

PENGARUH NILAI PERUSAHAAN TERHADAP KEPEMILIKAN *BLOCKHOLDER*: PERUSAHAAN DI BEI 2005-2008

Vivi Ariyani

*Program Studi Manajemen – Fakultas Ekonomi
Universitas Katolik Widya Mandala Madiun*

ABSTRACT

Value of firms may affect blockholder ownership, when a blockholder wants to retain a large shareholding on the basis of alignment of incentives. This study examines the influence of firm value measured with a simple Tobin's Q to the blockholder ownership (measured from the fraction of shares controlled by large shareholders) of the 53 companies in Indonesia in the period 2005-2008. By using regression, the study found that there was the influence of firm value toward blockholder ownership in Indonesia. It is consistent with the results of the research conducted by Myers and Majluf, 1984; La Porta et al., 2000 stating that firm value has a positive effect on blockholder ownership.

Key words: *value of firms, blockholder ownership*

A. Pendahuluan

1. Latar Belakang

Manajemen sebagai pengelola perusahaan melalui keputusan investasi, pendanaan, dan likuiditas dituntut untuk mengoptimalkan kemakmuran pemegang saham dengan memaksimalkan nilai perusahaan baik berupa dividen maupun harga saham di pasar modal. Pemisahan kepemilikan dan kendali manajemen suatu perusahaan modern dalam perusahaan diungkapkan pertama kali oleh Berle dan Means (1932) yang mengamati korporasi-korporasi besar di Amerika Serikat. Konsekuensi dari pemisahan fungsi kepemilikan dan kontrol adalah konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Masalah ini dikarenakan kepentingan pemilik (*principal*) dan manajemen (*agent*) tidak selalu sejalan. Seorang *agent* (orang yang menerima tugas atau wewenang) tidak selalu bertindak sesuai dengan keinginan *principal* (orang yang memberi tugas dan wewenang), dikenal dengan nama *agency problem*. Menurut Berle dan Means (1932), apabila struktur kepemilikan semakin tersebar, para pemegang saham akan semakin kehilangan *power* untuk melakukan kontrol terhadap manajer. Karena kepentingan pemilik dan manajer (*agent*) tidak selalu sejalan, manajer dalam menggunakan sumber daya perusahaan menjadi tidak efisien dan membuat kinerja perusahaan rendah.

Berdasarkan teori Berle dan Means ini, Jensen dan Meckling (1976) bahwa semakin besar konsentrasi kepemilikan oleh manajemen maka semakin

meningkatkan kecenderungan manajemen untuk mengoptimalkan penggunaan sumber daya yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan sehingga konflik keagenan dapat ditekan. Argumen ini disebut sebagai argumen konvergensi. Ada hubungan positif antara konsentrasi kepemilikan manajemen dengan nilai perusahaan.

La Porta *et al.* (1999) menemukan bahwa di kawasan Asia Tenggara sebagian besar perusahaan mempunyai pemegang saham pengendali (*controlling shareholders*) yang bertindak sesuai kepentingannya dan mengabaikan kepentingan pemegang saham lainnya. Claessens *et al.* (2002) meneliti tentang kepemilikan dan kendali pada perusahaan di Asia Timur. Mereka menemukan konflik keagenan yang terjadi di kawasan Asia Timur adalah konflik keagenan antar pemegang saham, dalam hal ini konflik antara pemegang saham mayoritas dengan minoritas. Pada saat *large shareholder* ingin tetap menjaga kepemilikannya agar memungkinkan untuk menjamin nilai yang diperoleh maksimal (Zeckhouser and Pound, 1990) atau untuk menghindari penerbitan ekuitas yang terlalu banyak, maka nilai pasar yang lebih tinggi memungkinkan untuk mendanai investasi pada tingkat tertentu dengan jumlah saham yang lebih sedikit kepada pemilik luar (La Porta *et al.*, 2000) atau untuk menghindari penerbitan ekuitas yang terlalu banyak (Myers and Majluf 1984). Situasi ini mengimplikasikan efek positif dari nilai perusahaan pada kepemilikan *large shareholder* (*blockholder*).

Blockholder dapat meminimalkan *residual lost* dari *agency problem* ketika *blockholder* mempunyai preferensi yang kuat untuk tetap mempertahankan kontrol (pengendalian) dan insentif kuat untuk menjamin maksimalisasi nilai pemegang saham (*the incentive alignment hypothesis proposed by Zeckhouser and Pound, 1990*), karena nilai pasar yang tinggi memungkinkan untuk membiayai level investasi yang tersedia dengan menjual saham dalam jumlah kecil ke *outside owner* (La Porta *et al.*, 2000). Hal ini memberikan penjelasan adanya pengaruh yang positif antara nilai perusahaan terhadap *blockholder ownership*. Myers and Majluf (1984) dalam hipotesis *Pecking-order* menunjukkan adanya pengaruh positif nilai perusahaan terhadap *blockholder*. Hal inilah yang mendorong penulis melakukan penelitian mengenai pengaruh nilai perusahaan terhadap kepemilikan *blockholder* di Indonesia.

2. Rumusan Masalah

Apakah nilai perusahaan berpengaruh terhadap kepemilikan *blockholder*?

3. Tujuan Penelitian

Untuk menguji pengaruh nilai perusahaan terhadap kepemilikan *blockholder*.

4. Manfaat Penelitian

- a. Hasil penelitian ini dapat melengkapi bukti empiris bagi perkembangan teori keagenan dan struktur kepemilikan di Indonesia.
- b. Penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi bagi para peneliti lain untuk meneliti lebih lanjut mengenai topik ini.

B. Teori dan Pengembangan Hipotesis

1. Kepemilikan *Blockholder*

Berle dan Means (1932) menyebutkan bahwa ketersebaran kepemilikan yang tinggi menyebabkan pemegang saham kehilangan kontrol dalam mengawasi perilaku manajemen. Pada struktur kepemilikan tersebar, biaya untuk melakukan pengawasan lebih besar daripada manfaat yang didapat. Klaim residu yang kecil menyebabkan pemegang saham pada struktur kepemilikan tersebar enggan melakukan upaya monitoring. Hal ini menyebabkan mekanisme pengawasan tidak berjalan. Salah satu cara untuk menekan konflik keagenan dan biaya keagenan adalah dengan melakukan peningkatan kepemilikan manajerial dalam perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial dapat meningkatkan kinerja perusahaan karena kepentingan antara manajemen dan pemegang saham menjadi sejajar.

Semakin besar kepemilikan manajerial maka semakin kecil keinginan manajemen untuk menyalahgunakan sumber daya dari *value maximization* (Berle dan Means, 1932). Penelitian dari Morck *et al.* (1988) menemukan bahwa kepemilikan manajerial yang semakin tinggi akan mendorong manajemen untuk melakukan *entrenchment* sehingga kinerja perusahaan menurun. Hal ini dilakukan manajemen karena kekayaan manajemen semakin terikat dengan kekayaan perusahaan. Selain itu kendali manajemen yang semakin kuat terhadap perusahaan karena proporsi kepemilikan yang besar menyebabkan manajemen akan bertindak demi kepentingan sendiri sehingga merugikan pemegang saham lainnya. Kepemilikan manajerial yang terlalu tinggi juga menyebabkan manajemen terlalu menjauhi risiko (*risk averse*), seperti diungkapkan oleh Fama dan Jensen (1983). Proyek-proyek berisiko yang profitabel cenderung diabaikan, sehingga kinerja perusahaan turun. Jensen dan Meckling (1976) berargumen bahwa konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan kendali. Semakin terkonsentrasi kepemilikan pada satu orang atau perusahaan maka kendali akan semakin kuat sehingga kecenderungan konflik keagenan dapat ditekan. Argumen ini disebut sebagai argumen *convergence of*

interest. Pengawasan aktif tersebut akan menyebabkan manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Semakin tinggi pemegang saham mayoritas memiliki insentif untuk mengawasi dan memonitor jalannya perusahaan. Sehingga biaya untuk melakukan pengawasan lebih kecil dibandingkan manfaat yang didapatkan berupa peningkatan kinerja perusahaan. Pound (1988) menggunakan argumen *entrenchment* seperti yang diungkapkan oleh Mork *et al.*, (1988), yang diartikan sebagai perilaku manajerial yang bertentangan dengan pemegang saham, untuk menjelaskan perilaku pemegang saham institusional yang bertentangan dengan pemegang saham lainnya. Pound (1988) menemukan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi akan berkolaborasi dengan manajemen sehingga akan merugikan pemegang saham lain sehingga meningkatkan konflik keagenan.

La Porta *et al.* (1999) menemukan bahwa di kawasan Asia Tenggara sebagian besar perusahaan mempunyai pemegang saham pengendali yang bertindak sesuai kepentingannya dan mengabaikan kepentingan pemegang saham lainnya. Claessens *et al.* (2002) menemukan bahwa konflik keagenan yang terjadi di kawasan Asia Timur adalah konflik keagenan antar pemegang saham, dalam hal ini konflik antara pemegang saham mayoritas dengan minoritas. Beberapa perusahaan publik di Indonesia merupakan perusahaan *holding* yang sebagian besar dimiliki oleh institusi (*large shareholder*) yang seringkali merupakan representasi dari pendiri (*founders*) perusahaan sehingga kemungkinan tindakan bahaya moral (*moral hazard*) dan *perquisites* dapat terjadi melalui afiliasi dengan anak perusahaan, yang pada akhirnya merugikan pemegang saham publik. Fenomena ini sesuai dengan penelitian Claessens *et al.* (2002) tentang kepemilikan dan kendali pada perusahaan di Asia Timur. Suranta *et al.* (2003) dengan data sebelum krisis ekonomi 1997 menemukan bahwa komposisi kepemilikan di Indonesia terdiri atas kepemilikan institusional (*large shareholder*) dengan proporsi rata-rata kepemilikan 48,2 % sedangkan publik hanya 31,5 %. Komposisi kepemilikan saham tercermin dari adanya kepemilikan saham dalam jumlah besar (*large shareholder*) yang dimiliki oleh baik tunggal maupun beberapa pemegang saham non-publik ataupun nonpublik lainnya yaitu individu, manajer, komisaris, dan koperasi; dan pemegang dalam jumlah kecil yang dimiliki oleh pemegang saham publik (*outside shareholders* atau *outsiders*) yang mempunyai saham melalui pembelian di pasar modal secara terbuka. Konsentrasi kepemilikan yang tinggi dapat diindikasikan terdapatnya kepemilikan *blockholder* dalam perusahaan. *Blockholder* merupakan pemegang saham yang mempunyai porsi kepemilikan lebih dari 5 % sehingga memiliki *incentive* lebih besar untuk memonitor dan mengontrol tindakan manajer (pengelola perusahaan) daripada pemilik saham yang lebih kecil persentasenya. Kepemilikan *blockholders* diukur oleh seberapa besar

fraksi saham yang dimiliki termasuk kepemilikan saham oleh *owners* yang besarnya lebih dari 5 %; baik saham yang dipegang oleh manajemen, direktur dan keluarganya, saham yang dipegang oleh perusahaan lain atau sering disebut institusional atau saham yang dipegang oleh dana pensiun.

2. Nilai Perusahaan

McConnel dan Servaes (1990) menguji hubungan antara Tobin's Q sebagai proksi dari nilai perusahaan dan kepemilikan oleh manajemen (*insider*) dan kepemilikan saham yang besar oleh institusi (*blockholders*) dari dua sampel *cross-section* yang berbeda, satu untuk tahun 1976 dan yang lain untuk tahun 1986, dengan menggunakan data lebih dari 1000 perusahaan. McConnel dan Servaes menggunakan metode regresi *Ordinary Least Square* (OLS) dan menemukan hubungan yang signifikan positif antara Tobin's Q dengan kepemilikan manajemen dan hubungan yang positif tetapi tidak signifikan antara Tobin's Q dengan kepemilikan institusi.

Blockholder dapat meminimalkan *residual lost* dari *agency problem* ketika *blockholder* mempunyai preferensi yang kuat untuk tetap mempertahankan kontrol (pengendalian) dan insentif kuat untuk menjamin maksimalisasi nilai pemegang saham (*the incentive alignment hypothesis proposed by Zeckhouser and Pound, 1990*), karena nilai pasar yang tinggi memungkinkan untuk membiayai level investasi yang tersedia dengan menjual saham dalam jumlah kecil ke *outside owner* (La Porta *et al*, 2000). Hal ini memberikan penjelasan adanya pengaruh yang positif antara nilai perusahaan terhadap *blockholder ownership*. Myers and Majluf (1984) dalam hipotesis *Pecking-order* menunjukkan adanya pengaruh positif nilai perusahaan terhadap *blockholder*.

3. Teori dan Pengembangan Hipotesis

Pada saat *large shareholder* ingin tetap menjaga kepemilikannya agar memungkinkan untuk menjamin maksimalisasi nilai yang diperolehnya (Zeckhouser and Pound, 1990) atau untuk menghindari penerbitan ekuitas yang terlalu banyak, maka nilai pasar yang lebih tinggi memungkinkan untuk mendanai investasi pada tingkat tertentu dengan jumlah saham yang lebih sedikit kepada pemilik luar (La Porta *et al.*, 2000) atau untuk menghindari penerbitan ekuitas yang terlalu banyak (Myers and Majluf, 1984). Situasi ini mengimplikasikan efek positif dari nilai perusahaan pada kepemilikan *large shareholder* (*blockholder*).

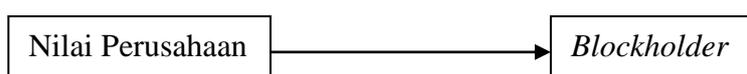
Blockholder dapat meminimalkan *residual lost* dari *agency problem* ketika *blockholder* mempunyai preferensi yang kuat untuk tetap mempertahankan kontrol

(pengendalian) dan insentif kuat untuk menjamin maksimalisasi nilai pemegang saham (*the incentive alignment hypothesis proposed by Zeckhouser dan Pound, 1990*), karena nilai pasar yang tinggi memungkinkan untuk membiayai level investasi yang tersedia dengan menjual saham dalam jumlah kecil ke *outside owner* (La Porta *et al.*, 2000). Hal ini memberikan penjelasan adanya pengaruh yang positif antara nilai perusahaan terhadap *blockholder ownership*. Selain itu Myers and Majluf (1984) dalam hipotesis *Pecking-order* menunjukkan adanya pengaruh positif nilai perusahaan terhadap *blockholder*. maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis: Nilai perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan *blockholder*.

4. Model Penelitian

Berikut adalah model penelitian pengaruh nilai perusahaan terhadap kepemilikan *blockholder*



C. Metodologi

1. Sumber Data dan Sampel Penelitian

Sumber data penelitian adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI dari tahun 2005-2008, sedangkan sampel yang digunakan adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI dari tahun 2005-2008. Sampel penelitian diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling* dengan kriteria:

- a. Perusahaan-perusahaan non keuangan yang terus-menerus terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada setiap tahun pengamatan.
- b. Perusahaan yang telah mempublikasikan laporan keuangan pada setiap tahun pengamatan.
- c. Perusahaan tidak melakukan *Stock Split* pada setiap tahun pengamatan.

2. Variabel Dependen dan Independen

Penelitian ini rasio Tobin's Q adalah proksi dari nilai perusahaan sebagai variabel independen dan kepemilikan *blockholder* sebagai variabel dependen.

a. Tobin's Q

Tobin's Q didefinisikan sebagai rasio nilai pasar perusahaan dibandingkan dengan *replacement cost* dari asetnya. Kesulitan dalam memperoleh data yang aktual dan akurat dalam perhitungan *Tobin's Q* mendorong Chung dan Pruitt (1994) untuk mengembangkan perhitungan *Tobin's Q* yang lebih simpel, dinamakan *approximate Tobin's Q ratio*. Korelasi antara *Tobin's Q ratio* dan *approximate Tobin's Q ratio* mencapai 0.97 (Anderson *et al.*, 2004). *Approximate Tobin's Q ratio* dituliskan dalam rumus:

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{MV Equity} + \text{BV Equity}}{\text{BV of Total asset}}$$

b. Kepemilikan *Blockholders*

Kepemilikan *blockholders* diukur oleh seberapa besar fraksi saham (*closely held shares*) yang dimiliki termasuk kepemilikan saham oleh *owners* yang besarnya lebih dari 5 %; saham yang dipegang oleh manajemen, direktur dan keluarganya, *shares held in trust*, saham yang dipegang oleh perusahaan lain (atau saham yang dipegang oleh dana pensiun. Ukuran ini menggunakan ukuran kepemilikan *blockholder* yang lebih luas daripada studi-studi sebelumnya, karena juga melibatkan kepemilikan *insiders* (manajer) dan juga pemilik saham besar di luar perusahaan (*large outside investor*), bahwa kesalahan pengukuran adalah kecil jika kepemilikan manajerial kurang dari 5 %, dan jika lebih dari itu maka manajer harus dianggap sebagai *blockholder*. Perhitungan kepemilikan *blockholder* dapat menggunakan rumus :

$$OS = \frac{\text{Persentase total kepemilikan blockholder}}{100 - \text{persentase total kepemilikan blockholder}}$$

3. Analisis Regresi

Analisis regresi bertujuan untuk menemukan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Model regresi sebagai berikut:

$$OS = \alpha_1 + \beta_1 Q + \beta_2 ChSize + \beta_3 ChLev + \epsilon$$

Ket:

- Q : rasio Tobin's Q
- OS : kepemilikan blockholder
- Size : Size
- Lev : P Lev
- ϵ : Error term

D. Hasil Penelitian dan Pembahasan

Penelitian ini menguji pengaruh nilai perusahaan terhadap kepemilikan *blockholder* dengan menggunakan variabel *size* dan *leverage* sebagai variabel kontrol. Berikut adalah hasil pengujian hipotesis :

Tabel 4.6
Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel	
Dependen	QS
Konstanta	0,011 (11,165) 0,000 ***
TQ	0,027 (3,165) 0,002 ***
Lev	0,002 (-1,047) 0,296
lnSize	0,001 (-3,625) 0,000 ***

Keterangan :

*** Signifikan pada level $\alpha = 1\%$

** Signifikan pada level $\alpha = 5\%$

* Signifikan pada level $\alpha = 10\%$

Hipotesis dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa nilai perusahaan yang diprosikan dengan Tobin's Q berpengaruh terhadap kepemilikan *blockholder* terdukung, karena koefisien TQ bernilai positif dan signifikan pada $\alpha 1\%$. Hal ini menjelaskan bila perusahaan memiliki nilai perusahaan yang tinggi mendorong kenaikan kepemilikan *blockholder*.

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, ditemukan bahwa nilai perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan *blockholder*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Myers dan Majluf (1984; La Porta *et al.* (2000) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kepemilikan *blockholder*. Pada saat *large shareholder* ingin tetap menjaga kepemilikannya agar memungkinkan untuk menjamin maksimalisasi nilai yang diperolehnya (Zeckhouser dan Pound, 1990) atau untuk menghindari

penerbitan ekuitas yang terlalu banyak, maka nilai pasar yang lebih tinggi memungkinkan untuk mendanai investasi pada tingkat tertentu dengan jumlah saham yang lebih sedikit kepada pemilik luar (La Porta *et al.*, 2000) atau untuk menghindari penerbitan ekuitas yang terlalu banyak (Myers dan Majluf, 1984). Situasi ini mengimplikasikan efek positif dari nilai perusahaan pada kepemilikan *large shareholder (blockholder)*.

Blockholder dapat meminimalkan *residual lost* dari *agency problem* ketika *blockholder* mempunyai preferensi yang kuat untuk tetap mempertahankan kontrol (pengendalian) dan insentif kuat untuk menjamin maksimalisasi nilai pemegang saham (*the incentive alignment hypothesis proposed by Zeckhouser dan Pound, 1990*), karena nilai pasar yang tinggi memungkinkan untuk membiayai level investasi yang tersedia dengan menjual saham dalam jumlah kecil ke *outside owner* (La Porta *et al.*, 2000). Hal ini memberikan penjelasan adanya pengaruh yang positif antara nilai perusahaan terhadap *blockholder ownership*.

E. Kesimpulan dan Saran

1. Kesimpulan

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan maka kesimpulan yang dapat diambil berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, bahwa nilai perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan *blockholder*. Hal ini menjelaskan bahwa apabila nilai perusahaan meningkat akan mendorong kenaikan kepemilikan *blockholder*. Nilai pasar perusahaan yang lebih tinggi memungkinkan untuk mendanai investasi pada tingkat tertentu dengan jumlah saham yang lebih sedikit kepada pemilik luar. Situasi ini mengimplikasikan efek positif dari nilai perusahaan pada kepemilikan *large shareholder (blockholder)*.

2. Saran

Penelitian ini hanya menggunakan periode 2005-2008, sehingga penelitian selanjutnya diharapkan menambah periode penelitian. Selain itu penelitian selanjutnya disarankan menambah variabel *size* sebagai variabel yang mempengaruhi kepemilikan *blockholder*, karena berdasarkan hasil penelitian ini dan hasil penelitian sebelumnya variabel *size* berpengaruh positif signifikan terhadap kepemilikan *blockholder*.

DAFTAR PUSTAKA

- Berle, A. dan G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan Publishing. Dipublikasikan kembali pada tahun 1968.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., dan Lang L. (2002), Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. *Journal of Finance*. 57 (6): 2741-2771.
- Chung, Kee H. dan Stephen W. Pruitt, 1994. "A Simple Approximation of Tobin's Q", *Financial Management*, 23, 70-74.
- Fama, E. dan M. Jensen. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp.301-325.
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp.305-360.
- La Porta *et al.* 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2): 471-519.
- La Porta *et al.* W. 2000. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Financial Economics*, 58: 3-27.
- McConnell, J. J., dan Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2): 595-612.
- Morck *et al.* 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, vol.5, pp.293-315.
- Myers, S. C., dan Majluf, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13: 187-222.
- Pound, J., 1988. Proxy Contest and The Efficiency of Shareholder Oversight, *Journal of Financial Economics* 20, 237-265.

Suranta *et al.* 2003. Analisis hubungan struktur kepemilikan manajerial, nilai perusahaan dan investasi. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol.6, pp 54-68.

Zeckhouser, R., & Pound, J. 1990. Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance. In G. R.