

TELAAH NILAI PERUSAHAAN BERDASARKAN STRUKTUR KEPEMILIKAN

Monica Angelina Tandiyo
Daniel Sugama Stephanus

Universitas Ma Chung, Villa Puncak Tidar Bl N/1,
Bandulan, Sukun, 65145
Surel: 121010019@student.machung.ac.id

Abstrak: Telaah Nilai Perusahaan Berdasarkan Struktur Kepemilikan. Penelitian ini ingin menguji apakah terdapat hubungan antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan 246 sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil yang didapatkan menunjukkan bahwa hak arus kas dan hak kontrol berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, *cash flow right leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan apabila pemegang saham pengendali terlibat di dalam manajemen, dan *cash flow right leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua.

Abstract: Analysis of Firm Value Based on Ownership Structure. Concentrated ownership can make controlling shareholders has control right bigger than their cash flow right. This research is aimed to test whether there is an effect of ownership structure on company value. This research took 246 sampels of listed companies in Bursa Efek Indonesia. The result indicated that cash flow right and control right have positive effect on company value, cash flow right leverage has positive effect on company value if controlling shareholder involved in the management, and cash flow right leverage has a negative effect on company value if there is second controlling shareholder.

Kata kunci: Struktur kepemilikan terkonsentrasi, Hak arus kas, Hak kontrol, *Cash flow right leverage*, Nilai perusahaan.

Perusahaan yang telah menjual sahamnya pada pasar modal menyebabkan saham perusahaan itu dimiliki oleh masyarakat luas, yang memungkinkan terbentuknya struktur kepemilikan menjadi dua bentuk yaitu kepemilikan tersebar dan kepemilikan terkonsentrasi (Sujatmika dan Suryaningsum 2010). Struktur kepemilikan tersebar terjadi saat perusahaan memiliki banyak pemegang saham yang tersebar. Struktur kepemilikan terkonsentrasi adalah perusahaan memiliki pemegang saham pengendali, sehingga pemegang saham pengendali dapat memengaruhi kebijakan perusahaan.

Adanya struktur kepemilikan yang terkonsentrasi menyebabkan pemegang saham memiliki hak kontrol yang lebih besar daripada hak arus kas yang di-

milikinya. Hak kontrol yang lebih besar daripada hak arus kas akan memungkinkan pemegang saham pengendali untuk dapat melakukan tindakan-tindakan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham minoritas. hal tersebut akan menyebabkan adanya konflik kepentingan atau *agency problem* antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas.

Hak arus kas adalah hak pemegang saham atas keuangan suatu perusahaan, sedangkan hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan-kebijakan penting perusahaan. Perbedaan antara hak kontrol dan hak arus kas yang dimiliki oleh perusahaan disebut dengan *cash flow right leverage* (Siregar 2008). Hal tersebut yang menjadi dasar bagi para peneliti untuk



Jurnal Akuntansi Multiparadigma
JAMAL
Volume 5
Nomor 1
Halaman 1-169
Malang, April 2014
ISSN 2086-7603
e-ISSN 2089-5879

mencari tahu ada atau tidaknya hubungan antara struktur kepemilikan terkonsentrasi dengan nilai perusahaan. Konsep terbaik yang digunakan untuk menilai perusahaan adalah nilai pasar karena data didasarkan pada penilaian yang moderat (Christiawan dan Tarigan 2007). Siregar (2008) melakukan penelitian untuk mencari tahu hubungan antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan. Hasil yang didapatkannya adalah hak arus kas memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian tersebut tidak berhasil membuktikan bahwa *Cash Flow Right Leverage* berpengaruh yang terhadap nilai perusahaan apabila pemegang saham yang juga terlibat dalam manajemen dan terdapat pemegang saham pengendali kedua. Padahal, Lemmon dan Lins (2003), berhasil membuktikan terdapat pengaruh negatif *cash flow rights leverage* terhadap nilai perusahaan jika pemegang saham terlibat dalam manajemen. Hal tersebut sama hasil penelitian yang dilakukan oleh Claessens *et al.* (2002) yang juga menemukan bahwa terdapat pengaruh negatif *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan. Yurtolgu (2003) berhasil membuktikan bahwa terdapat pengaruh positif *cash flow rights leverage* terhadap nilai perusahaan. Carvalhal dan Leal (2004) menemukan bahwa terdapat pengaruh negatif hak kontrol terhadap nilai perusahaan. Xia (2008) juga melakukan penelitian untuk melihat hubungan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan di Cina. Hasil yang didapat adalah terdapat pengaruh positif *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan apabila pemegang saham pengendali adalah pendiri.

Penelitian ini memiliki beberapa tujuan yaitu untuk membuktikan adanya (1) pengaruh hak arus kas terhadap nilai perusahaan, (2) adanya pengaruh hak kontrol terhadap nilai perusahaan, (3) pengaruh *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan jika pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen, (4) *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan jika terdapat pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan, dan (5) pengaruh *cash flow rights leverage* terhadap nilai perusahaan jika pemegang saham pengendali adalah pendiri perusahaan.

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah obyek penelitian (Kuncoro 2009) yaitu seluruh perusahaan yang *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008-2012. Penelitian ini menggunakan *purposive sampling* yaitu sampel yang diambil dengan kriteria tertentu yang memberikan informasi yang berguna bagi peneliti (Sulistyo 2010).

Penelitian ini menggunakan data kuantitatif dan sumber datanya adalah data sekunder. Data sekunder dalam penelitian ini didapatkan dari buku, jurnal, skripsi yang mendukung penelitian ini, laporan keuangan perusahaan, penelusuran atas catatan atas laporan keuangan, dan data harga saham dari www.yahoofinance.com. Kriteria *sampling* adalah: (1) perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI selama periode 2008-2012 secara berturut-turut, (2) perusahaan bukan merupakan bank dan jasa keuangan lainnya, (3) data yang dibutuhkan

Tabel 1. Jumlah Sampel Penelitian

| Keterangan | Jumlah |
|--|---------------|
| Total Perusahaan Tahun 2008-2013 | 482 |
| Perusahaan IPO 2013 | 24 |
| Perusahaan IPO 2012 | 23 |
| Perusahaan IPO 2011 | 25 |
| Perusahaan IPO 2010 | 23 |
| Perusahaan IPO 2009 | 12 |
| Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya | 63 |
| Perusahaan Yang Laporan Keuangannya Tidak Lengkap | 2 |
| Perusahaan yang Menerbitkan Laporan Keuangan kurang dari 5 thn | 16 |
| Perusahaan yang Menggunakan Mata Uang Dollar | 48 |
| Total Perusahaan Sampel | 246 |

tersedia dengan lengkap (ICMD dan menerbitkan laporan keuangan yang telah diaudit dari tahun 2008-2012), dan (4) laporan keuangan perusahaan berakhir pada 31 Desember dan memakai rupiah sebagai mata uang pelaporan.

Sampel dalam penelitian ini berjumlah 246 perusahaan. Tabel 1 yang menjelaskan jumlah perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini.

Variabel dalam penelitian ini menggunakan data tahunan. Adapun variabel-variabel tersebut adalah sebagai berikut. Variabel independen atau variabel X adalah variabel yang menjelaskan atau memengaruhi variabel yang lain (Sarwono 2009). Di dalam penelitian ini yang menjadi variabel independen adalah Hak Arus Kas (CFR), Hak Kontrol (CR), *Cash Flow Right Leverage* (CFRL), Keterlibatan Pemegang Saham dalam Manajemen (CSM), Pemegang Saham Pengendali Kedua (CS2), dan Pendiri (P).

CFR adalah data struktur kepemilikan perusahaan yang digunakan untuk menghitung hak arus kas dapat diperoleh dari persentase kepemilikan yang terdapat dalam catatan atas laporan keuangan. CR adalah data struktur kepemilikan perusahaan yang digunakan untuk menghitung hak kontrol dapat diperoleh dari persentase kepemilikan yang terdapat dalam catatan atas laporan keuangan. Data mengenai CFRL diperoleh dengan cara mengurangi data CR dengan data CFR. CSM adalah variabel keterlibatan pemegang saham dalam manajemen yang merupakan variabel *dummy*. Jika pemegang saham terlibat dalam manajemen maka akan diberi nilai 1. Jika pemegang saham tidak terlibat dalam manajemen maka akan diberi nilai 0. CS2 merupakan variabel *dummy*. Jika dalam perusahaan terdapat pemegang saham pengendali kedua maka diberi nilai 1. Jika dalam perusahaan tidak ada pemegang saham pengendali kedua maka diberi nilai 0. P adalah variabel pemilik merupakan variabel *dummy*. Jika pemegang saham pengendali merupakan pendiri dari perusahaan maka akan diberi nilai 1. Jika pemegang saham pengendali bukan merupakan pendiri dari perusahaan maka akan diberi nilai 0.

Penelitian ini menggunakan *Tobin's Q* untuk mengukur nilai perusahaan. Menurut Sudiyatno dan Puspitasari (2010), *Tobin's Q* ditemukan oleh James Tobin seorang guru besar di Yale University tahun 1969. James Tobin mengemukakan pendapat bahwa seluruh nilai pasar perusahaan pada harga

pasar saham akan sama dengan biaya penempatan aset perusahaan. Pendapat itulah yang menjadi konsep dasar dalam mengembangkan *Tobin's Q*. *Tobin's Q* merupakan alat yang sederhana tapi mampu untuk menjelaskan hubungan bisnis dan ekonomi yang kompleks. Nilai *Tobin's Q* menunjukkan peluang adanya investasi dan adanya potensi perusahaan untuk berkembang. *Tobin's Q* mengukur nilai perusahaan dari sisi nilai pasar perusahaan itu yang tercermin dari harga pasar saham.

Tobin's Q telah banyak digunakan oleh perusahaan untuk menjelaskan beberapa fenomena yang beragam seperti perbedaan kepentingan dalam pengambilan keputusan investasi atau diversifikasi, hubungan antara kepemilikan saham oleh manajer dengan nilai perusahaan, hubungan antara kinerja manajer dengan keuntungan penawaran tender, peluang investasi, pembiayaan dividen, dan kebijakan kompensasi. Chung dan Pruitt (1994) menjelaskan rumus *Tobin's Q* adalah sebagai berikut.

$$q = \frac{MVS+D}{TA}$$

Nilai dari hasil perhitungan *Tobin's Q* memiliki beberapa arti tergantung termasuk ke dalam kriteria yang mana nilai yang dihasilkan. *Tobin's Q* < 1 memiliki arti bahwa saham suatu perusahaan dinilai *undervalued*, manajemen gagal untuk mengelola aset perusahaan dan pertumbuhan investasi perusahaan rendah. *Tobin's Q* = 1 memiliki arti saham perusahaan dalam kondisi rata-rata, manajemen tidak memiliki perkembangan apapun dalam mengelola perusahaan, dan pertumbuhan investasi perusahaan tidak berkembang. *Tobin's Q* > 1 memiliki arti saham perusahaan dinilai *overvalued*, manajemen berhasil mengelola aset perusahaan, dan perusahaan memiliki potensi pertumbuhan investasi yang tinggi (Sudiyatno dan Puspitasari 2010).

Penelitian ini menggunakan regresi linier berganda dengan $\alpha = 5\%$. Dalam penelitian ini menggunakan beberapa model regresi untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan yang telah dibuat. Model persamaan regresi untuk penelitian ini adalah sebagai berikut.

- $Tobin's Q = a + a_1CFR + a_2CR + a_3Size + a_4ROA + e$
- $Tobin's Q = b + b_1CFRL + b_2CSM + b_3CFRL*CSM + b_4Size + b_5ROA + e$

- c. $Tobin's\ Q = c + c_1CFRL + c_2CS2 + c_3CFRL*CS2 + c_4Size + c_5ROA + e$
 d. $Tobin's\ Q = d + d_1P + d_2CFRL + d_3CFRL*P + d_4Size + d_5ROA + e$

Data laporan keuangan yang digunakan untuk menghitung Q diperoleh dari kewajiban total, kas, piutang, persediaan, aset total jumlah saham yang beredar, dan harga pasar saham.

Model regresi a digunakan untuk menguji pengaruh positif hak arus kas pemegang saham pengendali terhadap nilai perusahaan dan pengaruh negatif hak kontrol pemegang saham pengendali terhadap nilai perusahaan. Pengaruh negatif *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen diuji dengan menggunakan model regresi b. Pengaruh *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua diuji dengan menggunakan model regresi c. Sedangkan pengaruh positif *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan apabila pemegang saham pengendali merupakan pendiri dari perusahaan diuji dengan menggunakan model regresi d.

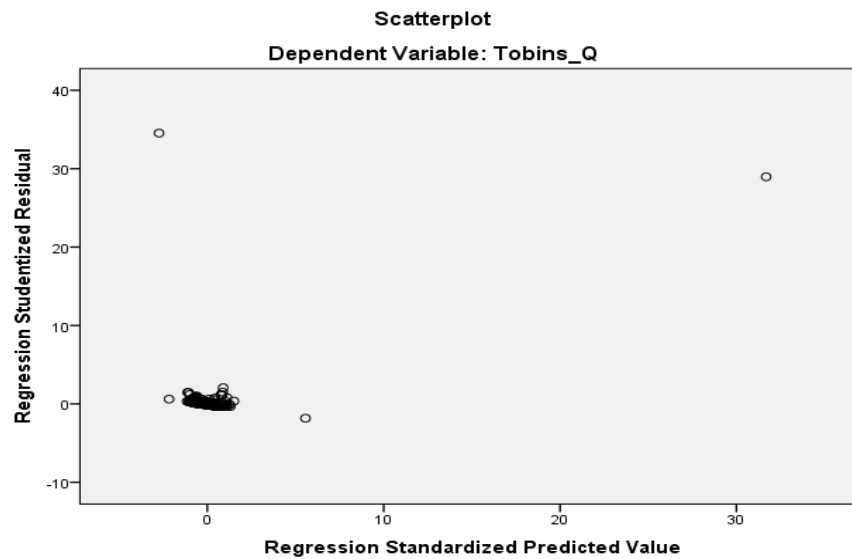
Variabel ukuran perusahaan didapatkan dengan cara melogaritmanaturalkan aset total yang dimiliki oleh perusahaan. Data laporan keuangan yang digunakan untuk menghitung ROA dapat diketahui dari laba bersih dan aset total yang terdapat dalam laporan posisi keuangan dan laporan laba rugi komprehensif.

Penelitian ini menggunakan uji regresi linier berganda dalam melakukan pengujian terhadap hipotesis. Regresi linear berganda digunakan untuk jumlah variabel independen lebih dari dua. Pengujian data asumsi klasik merupakan syarat yang harus dipenuhi sebelum melakukan uji regresi. Pengujian asumsi klasik yang ada pada penelitian ini yaitu: uji normalitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi (Santoso 2009).

Uji normalitas dilakukan dengan uji *Kolmogrov Smirnov* yaitu uji beda antara data yang diuji normalitasnya dengan data normal baku. Seperti pada uji beda biasa, jika signifikansi di bawah 0,05 berarti data berdistribusi tidak normal. Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji sama atau tidaknya varian dari residu dari satu observasi ke observasi yang lainnya. Model regresi yang memenuhi persyaratan adalah terdapat kesamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap disebut homoskedastisitas. Uji heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan menggunakan *scatter plot*. Jika pada *scatter plot* terdapat pola tertentu maka data dapat dikatakan terkena heteroskedastisitas. Sedangkan uji autokorelasi bertujuan untuk menguji ada atau tidaknya korelasi antara data pada waktu ke t dengan data pada waktu ke t_{-1} . Uji autokorelasi ini dapat dilakukan dengan menggunakan uji Durbin-Watson. Untuk mendeteksi adanya autokorelasi maka dilakukan pengujian Durbin-Watson (DW) dengan ketentuan bahwa nilai DW yang dihasilkan dari pengujian harus berada di sekitar angka 2 (Gujarati 2004).

Tabel 2. Statistik Deskriptif

| | <i>Minimum</i> | <i>Maximum</i> | <i>Mean</i> | <i>Std. Deviation</i> |
|---------------------------|----------------|----------------|-------------|-----------------------|
| <i>Tobins_Q</i> | -.9872 | 514.2984 | 1.897352 | 16.0148222 |
| <i>ROA</i> | -112.4767 | 15.4777 | -.029502 | 3.2534602 |
| <i>SIZE</i> | -.5192 | 32.8365 | 27.619527 | 1.9824623 |
| <i>CR</i> | .0000 | 4.3100 | .500242 | .2750199 |
| <i>CFR</i> | .0000 | 4.3100 | .464497 | .2797108 |
| <i>CFRL</i> | .0000 | .8242 | .035745 | .1301756 |
| <i>CSM</i> | .0000 | 1.0000 | .038211 | .1917842 |
| <i>CS2</i> | .0000 | 1.0000 | .553659 | .4973146 |
| <i>CFRL_CSM</i> | .0000 | .7072 | .001078 | .0267739 |
| <i>CFRL_CS2</i> | .0000 | 1.3914 | .012016 | .1035633 |
| <i>Valid N (listwise)</i> | | | | |



Gambar 1. Scatter Plot untuk Model Regresi Pertama

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 2 menjelaskan statistik deskriptif penelitian. Banyaknya data adalah 1.230 yang merupakan hasil perkalian dari perusahaan yang menjadi sampel (246 perusahaan) dan periode penelitian (5 tahun). Nilai minimum dalam statistik deskriptif menandakan data terkecil untuk tiap variabel yang telah diinputkan. Nilai maksimum dalam statistik deskriptif menandakan data terbesar untuk tiap variabel yang telah diinputkan. Rata-rata merupakan rata-rata dari semua data untuk tiap variabel. Sedangkan standar deviasi adalah besarnya penyimpangan data dari rata-rata data yang telah dimasukkan. Semakin besar standar deviasi suatu variabel berarti semakin luas lebar rentang dari data yang telah dimasukkan. Semakin kecil standar deviasi suatu variabel berarti semakin sempit rentang dari data yang telah dimasukkan.

Uji asumsi klasik merupakan salah satu syarat yang harus dipenuhi sebelum melakukan pengujian terhadap regresi. Dalam penelitian ini uji asumsi klasik yang dilakukan hanya tiga yaitu heteroskedastisitas, autokorelasi, dan normalitas. Uji multikolinieritas merupakan uji asumsi klasik yang digunakan untuk menguji ada atau tidaknya korelasi antara variabel independen. Uji asumsi klasik multikolinieritas tidak dilakukan dalam penelitian ini karena dalam penelitian ini hanya menguji secara parsial bukannya secara simultan.

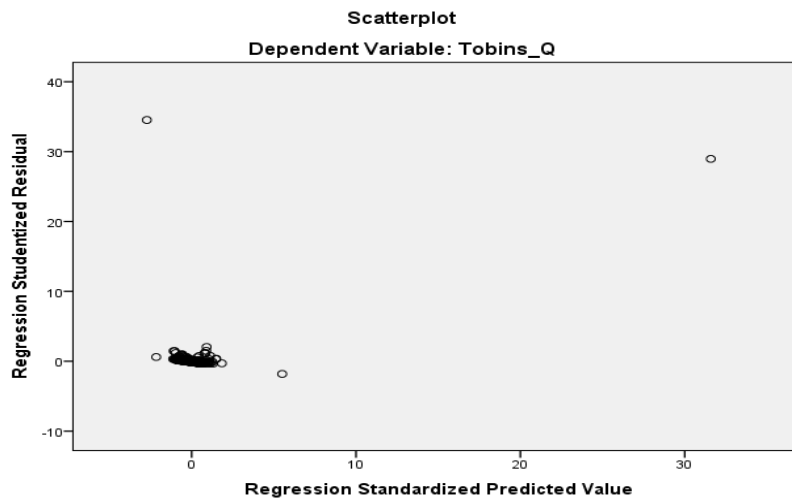
Pengujian heteroskedastisitas dilakukan untuk tiap model regresi yang telah

dibuat. Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini ada 4, sehingga seharusnya pengujian heteroskedastisitas juga dilakukan 4 kali kecuali untuk model regresi yang terakhir karena tidak tersedianya data yang dibutuhkan oleh peneliti. Oleh karena itu, pengujian heteroskedastisitas dalam penelitian ini hanya dilakukan 3 kali untuk ketiga model regresi.

Pengujian heteroskedastisitas yang pertama dilakukan untuk model regresi yang pertama. Berikut merupakan gambar hasil pengujian heteroskedastisitas untuk model regresi yang pertama.

Berdasarkan *scatter plot* di atas dapat dilihat bahwa titik-titik yang terdapat dalam *scatter plot* tidak membentuk pola tertentu, melainkan ada yang mengumpul dan ada yang menyebar. Hal tersebut memiliki arti bahwa untuk model regresi yang pertama terbebas dari heteroskedastisitas. Pengujian heteroskedastisitas yang kedua dilakukan untuk model regresi yang kedua. Gambar 2 yang merupakan hasil pengujian heteroskedastisitas untuk model regresi yang kedua.

Berdasarkan *scatter plot* pada Gambar 2 dapat dilihat bahwa titik-titik yang terdapat dalam *scatter plot* tidak membentuk pola tertentu. Hal ini berarti bahwa model regresi kedua terbebas dari heteroskedastisitas. Pengujian heteroskedastisitas yang ketiga dilakukan untuk model regresi ketiga. Berikut merupakan gambar hasil pengujian heteroskedastisitas untuk model regresi yang ketiga.



Gambar 2. Scatter Plot untuk Model Regresi Kedua

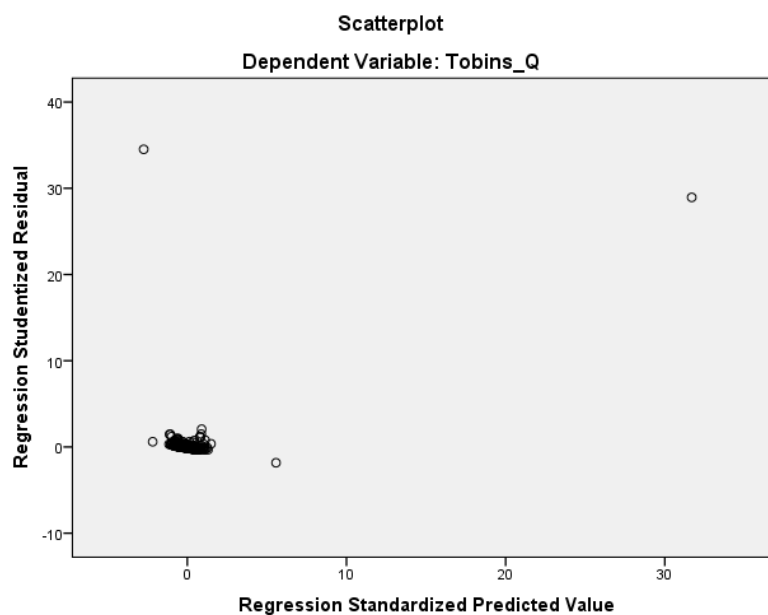
Berdasarkan *scatter plot* pada Gambar 3 dapat dilihat bahwa titik-titik yang terdapat dalam *scatter plot* tidak membentuk pola tertentu. Hal ini berarti bahwa model regresi yang ketiga ini terbebas dari heteroskedastisitas.

Pengujian autokorelasi ini dilakukan untuk tiap model regresi yang telah dibuat dalam penelitian ini. Pengujian autokorelasi yang pertama dilakukan untuk model regresi yang pertama. Dalam pengujian autokorelasi yang pertama didapatkan nilai DW sebesar 1,654. Nilai DW yang dihasilkan tersebut berada pada kriteria nilai DW di sekitar 2. Hal ini memiliki arti bahwa data yang digunakan untuk model regresi pertama terbebas dari

autokorelasi, sehingga data untuk model regresi yang pertama tidak memiliki hubungan antara variabel t dan variabel t_{-1} .

Pengujian autokorelasi yang kedua dilakukan untuk model regresi yang kedua. Dalam pengujian autokorelasi untuk model regresi kedua ini didapatkan nilai DW sebesar 1,655. Nilai DW yang dihasilkan ini berada di sekitar 2. Hal ini memiliki arti bahwa data yang digunakan untuk model regresi kedua ini bebas dari autokorelasi, sehingga data yang digunakan tidak memiliki hubungan antara data pada periode t dan periode t_{-1} .

Pengujian autokorelasi yang ketiga dilakukan untuk model regresi yang ketiga. Dalam pengujian autokorelasi untuk model



Gambar 3. Scatter Plot untuk Model Regresi Ketiga

regresi yang ketiga ini didapatkan nilai DW sebesar 1,654. Nilai DW yang didapatkan ini terletak di sekitar 2, sehingga data yang digunakan untuk model regresi ketiga ini bebas dari autokorelasi. Hal ini berarti bahwa data periode t dan data periode t_{-1} yang digunakan dalam model regresi ketiga ini tidak memiliki hubungan.

Pengujian normalitas yang dilakukan dalam penelitian ini dilakukan 1 kali untuk semua variabel, baik itu variabel untuk model regresi pertama, model regresi kedua, dan model regresi ketiga. Namun, untuk variabel-variabel yang digunakan dalam menguji hipotesis kelima atau model regresi keempat tidak dimasukkan dalam pengujian normalitas. Hal ini dikarenakan variabel-variabel penelitian tersebut tidak dapat dihitung karena data yang dibutuhkan tidak diperoleh oleh peneliti. Pengujian normalitas ini tidak dilakukan untuk tiap model regresi.

Berdasarkan hasil uji normalitas diketahui normalitas dari masing-masing variabel. Nilai *sig.* yang dihasilkan dari pengujian Kolmogorov Smirnov ini membuktikan data berdistribusi normal atau tidak. Dalam pengujian normalitas ini hanya variabel *Size* saja yang berdistribusi normal. Hal ini dibuktikan dengan nilai *sig* lebih besar daripada 0,05 ($0,151 > 0,05$). Sedangkan variabel-variabel yang lainnya yaitu Tobin's Q, ROA, CR, CFR, CFRL, CSM, CS2, CFRL*CSM, dan CFRL*CS2 tidak berdistribusi normal. Oleh karena itu, penelitian dilanjutkan dengan melakukan regresi linier berganda dengan metode *bootstrapping*.

Menurut IBM (2011), *bootstrapping* adalah suatu metode untuk menderivasi estimasi yang kuat mengenai standar *error*, selang kepercayaan untuk mengestimasi rata-rata, nilai tengah, proporsi, rasio, koefisien

korelasi, dan koefisien regresi. *Bootstrapping* merupakan suatu alat yang berguna sebagai alternatif dalam estimasi parametrik ketika asumsi suatu metode tidak dapat dipenuhi. *Bootstrapping* memperkirakan distribusi sampel dari estimator dengan menyampel ulang dengan penggantian ulang dari sampel yang sebenarnya. Penyampelan ulang dengan penggantian akan menyediakan estimasi yang lebih akurat dan andal dari data. Selain itu, *Bootstrapping* juga berfungsi dalam menghilangkan *outlier* dan anomali yang terdapat dalam data, sehingga akan meningkatkan keakuratan dan penerapan dalam analisis.

Penelitian ini melakukan pengujian regresi dengan metode *bootstrapping* dengan α sebesar 5%. Berikut merupakan model regresi yang didapat.

$$\text{Tobin's } Q = 27,168 + 1,334CR + 1.465CFR - 0.1181ROA - 0.916Size.$$

Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan-kebijakan penting perusahaan. Hak kontrol dibagi menjadi dua bentuk yaitu hak kontrol langsung dan hak kontrol tidak langsung. Hak kontrol langsung adalah proporsi saham yang dimiliki oleh suatu investor pada suatu perusahaan atas namanya sendiri. Hak kontrol tidak langsung adalah proporsi saham yang dimiliki oleh suatu investor pada suatu perusahaan bukan atas namanya sendiri, tetapi perusahaan yang dimiliki memiliki saham pada perusahaan tersebut. Oleh karena itu, dapat diartikan bahwa hak kontrol tidak langsung adalah jumlah dari hak kontrol minimum untuk setiap rantai kepemilikan (Siregar 2008). Menurut Siregar (2008), hak kontrol dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$CR = CR \text{ langsung} + CR \text{ tidak langsung}$$

Tabel 3. Hasil Uji t dan r Parsial Pertama

| <i>Model</i> | <i>Unstandardized Coefficients</i> | | <i>Standardized Coefficients</i> |
|---------------------|------------------------------------|-------------------|----------------------------------|
| | <i>B</i> | <i>Std. Error</i> | <i>Beta</i> |
| (<i>Constant</i>) | 27.168 | .126 | |
| ROA | -1.181 | .003 | -.240 |
| 1 <i>SIZE</i> | -.916 | .005 | -.113 |
| CR | 1.334 | .071 | .023 |
| CFR | 1.465 | .070 | .026 |

Uji *t* digunakan untuk melihat pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Pertama kali yang akan diuji adalah apakah terdapat hubungan positif antara hak arus kas terhadap nilai perusahaan serta apakah terdapat hubungan negatif antara hak kontrol terhadap nilai perusahaan. Untuk mengetahui diterima atau tidaknya hipotesis ini, maka akan dilihat signifikansi yang terdapat dalam baris CR. Berikut merupakan hasil uji *t* dan *r* parsial untuk pengujian pertama.

Berdasarkan Tabel 3 diperoleh nilai signifikansi untuk CFR yang bernilai 0,000. Hal ini menandakan bahwa terdapat pengaruh positif hak arus kas terhadap nilai perusahaan. Ditemukan pula bahwa nilai *r* parsial CFR sebesar 2,6% berarti bahwa variabel CFR mampu menjelaskan variabel *Tobin's Q* sebesar 2,6%.

Dari hasil pengujian di dapatkan bahwa pengaruh CR berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan melihat koefisien CR yang bernilai positif dan nilai signifikansi yang lebih besar dari 0,05. Namun, hasil ini memiliki arah yang berbeda dengan arah yang telah dihipotesiskan. Dalam hipotesis peneliti menduga arahnya adalah negatif. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua ditolak. Nilai *r* parsial CR sebesar 2,3% berarti bahwa variabel CR mampu menjelaskan variabel *Tobin's Q* sebesar 2,3%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak digunakan di dalam penelitian ini. Berikut merupakan model regresi yang didapat untuk pengujian kedua.

$$\text{Tobin's } Q = 27,045 + 0,895\text{CFRL} + 1,295\text{CSM} + 1,2069\text{CFRL} * \text{CSM} - 1,182\text{ROA} - 0,912\text{Size}$$

Pengujian kedua dilakukan untuk melihat apakah terdapat pengaruh negatif *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan apabila pemegang saham pengendali adalah manajemen.

Menurut Kurniawati (2010), pemegang saham dapat diklasifikasikan berdasarkan kepemilikannya yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga atau individu, kepemilikan pemerintah, dan kepemilikan publik. Dalam pandangan lain Tamba (2011) menjelaskan kepemilikan dalam suatu perusahaan dapat dibedakan menjadi kepemilikan institusional, kepemilikan manajemen, dan kepemilikan asing. Kepemilikan institusional adalah

kepemilikan saham oleh pihak yang berbentuk institusi seperti lembaga asuransi, bank, lembaga investasi, dan institusi lainnya. Investor institusional dapat mengendalikan suatu perusahaan karena sumber daya yang lebih besar yang dimilikinya jika dibandingkan dengan investor individual. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin ketat pengendalian yang akan dilakukan pada aktivitas perusahaan.

Kepemilikan manajemen adalah manajer yang bekerja dalam suatu perusahaan juga memiliki saham perusahaan tersebut atau dengan kata lain manajer juga merupakan pemegang saham. Ada beberapa alasan yang mengenai keberadaan manajemen yaitu manajemen merupakan wakil dari investor institusional, manajemen adalah tenaga profesional yang dipilih melalui Rapat Umum Pemegang Saham, dan manajemen merupakan pemegang saham dari perusahaan. Peningkatan kepemilikan manajemen akan membuat kekayaan manajemen akan memiliki hubungan dengan kekayaan perusahaan, sehingga manajemen akan berusaha untuk tidak melakukan perbuatan-perbuatan yang dapat merugikan perusahaan.

Kepemilikan asing adalah persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh perorangan, badan hukum, atau pihak-pihak lain yang berasal dari luar negeri. Kepemilikan asing merupakan pihak yang memiliki perhatian terhadap pertanggungjawaban sosial yang akan dilakukan oleh perusahaan. Ada beberapa alasan perusahaan yang memiliki kepemilikan asing harus memberikan pengungkapan yang lebih daripada perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan asing. Kepemilikan institusional, asing dan manajemen diukur dengan melihat persentase jumlah kepemilikan saham dari seluruh saham yang beredar.

Hasil pengujian kedua disajikan pada Tabel 4. Tabel 4 menunjukkan bahwa diperoleh nilai signifikansi dari semua variabel yang terdapat dalam model regresi kedua. Nilai signifikansi dari variabel $\text{CFRL} * \text{CSM}$ yang didapatkan adalah sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05 ($0,000 < 0,05$). Hal ini menandakan bahwa pengaruh $\text{CFRL} * \text{CSM}$ terhadap nilai perusahaan signifikan dengan arah positif. Peneliti sebelumnya menduga bahwa hubungan ini memiliki arah yang negatif. Variabel $\text{CFRL} * \text{CSM}$ memiliki nilai *r* parsial sebesar 0,02. Hal ini memiliki arti bahwa variabel $\text{CFRL} * \text{CSM}$ dapat menjelaskan variabel *Tobin's Q* sebesar 2%, sedangkan sisanya

Tabel 4. Hasil Uji t dan r Parsial Pengujian Kedua

| <i>Model</i> | <i>Unstandardized Coefficients</i> | | <i>Standardized Coefficients</i> |
|--------------|------------------------------------|-------------------|----------------------------------|
| | <i>B</i> | <i>Std. Error</i> | <i>Beta</i> |
| (Constant) | 27.045 | .125 | |
| ROA | -1.182 | .003 | -.240 |
| SIZE | -.912 | .005 | -.113 |
| 1 CFRL | .895 | .070 | .007 |
| CSM | -1.295 | .047 | -.016 |
| CFRL_CSM | 12.069 | .345 | .020 |

dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak digunakan di dalam penelitian ini. Berikut merupakan model regresi yang didapat untuk pengujian ketiga.

$$Tobin's\ Q = 27,070 + 1,543\ CFRL + 0,015\ CS2 - 0,341\ CFRL * CS2 - 1,182\ ROA - 0,915\ Size$$

Pada tahap ini ingin diuji apakah terdapat pengaruh *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua. Hasil pengujian ketiga disampaikan pada Tabel 5. Berdasarkan tabel 5, maka diketahui nilai signifikansi dari semua variabel untuk model regresi ketiga. Nilai signifikansi dari variabel CFRL*CS2 adalah sebesar 0,015. Hal ini menandakan bahwa terdapat pengaruh *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua. Berdasarkan uji t juga diketahui bahwa arah pengaruhnya adalah negatif, sehingga dapat diartikan bahwa *cash flow right leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua. Nilai r parsial untuk

variabel CFRL*CS2 adalah sebesar 0,2% dan memiliki hubungan yang berbanding terbalik. Nilai 0,2% ini memiliki arti bahwa variabel CFRL*CS2 mampu menjelaskan variabel Tobin's Q sebesar 0,2%

Dugaan bahwa terdapat pengaruh positif *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan apabila pemegang saham pengendali adalah pendiri dari perusahaan tidak dapat dibuktikan. Hal ini dikarenakan peneliti tidak memperoleh data yang dibutuhkan untuk melakukan pengujian. Data yang peneliti tidak dapatkan adalah data mengenai pendiri dari perusahaan dan apakah pemegang saham pengendali adalah pendiri dari perusahaan. Data-data tersebut perlu diketahui untuk melihat secara pasti apakah pemegang saham pengendali adalah pendiri dari perusahaan. Ketidaktersedian data tersebut dalam laporan keuangan khususnya catatan atas laporan keuangan menyebabkan peneliti tidak dapat mengisi variabel P dan CFRL*P.

Hal ini juga mengindikasikan bahwa pengungkapan yang ada dalam laporan keuangan belum cukup memadai, khu-

Tabel 5. Hasil Uji t dan r Parsial Pengujian Ketiga

| <i>Model</i> | <i>Unstandardized Coefficients</i> | | <i>Standardized Coefficients</i> | <i>Sig.</i> |
|--------------|------------------------------------|-------------------|----------------------------------|-------------|
| | <i>B</i> | <i>Std. Error</i> | <i>Beta</i> | |
| (Constant) | 27.070 | .180 | | .000 |
| ROA | -1.182 | .004 | -.240 | .000 |
| SIZE | -.915 | .006 | -.113 | .000 |
| 1 CFRL | 1.543 | .112 | .013 | .000 |
| CS2 | .015 | .026 | .000 | .558 |
| CFRL_CS2 | -.341 | .139 | -.002 | .015 |

susnya yang berkaitan dengan pemilik perusahaan dan pendiri perusahaan. Dalam pengungkapan yang ada dalam laporan keuangan tidak dijelaskan secara mendetail pendiri dari perusahaan dan urutan-pemindahan kepemilikan perusahaan. Hal ini membuat peneliti tidak mengetahui secara pasti proses pemindahan kepemilikan perusahaan yang berdampak pada kebutuhan informasi mengenai apakah pendiri dari perusahaan tetap menjadi pemegang saham atau tidak baik dan ketika pemilik tetap menjadi pemegang saham apakah menjadi pemegang saham pengendali atau tidak.

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan *Agency Theory* (teori keagenan) sebagai hubungan keagenan sebagai suatu kontrak kerja sama (*nexus of contract*) yang mana satu atau lebih *principal* menggunakan orang lain atau *agent* untuk menjalankan aktivitas perusahaan. Brigham dan Houston (2006) mengatakan bahwa *agency theory* adalah hubungan antara satu atau lebih orang yang disebut *principal* yang mempekerjakan orang lain atau organisasi lainnya yang disebut *agent* dengan tujuan untuk melakukan suatu jasa. *Principal* mendelegasikan wewenang dalam pembuatan keputusan kepada *agent* sehingga *agent* dapat memaksimalkan kesejahteraan *principal*. Jadi, *agency theory* adalah teori yang menjelaskan hubungan antara *principal* yaitu pihak yang memberikan wewenang kepada pihak lain yang disebut *agent* untuk menjalankan tugas yang telah diberikan oleh *principal*.

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa bagian kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari seratus persen berpotensi menyebabkan timbulnya *agency problem* atau masalah keagenan. Seringkali ditemukan manajer memiliki tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan pemegang saham. Hal ini menimbulkan konflik yang dikenal sebagai *Agency Problem*. Maharani (2008) mengatakan bahwa masalah keagenan muncul karena adanya pemisahan antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan. Fungsi kepemilikan dimiliki oleh pemegang saham sedangkan fungsi pengelola dimiliki oleh manajer.

Nuswandari (2009) menjelaskan bahwa *agency problem* akan lebih sering terjadi jika kepemilikan perusahaan terdistribusi secara luas atau lebar yang mengakibatkan pemilik memiliki kontrol yang lemah terhadap manajer. Pemegang saham memiliki kekuasaan

yang kecil untuk mengendalikan manajer dalam membuat keputusan yang berkaitan dengan keputusan perusahaan khususnya keputusan yang dapat merugikan para pemegang saham. Sedangkan Dwitridinda (2007) meyakini bahwa *agency problem* tidak hanya timbul antara pemegang saham dan manajer, tetapi juga dapat terjadi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Hal ini disebabkan karena kepemilikan perusahaan sebagian besar dikendalikan oleh kepemilikan keluarga.

Almeida dan Wolfenzon (2006) mengungkapkan bahwa kepemilikan terpusat terjadi karena adanya tiga alasan yaitu: (1) perlindungan investor yang tidak sempurna, sehingga grup kepemilikan akan memilih untuk mendapatkan keuntungan pribadi dengan mengorbankan kepemilikan minoritas; (2) adanya kesempatan baru yang muncul untuk mendirikan perusahaan ketika grup tersebut telah mendirikan perusahaan yang lain, dan (3) kemampuan perusahaan untuk menggunakan sumber daya yang sudah ada untuk mendirikan perusahaan atau mengakuisisi perusahaan lainnya.

Feliana (2007) mengatakan bahwa konsentrasi kepemilikan dapat memunculkan dua hipotesis yang berlawanan yaitu *entrenchment hypothesis* dan *alignment hypothesis*. *Entrenchment hypothesis* adalah pemegang saham mayoritas yang secara efektif mengendalikan perusahaan, juga mengendalikan informasi akuntansi yang dihasilkan. Keadaan seperti itu akan dapat menurunkan kredibilitas informasi akuntansi yang dihasilkan bagi pasar. *Alignment hypothesis* mengatakan bahwa konsentrasi kepemilikan akan membawa dampak adanya pemegang saham mayoritas yang akan berusaha untuk meningkatkan kredibilitas informasi akuntansi yang dihasilkan. Hal tersebut terjadi karena pemegang saham mayoritas berkepentingan untuk membangun reputasi perusahaan.

Claessens *et al.* (2002) memberikan dua hipotesis mengenai pengaruh struktur kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan. Kedua hipotesis tersebut adalah *Positive Incentive Effect* (PIE) dan *Negative Entrenchment Effect* (NEE). Hipotesis PIE menyatakan bahwa pemegang saham pengendali tidak akan melakukan tindakan yang merugikan pemegang saham minoritas karena pemegang saham pengendalilah yang paling banyak akan menanggung akibat dari penurunan nilai perusahaan. Hipotesis NEE

menyatakan bahwa pemegang saham pengendali dapat melakukan tindakan yang merugikan bagi pemegang saham minoritas karena memiliki kontrol yang terhadap perusahaan.

Menurut Peng dan Jiang (2010), grup-grup kepemilikan atau konsentrasi kepemilikan akan meningkatkan nilai perusahaan karena grup pemilik adalah konsumen terbesar dari masyarakat sehingga pemegang saham mayoritas akan bersedia membayar untuk perbaikan perusahaan. Chang (2006) mengatakan bahwa manfaat dari kepemilikan terkonsentrasi adalah ketika grup memiliki perusahaan di bidang keuangan, sehingga ketika sebuah perusahaan mengalami masalah keuangan, maka perusahaan ini dapat dibantu oleh perusahaan lain yang bergerak di bidang keuangan, karena masih berada di bawah grup yang sama.

Peng dan Jiang (2010) mengatakan bahwa struktur piramida adalah struktur kepemilikan yang terdapat perusahaan induk yang mengontrol beberapa perusahaan anak yang ada dibawahnya, sehingga dapat dikatakan bahwa sebuah pemegang saham memiliki dan mengendalikan perusahaan melalui perusahaan lain. Menurut Xia (2008), penyebab dari adanya struktur piramida dapat dilihat dari dua pandangan yang berbeda yaitu *opportunistic view* dan *the efficiency view*. Penyebab struktur piramida dilihat dari *opportunistic view* adalah keinginan pemegang saham pengendali untuk melakukan *tunneling*. *Tunneling* adalah perilaku manajemen atau pemegang saham pengendali untuk melakukan transfer aset dan laba perusahaan untuk kepentingan diri sendiri, namun biayanya dibebankan kepada pemegang saham minoritas. Contoh dari *tunneling* adalah tidak membagikan dividen, menjual aset dengan harga di bawah harga pasar, dan melakukan nepotisma (Mutamimah 2009).

Menurut Xia (2008), dalam struktur piramida pemegang saham pengendali dapat membedakan antara hak arus kas dengan hak kontrol untuk lebih efektif dalam melakukan pengawasan perusahaan dari bawah ke atas. Dalam struktur piramida, pemegang saham pengendali akan memiliki hak kontrol yang lebih besar daripada hak arus kas. Hal tersebut menyebabkan adanya kemungkinan bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan transfer sumber daya dari perusahaan yang berada di bawah ke perusahaan atasnya. Pemegang saham

pengendali akan memiliki kemungkinan yang besar dalam melakukan *tunneling* jika struktur piramida terjadi di lingkungan yang perlindungan terhadap investor rendah.

Penyebab adanya struktur piramida dilihat dari *the efficiency view* adalah struktur piramida dibuat oleh pemegang saham pengendali untuk mengurangi kesulitan pendanaan dari luar, meningkatkan nilai perusahaan dan mengatur risiko. Pemegang saham pengendali dapat menggunakan seluruh laba yang dimiliki oleh perusahaan untuk membentuk grup bisnis (struktur piramida). Oleh karena itu, ketika biaya dari pendanaan luar mahal, pemegang saham pengendali memiliki keinginan untuk membentuk struktur piramida. Fan, dkk., (2005) mengatakan bahwa ketika kesejahteraan pemegang saham pengendali berkurang, maka pendanaan yang ketat akan dihadapinya. Hal tersebut akan lebih meningkatkan keinginan pemegang saham pengendali untuk membentuk struktur kepemilikan piramida. Peningkatan nilai yang terjadi dengan adanya struktur kepemilikan piramida dapat terjadi dengan cara memperbesar skala ekonomi dan meningkatkan pengaruh politik dari pemegang saham pengendali.

Menurut Ishak dan Napier (2006), *crossholding ownership* adalah perusahaan yang memiliki saham-saham perusahaan lain melalui rantai yang menghubungkan kepemilikan. Jadi, dapat disimpulkan bahwa *crossholding ownership* adalah perusahaan yang memiliki saham perusahaan lainnya yang masih memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan itu dengan tujuan untuk mempertahankan operasinya. Salah satu bentuk lain dari *crossholding ownership* adalah konglomerasi. Menurut Harto (2005), konglomerasi awalnya adalah perusahaan yang dibangun oleh keluarga lalu seiring dengan perkembangan bisnis, dilakukannya ekspansi ke dalam usaha bisnis yang mendukung operasi bisnis yang telah terbentuk, lalu dilakukan ekspansi ke bisnis lain yang sama sekali berbeda dengan bisnis awal yang telah dimilikinya.

Pengaruh hak arus kas terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini selain sejalan dengan peneliti terdahulu juga mendukung teori *Positive Incentive Effect* (PIE) yang dikemukakan oleh Claessens *et al.* (2002). Dalam pandangan PIE dikemukakan bahwa pemegang saham pengendali tidak akan melakukan tindakan-tindakan yang akan merugikan pemegang saham minoritas. Hal

ini dikarenakan pemegang saham pengendali yang nantinya akan menanggung kerugian yang paling besar akibat perbuatannya tersebut dan akibat penurunan nilai perusahaan. Selain mendukung pandangan PIE, hasil penelitian ini juga mendukung *alignment hypothesis* yang dikemukakan oleh Feliana (2007). *Alignment hypothesis* mengatakan bahwa pemegang saham pengendali akan berusaha untuk meningkatkan kredibilitas informasi akuntansi yang dihasilkan oleh perusahaan. Hal tersebut dikarenakan pemegang saham pengendali berusaha untuk membangun reputasi. Kebutuhan pembangunan reputasi perusahaan tersebut dikarenakan pemegang saham pengendali takut untuk menanggung kerugian yang diakibatkan dari buruknya reputasi perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa pemegang saham pengendali tidak akan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas dan membuat keputusan-keputusan yang berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan dan reputasi perusahaan.

Pemegang saham pengendali selain memiliki kendali akan perusahaan juga akan menanggung keuangan perusahaan tersebut sebesar hak arus kas yang dimilikinya. Adanya peningkatan akan hak atas keuangan suatu perusahaan akan membuat pemegang saham pengendali akan lebih berhati-hati dalam memilih ataupun memutuskan kebijakan-kebijakan yang akan diterapkan pada perusahaan. Kesalahan dalam pemilihan kebijakan akan membuat pemegang saham pengendali menanggung akibatnya dalam jumlah yang besar. Oleh karena itu, pemegang saham pengendali tidak akan semena-mena dalam menggunakan kendali yang dimilikinya.

Adanya risiko tanggungan yang besar tersebut akan membuat pemegang saham pengendali bertindak dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Adanya peningkatan nilai perusahaan juga akan menguntungkan pemegang saham pengendali dikarenakan pemegang saham pengendali memiliki hak atas keuangan perusahaan yang paling besar, sehingga pemegang saham pengendali akan menikmati hasil keuangan dari perusahaan tersebut.

Pengaruh hak kontrol terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menunjukkan bahwa hak kontrol memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini memiliki arti bahwa ketika hak kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali mengalami kenaikan, maka nilai perusahaan juga akan mengalami kenaikan. Hak kontrol merupakan hak pemegang saham pengendali untuk memengaruhi pengambilan keputusan dan kebijakan yang akan diterapkan bagi perusahaan. Ketika pemegang saham pengendali memiliki kendali yang tinggi akan suatu perusahaan, maka pemegang saham pengendali akan menggunakannya untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil yang didapatkan dari penelitian ini berbeda dengan penelitian terdahulu dan juga berbeda dengan teori yang telah dikemukakan oleh Claessens *et al.* (2002) yaitu pandangan NEE. Namun, hasil ini mendukung hipotesis yang dikemukakan oleh Feliana (2007) yang mengungkapkan bahwa dalam *alignment hypothesis*, pemegang saham pengendali akan berusaha untuk meningkatkan kredibilitas informasi akuntansi yang dihasilkan oleh perusahaan. Hal tersebut disebabkan karena pemegang saham pengendali berkeinginan untuk membangun reputasi perusahaannya. Selain itu, pemegang saham pengendali akan menanggung lebih besar mengenai akibat dari kredibilitas informasi akuntansi yang buruk tersebut. Pemegang saham pengendali akan sangat berkepentingan untuk membangun reputasi dari perusahaan. Kebutuhan pembangunan reputasi perusahaan tersebut dikarenakan pemegang saham pengendali takut untuk menanggung kerugian yang diakibatkan dari buruknya reputasi perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa pemegang saham pengendali tidak akan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas dan membuat keputusan-keputusan yang berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan dan reputasi perusahaan. Hal tersebut dikarenakan ketika pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas, pemegang saham minoritas akan mendiskon harga saham perusahaan tersebut. Tindakan yang dilakukan oleh pemegang saham minoritas tersebut akan berdampak pada pemegang saham pengendali (Feliana 2007).

Hasil dari penelitian ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Baek *et al.* (2004) yang melakukan penelitian untuk mencari tahu hubungan antara struktur kepemilikan terkonsentrasi dan nilai perusahaan terhadap perusahaan-perusahaan yang ada di Korea. Baek *et al.* (2004) menemukan bahwa struktur kepemilikan ter-

Hasil dari penelitian ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Baek *et al.* (2004) yang melakukan penelitian untuk mencari tahu hubungan antara struktur kepemilikan terkonsentrasi dan nilai perusahaan terhadap perusahaan-perusahaan yang ada di Korea. Baek *et al.* (2004) menemukan bahwa struktur kepemilikan ter-

konsentrasi akan meningkatkan nilai perusahaan ketika berada dalam masa krisis. Hal ini dikarenakan pemegang saham pengendali akan berusaha untuk meningkatkan nilai dari grup kepemilikannya. Dalam penelitian yang dilakukan juga didapatkan hasil bahwa hak arus kas dan hak kontrol memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa peningkatan akan hak arus kas dan hak kontrol akan menyebabkan meningkatnya nilai perusahaan.

Hal tersebut juga didukung oleh Peng dan Jiang (2010) yang mengatakan bahwa pemegang saham pengendali akan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan yang dimilikinya karena pemegang saham pengendalilah yang merupakan konsumen terbesar dari perusahaan. Hal ini memiliki arti bahwa ketika perusahaan mengalami suatu akibat dari kebijakan-kebijakan yang diambilnya, maka pemegang saham pengendalilah yang akan menanggung hal tersebut dalam jumlah yang besar. Oleh karena itu, pemegang saham pengendali akan bersedia untuk melakukan segala cara untuk memperbaiki perusahaannya.

Fan dan Wong (2002) mengatakan bahwa dalam kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol yang lebih besar daripada hak arus kas. Meskipun memiliki hak kontrol yang lebih besar daripada hak arus kas, pemegang saham pengendali akan berusaha untuk tidak melakukan ekpropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Adanya penambahan dalam hak kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali tidak akan membuat pemegang saham pengendali untuk melakukan ekpropriasi lebih besar. Hal ini dikarenakan hak arus kas yang dimilikinya juga akan mengalami kenaikan. Kenaikan dalam hak arus kas ini akan membuat timbulnya biaya yang lebih besar dalam melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Adanya biaya yang lebih besar ini akan membuat pemegang saham pengendali berkomitmen untuk membangun reputasi untuk tidak melakukan ekpropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Ketika pemegang saham pengendali memiliki hak arus kas yang lebih besar daripada hak arus kas yang efektif untuk memperoleh manfaat privat dari perusahaan, maka hal tersebut akan meningkatkan efek *alignment* dan menurunkan efek *entrenchment*.

Hubungan yang berbanding lurus antara hak kontrol dan nilai perusahaan tersebut juga didukung oleh bentuk struktur kepemilikan yang ada di Indonesia. Kebanyakan perusahaan yang ada di Indonesia pemilik terakhirnya adalah pemilik langsung. Pemilik langsung adalah pemilik perusahaan yang tidak memiliki perusahaan induk. Artinya pemilik langsung ini tidak dimiliki oleh perusahaan lainnya. Berdasarkan data yang dikumpulkan oleh peneliti untuk penelitian ini, diperoleh bahwa terdapat 232 perusahaan yang ada di Indonesia periode 2008-2012 dimiliki oleh pemilik langsung. Sedangkan 24 perusahaan lainnya dimiliki oleh pemilik yang masih memiliki perusahaan induk. Kebanyakan pemilik langsung ini adalah perusahaan privat atau perorangan.

Kepemilikan langsung ini menyebabkan hak arus kas dan hak kontrol memiliki nilai yang sama. Nilai yang sama antara hak arus kas dan hak kontrol menyebabkan perusahaan memiliki nilai *cash flow right leverage* sebesar 0. Adanya hak arus kas dan hak kontrol yang sama ini membuat pemegang saham pengendali memiliki kendali atas perusahaan sebesar hak kontrolnya dan memperoleh hak atas keuangan perusahaan sebesar hak arus kas yang dimilikinya. Artinya ketika pemegang saham pengendali mengendalikan perusahaan sebesar 50% dengan menentukan kebijakan-kebijakan perusahaan, maka pemegang saham pengendali juga akan menanggung akibat dari kebijakan yang dipilihnya sebesar 50% juga. Hal inilah yang membuat pemegang saham pengendali berusaha untuk tidak melakukan tindakan yang menguntungkan diri sendiri dan mengorbankan kepentingan perusahaan. Hal tersebut karena pemegang saham pengendali nantinya yang akan merasakan akibat dari tindakan tersebut dalam porsi yang besar.

Adanya hak kontrol yang sama dengan hak arus kas ini membuat pemegang saham pengendali berusaha untuk tidak melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. *Agency problem* yang terjadi dalam kepemilikan terkonsentrasi yaitu antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas menjadi berkurang. Hal ini disebabkan karena pemegang saham pengendali tidak akan melakukan tindakan yang merugikan pemegang saham minoritas dalam memilih kebijakan-kebijakan perusahaan, sehingga pemegang saham minoritas tidak akan cemas untuk menghadapi ke-

mungkinan kerugian akibat tindakan pemegang saham pengendali. Pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas akan memfokuskan diri pada peningkatan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Pengaruh *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen. Setelah dilakukan pengujian dalam penelitian ini didapatkan hasil bahwa *cash flow right leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen. Hasil ini memiliki arah yang berbeda dengan yang telah dihipotesiskan. Hal ini memiliki arti bahwa ketika pemegang saham pengendali juga merupakan manajemen perusahaan yang memiliki peningkatan *cash flow right leverage*, nilai perusahaannya juga akan meningkat. Peningkatan *cash flow right leverage* memiliki arti bahwa hak kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali lebih meningkat dibandingkan dengan hak arus kas yang dimilikinya. Pemegang saham pengendali yang terlibat di dalam perusahaan meskipun memiliki kendali yang meningkat atas perusahaan, tetapi pemegang saham pengendali tersebut akan menggunakan kendali yang dimilikinya untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini juga berbeda dengan penelitian terdahulu yang dijadikan acuan dalam penelitian ini. Lemmon dan Lins (2001) melakukan penelitian di Asia Timur dan menemukan hasil bahwa *cash flow right leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen dengan tingkat signifikasin sebesar 0,00. Selain itu, Siregar (2008) juga melakukan penelitian yang sejenis di Indonesia dan tidak berhasil membuktikan adanya pengaruh *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen dengan tingkat kepercayaan 5%.

Hasil yang didapatkan dari penelitian ini berbeda dengan penelitian terdahulu dan juga berbeda dengan teori yang telah dikemukakan oleh Claessens *et al.* (2002) yaitu pandangan NEE. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Herry dan Hamin (2005). Herry dan Hamin (2005) melakukan penelitian di Indonesia yang mencari tahu hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Herry dan Hamin (2005) menemukan bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial

dan nilai perusahaan berbentuk *inverted U*. Hubungan yang berbentuk *inverted U* ini memiliki arti bahwa ketika kepemilikan manajerial rendah, penambahan terhadap kepemilikan manajerial akan menyebabkan peningkatan nilai perusahaan. Namun, ketika kepemilikan manajerial tinggi, penambahan kepemilikan manajerial akan menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial memiliki efek *alignment* dan efek *entrenchment*.

Ketika pemegang saham pengendali terlibat di dalam manajemen. Hal ini memiliki arti bahwa manajemen memiliki sebagian besar saham dari perusahaan tersebut. Kepemilikan saham perusahaan yang besar akan membuat manajemen menanggung risiko yang besar pula akan perusahaan. Risiko yang besar yang ditanggung oleh manajemen akan membuatnya mengurangi tindakan yang hanya menguntungkan dirinya sendiri. Hal tersebut akan mengurangi adanya *agency problem* antara pemegang saham dan manajemen, karena kedua pihak tersebut adalah orang yang sama.

Hasil penelitian ini juga didukung oleh data yang dikumpulkan oleh peneliti yang menemukan bahwa bentuk kepemilikan yang ada di Indonesia ini merupakan kepemilikan yang dimiliki oleh pemilik langsung. Pemilik langsung disini memiliki arti bahwa pemegang saham pengendali suatu perusahaan merupakan pemegang saham terakhir dan tidak dimiliki oleh perusahaan lainnya. Adanya pemilik langsung ini menyebabkan hak arus kas dan hak kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali memiliki jumlah yang sama. Hal inilah yang menyebabkan *cash flow right leverage* bernilai nol. Pemegang saham pengendali memiliki kendali terhadap perusahaan sama besarnya dengan hak atas keuangan perusahaan tersebut. Ketika pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen, maka pemegang saham pengendali akan memiliki kendali yang lebih besar terhadap perusahaan. Namun, adanya kondisi *cash flow right leverage* yang bernilai nol membuat pemegang saham pengendali meskipun terlibat di dalam manajemen tidak akan melakukan tindakan-tindakan yang hanya menguntungkan diri sendiri dan mengorbankan kepentingan perusahaan. Hal tersebut dikarenakan pemegang saham pengendali akan menanggung beban yang besar akibat perbuatannya untuk memperoleh manfaat privat. Oleh karena itu, pemegang saham pengendali tidak akan menggunakan

kelebihan yang dimilikinya yaitu terlibat di dalam manajemen untuk memperoleh manfaat privat, melainkan akan menggunakan kelebihan tersebut untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua.

Didapatkan hasil bahwa *cash flow right leverage* berpengaruh secara negatif dengan nilai perusahaan apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua. Hal ini berarti ketika di dalam perusahaan terdapat pemegang saham pengendali kedua, peningkatan terhadap *cash flow right leverage* akan menurunkan nilai perusahaan. Peningkatan terhadap *cash flow right leverage* ini memiliki arti bahwa selisih antara hak kontrol dan hak arus kas yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali meningkat. Hal ini mengindikasikan bahwa pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol yang lebih meningkat dibandingkan dengan hak arus kas yang dimilikinya.

Hasil ini berbeda dengan penelitian terdahulu yang dijadikan acuan. Siregar (2008) melakukan penelitian di Indonesia untuk mencari tahu hubungan antara *cash flow right leverage* dan nilai perusahaan apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen. Siregar (2008) dalam penelitiannya tidak berhasil membuktikan bahwa terdapat pengaruh antara *cash flow right leverage* dan nilai perusahaan dengan tingkat kepercayaan 1%, 5%, dan 10%.

Hasil yang didapatkan dari penelitian ini berbeda dengan penelitian terdahulu dan juga berbeda dengan teori yang telah dikemukakan oleh Claessens *et al.* (2002) yaitu pandangan NEE. Hal tersebut juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Maury dan Pajuste (2005). Maury dan Pajuste (2005) melakukan penelitian di Finland untuk mencari tahu hubungan antara jumlah pemegang saham pengendali yang dimiliki oleh perusahaan dan nilai perusahaan. Hasil yang didapat adalah bahwa ketika terdapat pemegang saham pengendali kedua, maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan. Namun, ketika terdapat pemegang saham pengendali ketiga, maka nilai perusahaan akan mengalami kenaikan. Adanya perbedaan dampak dari jumlah pemegang saham pengendali terhadap nilai perusahaan ini didasari oleh adanya dua pilihan yang dihadapi oleh pemegang saham pengendali. Kedua pilihan tersebut adalah kolusi atau pengawasan. Pemegang saham pengendali

kedua akan memilih untuk melakukan kerja sama atau kolusi dengan pemegang saham utama untuk mengambil manfaat privat dari perusahaan. Hal tersebut dilakukan karena manfaat yang didapatkan dari kolusi lebih tinggi daripada manfaat yang didapatkan dari melakukan pengawasan.

Ekspropriasi yang dilakukan oleh kolusi antar dua pemegang saham pengendali akan lebih berdampak buruk bagi perusahaan. Dampak yang besar akibat ekspropriasi kedua pemegang saham pengendali tersebut akan berakibat penurunan kinerja perusahaan. Penurunan kinerja perusahaan akan membuat nilai perusahaan tersebut juga akan mengalami penurunan. Hal tersebut dikarenakan manfaat privat yang diambil oleh kedua pemegang saham pengendali tersebut akan berjumlah besar, karena manfaat privat tersebut akan dibagi dua untuk kedua pemegang saham pengendali. Manfaat privat yang diambil secara besar tersebut akan ditutupi oleh kedua pemegang saham pengendali dengan adanya kendali yang besar akan perusahaan.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan, penelitian ini menyimpulkan bahwa hak arus kas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, hak kontrol berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, *cash flow right leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan apabila pemegang saham pengendali terlibat di dalam manajemen, dan *cash flow right leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua. Penelitian ini tidak dapat menguji pengaruh positif *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan apabila pemegang saham pengendali adalah pendiri dari perusahaan dikarenakan data yang dibutuhkan oleh peneliti untuk melakukan pengujian tidak diperoleh. Data yang dibutuhkan tersebut adalah data mengenai apakah pemegang saham pengendali adalah pendiri dari perusahaan.

Peneliti selanjutnya diharapkan mampu menelusuri kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali asing, menambahkan variabel-variabel penelitian lainnya yang dapat menjelaskan pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan, dan menggunakan media informasi lainnya selain laporan keuangan perusahaan untuk menelusuri kepemilikan saham perusahaan.

DAFTAR RUJUKAN

- Almeida, H.V., dan D. Wolfenzon. 2006. "A Theory of Pryamidal Ownership and Family Business Groups". *The Journal of Finance*, Vol.LXI, hlm 2637-2680.
- Baek, J.S., J.K. Kang, dan K.S. Park. 2004. "Corporate Governance And Firm Value: Evidence From The Korean Financial Crisis". *Journal Of Financial Economics*, Vol 71, hlm 265-313.
- Brigham, E.F dan J.F. Houston. 2006. *Fundamental of Financial Management* Edisi 10. Penerbit Salemba Empat. Jakarta.
- Carvalho-da-Silva, A. dan R. Leal. 2003. "Corporate Governance, Market Valuation, and Dividend Policy in Brazil". *COPPEAD Graduate Business School Federal University of Rio de Janeiro. Brasil*
- Chang, S. 2006. Business Groups in East Asia: Post-crisis Restructuring and New Growth. *Asian Pasific J Manage.* hlm 407-417.
- Christiawan, Y.J. dan J. Tarigan. 2007. "Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol 9, No.1, hlm 1-8.
- Chung, K.H. dan S.W. Pruitt. 1994. "A Simple Approximation of tobin's q". *Financial Management*. Vol 23, No.3, hlm 70-74.
- Claessens, S., S. Djankov, L.H.P. Lang, dan J.P.H. Fan. 2002. "Disentangling The Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholders". *The Journal of Finance*, Vol.LXII, No 6, hlm 2741-2772.
- Dwitridinda. 2007. Pengaruh Penerapan Corporate Governance Terhadap Kemungkinan Perusahaan Mengalami Financial Distress. *Skripsi tidak Dipublikasikan*. Universitas Indonesia. Jakarta.
- Fan, J.P.H. dan T.J. Wong. 2002. "Corporate Ownership Structur and The Informativeness of Accounting Earnings in East Asia". *Journal of Accounting and Economics*, hlm 401-425.
- Feliana, K.Y. 2007. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Perusahaan dan Transaksi dengan Pihak-Pihak yang Memiliki Hubungan Istimewa Terhadap Daya Informasi Akuntansi". *Simposium Nasional Akuntansi X*. Unhas Makassar.
- Gujarati. 2004. *Basic Econometrics*. The McGraw-Hill. UK.
- Harto, P. 2005. "Kebijakan Diversifikasi Perusahaan dan Pengaruhnya terhadap Kinerja: Studi Empiris pada Perusahaan Publik di Indonesia". *Simposium Nasional Akuntansi VIII*. hlm 297-307.
- Herry & Hamin. 2005. "Tingkat Kepemilikan Manajerial Dan Nilai Perusahaan: Bukti Empiris Pada Perusahaan Publik Di Indonesia". *Simposium Riset Ekonomi II*. November.
- Ishak, Z. dan C. Napier. 2006. "Expropriation of Minority Interests and Corporate Diversification in Malaysia". *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. Vol 2, hlm 85-113.
- Jensen, M.C. dan W.H. Meckling. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, hlm 305-360.
- Kuncoro, M. 2009. *Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi: Bagaimana Meneliti dan Menulis Tesis?.* Edisi 3. Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Kurniawati, Y. 2010. "Content Analysis Struktur kepemilikan Saham Publik di Indonesia tahun 2002-2003". *Skripsi tidak Dipublikasikan*. Sekolah Tinggi Ekonomi Perbanas. Surabaya.
- Lemmon, M. dan K. Lins. 2001. "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis". *William Davidson Working Paper* No. 393.
- Maharani, S. 2008. "Menyibak Agency Problem pada Kontrak Mudharabah dan Alternatif Solusi". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol 12, hlm 479-493.
- Maury, C. B. & A. Pajuste. 2005. "Multiple Controlling Shareholders and Firm Value". *Journal of Banking and Finance*, No 29, hlm 1813-1834.
- Mutamimah. 2009. "Tunneling atau Value Added Dalam Strategi Merger dan Akuisisi di Indonesia". *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, No. 2, hlm 161-182.
- Nuswandari, C. 2009. "Good Corporate Governance dalam Perspektif Teori Agensi". *Dinamika Keuangan dan Perbankan*. Vol 1. hlm 47-53.

- Peng, M.W. dan Y. Jiang. 2010. "Institution Behind Family Ownership and Control in Large Firms" . *Journal of Management Studies*, hlm 253-273.
- Santoso, S. 2009. *Panduan Lengkap Menguasai Statistik dengan SPSS 17*. Penerbit PT Elex media Komputindo. Jakarta.
- Sarwono, J. 2009. *Statistik itu Mudah*. Penerbit Andi. Jakarta.
- Siregar, B. 2008. "Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas Dalam Struktur Kepemilikan Ultimat". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.11, No. 3. hlm 237-263.
- Sudiyatno, B. dan E. Puspitasari. 2010. "Tobin's Q dan Altman Z-Score sebagai Indikator Pengukuran Kinerja Perusahaan". *Kajian Akuntansi*. Vol 2. No.1. hlm 9-21.
- Sujatmika dan S. Suryaningsum. 2010. "Pengaruh Tipe Kepemilikan Dan Geografis Kepemilikan Saham Level Pertama Terhadap Operating Revenue Per Turn Over". *Buletin Ekonomi*, Vol.8, No.3, hlm 170-268.
- Sulistyo, J. 2010. *6 Hari Jago SPSS 17*. Cakrawala. Yogyakarta.
- Tamba, E.G.H. 2011. "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan". *Skripsi tidak Dipublikasikan*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Xia, L. 2008. "Founder Control, Ownership Structure and Firm Value: Evidence from Entrepreneurial Listed Firms in China". *China Journal of Accounting Research*, Vol.1, hlm 31-49.