu, B. Burci. 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.