



PENGARUH *CONTROL RIGHT*, *CASH FLOW RIGHT*, DAN *CASH FLOW RIGHT LEVERAGE* YANG DIMODERASI DENGAN KETERLIBATAN PEMEGANG SAHAM DALAM MANAJEMEN DAN KEBERADAAN PEMEGANG SAHAM TERBESAR KEDUA PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR PERIODE 2009-2011

Vina Florensia Yaputri
Kwik Kian Gie School of Business

Carmel Meiden
Kwik Kian Gie School of Business

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui pengaruh hak kontrol, hak aliran kas dan *cash flow right leverage* yang dipengaruhi dua variabel moderasi terhadap kebijakan dividen tunai. Teori agensi mengungkapkan bahwa tindakan oportunistik yang berasal dari dalam diri mendorong pemegang saham mayoritas untuk melaksanakan peranan manajemen dalam RUPS yang kemudian menimbulkan konflik yang menjadi dasar penelitian ini. Konflik mengenai tindakan ekspropriasi pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas turut dipicu dengan kecerung bisnis keluarga dan *civil law* yang rendah pada negara berkembang. Penelitian menggunakan objek perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009-2011 yang melalui *purposive sampling* perusahaan yang membagikan dividen di periode tersebut, sehingga didapatkan sampel 129 perusahaan. Desain dan analisis penelitian yang digunakan adalah teknik analisis regresi berganda. Penelitian yang dilakukan pada hak pisah batas kontrol 10% dan 50% serta siklus hidup perusahaan *growth*, *mature*, *decline* memberikan hasil bahwa hak kontrol berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai, hak aliran kas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai, pengaruh negatif *cash flow right leverage* terhadap kebijakan dividen tunai diperlemah dengan adanya pemegang saham terbesar kedua di perusahaan, dan pengaruh negatif *cash flow right leverage* terhadap kebijakan dividen tunai diperlemah dengan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen.

Kata kunci : Hak kontrol, hak aliran kas, *cash flow right leverage*, ekspropriasi, dan pemegang saham.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



ABSTRACT

The purpose of this study was to determine the effect of control rights, cash flow rights and cash flow rights leverage with two moderation variables to the cash dividend policy. Agency theory reveals that opportunistic actions, originated from the self drive of majority shareholder, carry out the role of management in the RUPS, led the conflict which based this study. Conflict against majority shareholder and minority shareholders was triggered by the tendency of the family business and lowest civil law in developing countries. The object was manufacturing companies that listed in Indonesia Stock Exchange in 2009-2011 through purposive sampling to obtain a sample of 129 companies. This research used multiple regression analysis techniques. Research conducted at control right cut off 10 % and 50 %, and the life cycle of enterprise (growth, mature, decline) giving the result that control right has a positive effect on cash dividend policy, cash flow rights negatively affect the cash dividend policy, the negative impact of cash flow rights leverage to cash dividend policy was weakened by the presence of second largest shareholder, and the negative effect of cash flow rights leverage on cash dividend policy was weakened by the controlling shareholder involvement in management.

Keywords: control rights, cash flow rights, cash flow rights leverage, expropriation, and shareholders.

1. PENDAHULUAN

Dalam *The Modern Corporation and Private Property* yang ditulis oleh Means (1932) dalam La Porta *et al.* (1998 : 2), menyatakan bahwa kontrol atas perusahaan dengan kepemilikan tersebar terletak pada tangan manajer. Ketidakselarasan tujuan antara agen (manajer) dan prinsipal (pemegang saham) kemudian menimbulkan konflik keagenan. Indonesia merupakan salah satu negara yang menganut *civil law* dan memiliki proteksi investor yang lemah yang menimbulkan konflik keagenan bukan hanya konflik antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (menejer), namun juga menjadi konflik antar pemegang saham.

Penelitian yang kerap dilakukan untuk mengidentifikasi keberadaan konsentrasi kepemilikan dalam perusahaan adalah penelitian dengan konsep kepemilikan imediat. Namun konsep ini belum dapat mengungkap kepemilikan saham pengendali sampai dengan pemilik akhir. Oleh karena itu, muncullah suatu konsep baru dari La Porta *et al* (1998 : 8), yaitu konsep ultimatum yang dapat mengidentifikasi kepemilikan pengendali sampai dengan pengendali akhir, pemisahan hak kontrol dan hak aliran kas, serta peningkatan hak kontrol pemegang saham pengendali dalam perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) dalam Baldrick Siregar (2007 : 12) berargumen bahwa kepemilikan dalam bentuk *cash flow* dapat mengurangi kemungkinan ekspropriasi dan meningkatkan insentif untuk membayar dividen, namun peningkatan hak kontrol yang ditandai dengan lebih besarnya hak kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali dibandingkan dengan hak aliran kas dapat meningkatkan ekspropriasi. Untuk mengetahui pengaruh pemisahan hak kontrol dan hak aliran kas tersebut terhadap pembagian dividen perusahaan, maka dilakukan beberapa pengujian pada pisah batas 10%, 50%, siklus hidup growth, decline, dan mature.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



2. KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Teori Agensi

Teori agensi atau teori keagenan merupakan basis yang mendasari praktik bisnis perusahaan yang dipakai selama ini. Teori ini mendasarkan hubungan kontrak antara pemegang saham / pemilik dan manajemen / manajer, di mana hubungan tersebut sulit untuk tercipta karena adanya ketidakselarasan kepentingan antara prinsipal dan agensi. Hubungan antara prinsipal dan agent dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi (*asymmetrical information*) karena agent berada di posisi yang memiliki informasi yang lebih banyak dan diberikan kewenangan untuk mengambil keputusan pada perusahaan dibandingkan dengan principal / pemilik.

Menurut Baldrick Siregar (2007 : 2), masalah keagenan tersebut di atas merupakan masalah yang biasa terjadi dalam perusahaan dengan kepemilikan tersebar, di mana pemegang saham secara individual tidak dapat mengendalikan manajemen agar bertindak selaras dengan kepentingan mereka. Namun masalah keagenan pokok yang terjadi pada perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi seperti Indonesia adalah antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Dengan kepemilikan terkonsentarsi, pemegang saham bukan hanya dapat mengendalikan manajer, namun menjadi bagian dari manajer itu sendiri.

2.2. Peraturan Indonesia dan PSAK yang Mendukung

PSAK 4 : Laporan Keuangan Konsolidasi

PSAK 4 mengatur mengenai ruang lingkup laporan konsolidasi, di mana suatu induk perusahaan yang memiliki kepemilikan lebih dari 50% saham berhak secara terhadap suatu perusahaan baik langsung maupun tidak langsung harus menerbitkan laporan keuangan konsolidasi. Laporan keuangan konsolidasi berlaku bagi semua anak perusahaan baik di Indonesia maupun di luar negeri.

PSAK 7 : Pengungkapan Pihak-Pihak yang Mempunyai Hubungan Istimewa

Pihak-pihak yang mempunyai hubungan istimewa adalah pihak yang dianggap mempunyai kemampuan untuk mengendalikan pihak lain atau mempunyai pengaruh signifikan atas pihak lain dalam mengambil keputusan keuangan dan operasional.

PSAK 38 : Akuntansi Restrukturisasi Entitas Sepengendali

Entitas sepengendali menurut PSAK 38 adalah pihak (perorangan, perusahaan, atau bentuk entitas lainnya) yang secara langsung maupun tidak langsung (melalui satu atau lebih perusahaan) mengendalikan atau dikendalikan oleh atau berada di bawah pengendalian yang sama.

Kriteria terdapatnya pengendalian:

Pihak pengendali memiliki lebih dari 50% hak suara pada suatu perusahaan terkendali, baik secara langsung maupun tidak langsung.

Walaupun perusahaan memiliki hak suara 50% atau kurang, pengendalian tetap ada jika dibuktikan adanya salah satu kondisi tersebut:

- (1) Mempunyai hak suara lebih dari 50% berdasarkan perjanjian investor lain.
- (2) Mempunyai hak untuk mengatur kebijakan keuangan dan operasi perusahaan lain berdasarkan anggaran atau perjanjian.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Instansi Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie



- (3) Kekuasaan untuk mengangkat dan menghentikan sebagian besar anggota pengurus perusahaan yang lain tersebut.
- (4) Mampu menguasai suara mayoritas dalam rapat pengurus.

2.3. Konsep Kepemilikan Imediat dan Kepemilikan Ultimat

Konsep yang selama ini digunakan untuk mengidentifikasi konsentrasi kepemilikan adalah konsep kepemilikan imediat, di mana menurut Baldrice Siregar (2007 : 2) :

“Kepemilikan imediat (*immediate ownership*) adalah kepemilikan langsung dalam perusahaan publik. Berdasarkan konsep kepemilikan ini, rangkaian kepemilikan tidak ditelusuri dan besarnya kepemilikan seorang pemegang saham ditentukan berdasarkan persentase saham yang terlulis atas nama dirinya. “

Menurut La Porta *et al.* (1998 : 3-4), pola kepemilikan imediat yang lazim digunakan ini memiliki kelemahan dalam mengkaji pola kepemilikan perusahaan, yaitu pola ini tidak dapat mengidentifikasi kepemilikan pemegang saham pengendali dalam setiap rantai kepemilikan yang ada, pemisahan antara hak kontrol dan hak aliran kas serta peningkatan hak kontrol dalam perusahaan. Kelemahan tersebut membuat kita tidak dapat mengidentifikasi kepemilikan pada suatu perusahaan sampai dengan pemilik akhirnya. Oleh karena itu, La Porta *et al.* (1998 : 8), mencoba meneliti kepemilikan sampai dengan kepemilikan akhir, yang akhirnya memunculkan konsep baru, yaitu kepemilikan ultimat. Arti konsep kepemilikan ultimat itu sendiri menurut Baldrice Siregar (2007 : 3), yaitu :

“Kepemilikan ultimat (*ultimate ownership*) adalah kepemilikan langsung dan tidak langsung terhadap perusahaan publik. Berdasarkan konsep kepemilikan ini, rangkaian kepemilikan harus ditelusuri sampai dengan pemilik ultimat dapat diidentifikasi. “

2.4. Ekspropriasi

Menurut La Porta *et al.* (2000a) dalam Jurnal Andini Nurwulandari (2010 : 1), ekspropriasi merupakan suatu manipulasi laba, penjualan output atau aktiva, kuritas tambahan yang dikendalikan insiders di perusahaan lain yang dimiliki oleh insiders sendiri di bawah harga pasar, sehingga menimbulkan *transfer pricing, asset stripping, dan investor dilution* yang meskipun legal, mempunyai efek sama dengan mencuri, penyimpangan terhadap anggota keluarga yang tidak berkualifikasi seperti memposisikan anggota keluarga yang tidak kompeten dalam struktur manajemen atau membayar gaji eksekutif terlalu tinggi.

2.5. Mekanisme Pemisahan Hak Aliran Kas dan Hak Kontrol

Dalam penelitiannya, Baldrice (2008 : 2) mengemukakan dua mekanisme yang lazim digunakan pemegang saham pengendali untuk mengendalikan suatu perusahaan melalui perusahaan lain, yaitu kepemilikan piramida (*pyramid ownership*) dan lintas kepemilikan (*cross-holdings*) dan mekanisme yang paling lazim digunakan di negara berkembang seperti di Indonesia adalah kepemilikan piramida.

Lintas kepemilikan menurut La Porta *et al.* (1998 : 12) adalah kepemilikan pemegang saham pengendali terhadap dua atau lebih perusahaan yang saling memiliki satu dengan yang lainnya. Kepemilikan piramida menurut Laessens *et al.*(2000 : 93) adalah kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain, baik itu perusahaan publik maupun

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

nonpublik. Dalam penelitiannya, Claessens *et al.* mengemukakan bahwa tingkat kepemilikan piramida tertinggi adalah Indonesia (67%) dan Singapura (55%) pada hak pisah batas kontrol 20%.

2.6 Hak Kontrol, Hak Aliran Kas dan Argumen NEE (*Negative Entrenchment Effect*), PIE (*Positive Incentive Effect*)

Hak kontrol sebagai sumber *power* untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan, menyebabkan ekspropriasi terjadi dalam perusahaan. Hubungan positif antara hak kontrol dan tingginya ekspropriasi turut didukung dengan dokumentasi *Negative Entrenchment Effect* (NEE) yang menyatakan bahwa pemegang saham pengendali menggunakan kemampuannya untuk mengendalikan manajemen untuk kepentingan pribadi dengan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Hak kontrol merupakan sumber insentif untuk memperoleh manfaat privat oleh pemegang saham pengendali, di mana kemampuan melakukan ekspropriasi akan lebih besar jika kontrol pemegang saham pengendali melebihi insentif aliran kas yang dilakukan melalui mekanisme kepemilikan seperti kepemilikan piramida dan lintas kepemilikan. Menurut Baldrice Siregar (2007 : 12) hak aliran kas (*cash flow right*) diindikasikan sebagai faktor yang meredam ekspropriasi, di mana hak aliran kas merupakan sumber insentif keuangan yang mampu membatasi tindakan ekspropriasi. Hal tersebut sesuai dengan argument PIE yang menyatakan bahwa pemegang saham pengendali tidak akan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas karena pemegang saham pengendalilah yang akan lebih merasakan dampak negatif besar atas tindakan tersebut. PIE juga menyatakan bahwa kepemilikan berhubungan positif dengan pembagian dividen dan nilai perusahaan.

2.7. Kerangka Penelitian

Penelitian sebelumnya (La Porta *et al.*, 1998 : 1) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan di Indonesia yang cenderung terkonsentrasi memberikan fakta baru mengenai konflik yang mungkin terjadi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Dengan adanya kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham dapat mengendalikan manajemen, bahkan menjadi bagian dari manajemen itu sendiri. Untuk itu perlu dilakukan penelitian yang mengungkap kepemilikan sampai dengan kepemilikan akhir, yaitu struktur kepemilikan ultimat.

Struktur kepemilikan ultimat yang dapat mengidentifikasi rantai kepemilikan dan pemegang saham pengendali akhir membagi kepemilikan menjadi dua, yaitu hak kontrol dan hak aliran kas. Kedua jenis hak ini terkait dengan dua argumen yang saling bertolak belakang, yaitu PIE dan NEE. Pengaruh aliran kas terhadap dividen dibangun berdasarkan argument PIE. Hak aliran kas merupakan klaim pemegang saham pengendali terhadap dividen., maka semakin tinggi hak aliran kas, maka semakin tinggi pula pembayaran dividen. Pemegang saham baik pemegang saham pengendali, maupun pemegang saham minoritas dalam melakukan investasi penanaman modal, pasti megharapkan pengembalian atas modal yang ditanamkan. Insentif keuangan atas pengembalian modal yang diharapkan pemegang saham tersebut dapat membatasi keinginan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi. Sebaliknya, dalam pengaruh hak kontrol terhadap dividen dibangun oleh argument NEE. Hak kontrol yang berupa hak suara merupakan *power* untuk pemegang saham



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

pengendali dalam mencampuri penetapan kebijakan perusahaan, termasuk kebijakan dividen yang cenderung menurunkan pembagian dividen agar dana yang tersedia di perusahaan lebih banyak untuk digunakan sesuai dengan kebijakan pemegang saham pengendali. Pemegang saham pengendali akan menggunakan *power* yang dimilikinya untuk mengambil manfaat privat dengan melakukan ekspropriasi kepada pemegang saham minoritas.

Dividen dibayar proporsional dengan hak aliran kas, sementara hak kontrol ditentukan oleh hak suara. Hal tersebut menunjukkan hubungan yang positif antara hak kontrol dengan kebijakan dividen dan menunjukkan hubungan yang positif antara hak aliran kas dengan kebijakan pembagian dividen. Peningkatan kontrol yang ditandai dengan deviasi antara hak kontrol dengan hak aliran kas (*cash flow right leverage*), di mana hak kontrol bernilai lebih tinggi daripada hak aliran kas, memberikan peluang bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi. Tindakan tersebut dilakukan karena pemegang saham pengendali lebih tergiur dengan manfaat privat yang bisa ia dapatkan dibandingkan dengan dividen yang didapat. Oleh karena itu, deviasi hak kontrol dan hak aliran kas akan berhubungan negatif dengan kebijakan dividen.

Masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas dalam kaitannya dengan peningkatan hak kontrol akan lebih diperburuk dengan adanya pemegang saham pengendali yang duduk di bangku manajemen. Pemegang saham pengendali yang duduk di bangku manajemen dapat secara leluasa memutuskan suatu kebijakan dalam berbagai pengambilan keputusan operasional perusahaan. Dengan demikian, tingkat ekspropriasi pemegang saham pengendali akan lebih tinggi. Maka hubungan negatif *cash flow right leverage* akan bertambah kuat dengan keterlibatan pemegang saham mayoritas dalam manajemen terhadap kebijakan pembagian dividen.

Pemegang saham minoritas lebih memilih menerima dividen daripada laba tersebut diinvestasikan kembali, karena tingginya ketidakpastian apakah mereka dikelabui atau tidak. Dengan demikian, keberadaan pemegang saham pengendali lainnya selain pemegang saham pengendali utama, dapat mewakili keinginan pemegang saham minoritas lain dan membatasi pengambilan kebijakan pemegang saham pengendali utama untuk melakukan ekspropriasi dengan mengurangi atau menahan pembagian dividen. Maka hubungan negatif *cash flow right leverage* akan melemah dengan keberadaan pemegang saham pengendali kedua di perusahaan.

Menurut peraturan di Indonesia, pemegang saham pengendali adalah pemegang saham berhak suara lebih dari 50%. Menurut beberapa peneliti, seperti Claessens *et al.* (2000b), La Porta *et al.* (2002), dan Claessens *et al.* (2002 dalam Baldrick Siregar (2007 : 12), dengan hak kontrol 10%, pemegang saham pengendali dapat secara efektif mengendalikan perusahaan. Oleh karena itu, dalam penelitian ini, akan dilakukan penelitian atas pisah batas hak kontrol 10% dan 50%, di mana akan membuktikan bahwa dengan hak kontrol kurang dari 10%, bahkan hanya 10%, pengendali akhir dapat mengendalikan suatu perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung. Hal tersebut ditunjukkan dengan ada tidaknya hubungan antara hak kontrol, hak aliran kas, *cash flow leverage* yang dimoderasi dengan keberadaan pemegang saham pengendali kedua dan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen dengan kebijakan dividen tunai.

Seperti halnya manusia, perusahaan dan organisasi juga mempunyai siklus hidup. Siklus hidup perusahaan dibagi menjadi empat tahapan, meliputi

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

© Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
Dilarang mengutip atau menyalin dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

- a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
- b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.





tahap pendirian (*start-up*), tahap pertumbuhan (*growth*), tahap kedewasaan (*mature*), dan tahap penurunan (*decline*) dan kebijakan dividen tunai perusahaan dapat dikaitkan dengan siklus hidup suatu perusahaan.

Tahap pendirian merupakan periode pengenalan perusahaan, di mana laba cenderung negatif. Dengan laba yang negatif, perusahaan tidak mempunyai kemampuan untuk membagikan dividen, tetapi lebih memfokuskan dirinya pada pengembangan usaha. Pada tahap pertumbuhan, terjadi peningkatan laba namun perusahaan cenderung untuk berinvestasi dan kemungkinan pembagian dividen sangat rendah, karena ketergantungan adakah laba yang tersisa setelah melakukan investasi. Pada tahapan selanjutnya, tahap kedewasaan, laba perusahaan meningkat menjadi lebih besar, dan perusahaan cenderung membagikan dividen. Hal tersebut sejalan dengan DeAngelo (2006) dalam Fabriela dan Sylvia (2012 : 11) yang menyatakan perusahaan dalam tahapan *maturity* cenderung membagikan dividen. Dan pada tahapan akhir, laba perusahaan akan menurun, namun perusahaan akan melakukan penjualan aktiva yang sudah usang untuk mendapatkan dana. Pada tahap ini, perusahaan masih dapat membagikan dividen bagi pemegang saham. Dalam kaitannya dengan ekspropriasi dan dividen tunai, penelitian ini juga akan melihat hubungan antara hak kontrol, hak aliran kas, dan peningkatan hak kontrol (*cash flow right leverage*) yang dimoderasi dengan keberadaan pemegang saham pengendali kedua dan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen pada siklus di mana terdapat pembagian dividen, yaitu siklus *growth*, *mature*, dan *decline*.

Tabel 1
Tabel Hipotesis Penelitian

Hipotesis	Argumen
Model 1 Hipotesis 1 : Hak kontrol pemegang saham pengendali berpengaruh negatif terhadap dividen tunai	Hak kontrol menunjukkan besarnya insentif pemegang saham pengendali untuk mendapatkan manfaat privat dari perusahaan tersebut, salah satunya melalui pembagian dividen yang kecil.
Model 1 Hipotesis 2 : Hak aliran kas pemegang saham pengendali berpengaruh positif terhadap dividen tunai	Insentif keuangan yang akan didapat oleh pemegang saham pengendali akan membatasi ekspropriasi karena dampak yang terbesar akan dirasakan oleh pemegang shaam pengendali itu sendiri. Dengan demikian, orientasi pemegang saham pengendali adalah dengan meningkatkan pembagian dividen.
Model 2 Hipotesis 3 : Pengaruh negatif <i>cash flow right leverage</i> pemegang saham pengendali terhadap dividen tunai akan melemah apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua.	Peningkatan hak kontrol dibandingkan dengan hak aliran kas membuat <i>cash flow right leverage</i> menjadi lebih tinggi dan meningkatkan kemungkinan ekspropriasi. Keberadaan pemegang saham pengendali kedua akan membatasi pemegang saham pengendali terbesar untuk melakukan ekspropriasi yang ditandai dengan kebijakan pembagian dividen yang sejalan dengan keinginan pemegang saham.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



<p>Model 3 Hipotesis 4 : Pengaruh negatif <i>cash flow right leverage</i> pemegang saham pengendali terhadap dividen tunai akan menguat apabila pemegang saham pengendali terlibat dalam manajemen.</p>	<p>Peningkatan hak kontrol menyebabkan <i>cash flow right leverage</i> menjadi lebih besar. Hal tersebut merupakan pertanda bahwa hak kontrol dapat dimanfaatkan lebih besar untuk mendapatkan manfaat privat dari perusahaan. Keberadaan pemegang saham pengendali dalam manajemen dapat mempermudah pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi dengan memberikan kebijakan pembagian dividen yang kecil.</p>
--	--

© Hak Cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

3. METODE PENELITIAN

3.1. Objek Penelitian

Dalam penelitian ini, penulis membatasi objek penelitian hanya untuk perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode tiga tahun antara tahun 2009-2011. Pengikutsertaan semua kategori ukuran perusahaan, dari perusahaan kecil sampai dengan perusahaan besar, bertujuan untuk menghindari bias pemilihan sampel.

Ada dua klasifikasi data pokok dalam penelitian ini, yaitu data struktur kepemilikan dan data akuntansi. Data struktur kepemilikan ultimat diperoleh dari laporan keuangan tahunan, *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), dan *website* perusahaan. Data akuntansi diperoleh dari laporan keuangan tahunan dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Berdasarkan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2012, terdapat seratus empat puluh enam (146) perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2011. Dari populasi tersebut, sebanyak delapan (8) perusahaan tidak terdaftar baik di tahun 2009 maupun 2010. Berdasarkan pertimbangan kriteria konsistensi terdaftar di BEI, kelengkapan data struktur kepemilikan emiten pada tahun 2009 sampai dengan 2011, dan pembagian dividen pada tahun 2009, 2010, atau 2011 adalah sebanyak empat puluh dua (42) perusahaan pada tahun 2009, empat puluh satu (41) perusahaan pada tahun dan 2010, sedangkan pada tahun 2011 adalah sebanyak empat puluh enam (46) perusahaan.

3.2. Variabel Penelitian dan Pengukurannya

Variabel-variabel penelitian ini meliputi variabel dependen, variabel independen, variabel moderasi, dan variabel kontrol. Variabel dependen adalah *dividen* perusahaan. Variabel independen meliputi hak aliran kas, hak kontrol, dan *leverage* hak aliran kas. Variabel moderasi meliputi keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen dan keberadaan pemegang saham pengendali kedua. Variabel kontrol dalam penelitian ini meliputi ukuran perusahaan dan tingkat profitabilitas. Pada Tabel 2 berikut ini disajikan pengukuran variabel-variabel penelitian.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Tabel 2: Variabel dan Pengukurannya

Variabel	Pengukuran	Kode	Rujukan Pengukuran
Dividen Tunai	<i>Dividen payout ratio</i>	DPR	Baldrick Siregar (2007)
Hak aliran kas	Hak aliran kas langsung + hak aliran kas tidak langsung	CFR	La Porta <i>et al.</i> (1998) Baldrick Siregar (2007) Baldrick Siregar (2008)
Hak kontrol	Hak kontrol langsung + hak kontrol tidak langsung	CR	La Porta <i>et al.</i> (1998) Baldrick Siregar (2007) Baldrick Siregar (2008)
<i>Cash flow right leverage</i>	Hak kontrol – Hak aliran kas	CFRL	Baldrick Siregar (2007) Baldrick Siregar (2008)
Keterlibatan pemegang saham pengendali (PSP) dalam manajemen	Dummy : 1 = PSP terlibat, 0 = PSP tidak terlibat	MAN	La Porta <i>et al.</i> (1998) Baldrick Siregar (2007) Baldrick Siregar (2008)
Keberadaan pemegang saham pengendali kedua di perusahaan	Dummy : 1 = terdapat PSP kedua, 0 = PSP kedua	CS2	La Porta <i>et al.</i> (1998) Baldrick Siregar (2007) Baldrick Siregar (2008)
<i>Profitability</i>	<i>Return on Asset</i> (EAT : Total Asset)	ROA	Baldrick Siregar (2007) Baldrick Siregar (2008)

3.3. Model Empiris

Pengujian hipotesis tentang pengaruh hak aliran kas, hak kontrol, dan *cash flow right leverage* terhadap dividen tunai dilakukan dengan mengestimasi persamaan 1 sampai dengan persamaan 3. Hipotesis 1 dan hipotesis 2 diuji dengan mengestimasi persamaan 1. Hipotesis 3 dan 4 diuji masing-masing dengan mengestimasi persamaan 2 dan 3. Persamaan tersebut berlaku baik dalam pengujian dengan klasifikasi hak pisah batas kontrol 10% dan 50% serta asifikasi siklus hidup, baik dalam tahap *growth*, *mature*, maupun *decline*.

Persamaan 1:

Untuk mengetahui pengaruh hak aliran kas dan hak kontrol terhadap kebijakan pembagian dividen tunai, digunakan rumus :

$$DPR = \beta_0 + \beta_1 ROA + \beta_2 CFR + \beta_3 CR + \varepsilon \dots\dots\dots(1)$$

Persamaan 2 :

Untuk mengetahui apakah pengaruh negatif *cash flow right leverage* terhadap kebijakan dividen tunai lebih kecil apabila terdapat pemegang saham pengendali kedua di perusahaan, digunakan rumus:

$$DPR = \delta_0 + \delta_1 ROA + \delta_2 CFRL + \delta_3 CS2 + \delta_4 CFRL_CS2 + \varepsilon \dots\dots\dots(2)$$

Persamaan 3 :

Untuk mengetahui apakah pengaruh negatif *cash flow right leverage* terhadap kebijakan dividen tunai lebih besar apabila terdapat keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen, digunakan rumus:

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
 2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie



$$DPR = \gamma_0 + \gamma_1 ROA + \gamma_2 CFRL + \gamma_3 MAN + \gamma_4 CFRL_MAN + \varepsilon \quad (3)$$

Sesuai dengan hipotesis, diprediksi bahwa koefisien β_2 dan δ_4 adalah positif serta koefisien β_3 dan γ_4 adalah negatif. Untuk variabel kontrol, peneliti memprediksi profitabilitas (PR) adalah positif.

4. HASIL DAN ANALISIS

4.1. Deskripsi Sampel dan Variabel

Penelitian ini menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2009-2011. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI berjumlah seratus empat puluh enam (146) perusahaan dan melewati beberapa kriteria, seperti terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tiga tahun berturut-turut, memiliki data kepemilikan yang lengkap, dan membagikan dividen tunai. Dari populasi yang ada, didapatkan sampel sejumlah seratus dua puluh sembilan (129) tahun perusahaan yang sesuai dengan kriteria penelitian. Dalam industri manufaktur, terdapat sembilanbelas (19) sub-industri, seperti : *food and beverage, tobacco, textile mills, appareal, lumber, paper, chemical, adhesive, plastics, cement, metal, fabricated metal product, stone clay, cabels, electronic, otomotive, photography, parametrical, dan customer goods*. Daftar seluruh nama perusahaan sampel dan bidang usahany, baik untuk hak pisah batas 10%, 50%, siklus hidup (*growth, mature dan decline*) akan disediakan pada lampiran 1, 2, 3, 4, dan 5.

4.2. Hasil Pengujian Hipotesis

Tabel 3
Ringkasan Hasil Penelitian Nilai Signifikansi

Model	Variabel	Pengujian				
		10%	50%	<i>Growth</i>	<i>Mature</i>	<i>Decline</i>
I	ROA	0,015	0.020	0.033	0.299*	0.007
	CFR	0,002	0.010	0.303*	0.016	0.479*
	CR	0,000	0.008	0.403*	0.003	0.419*
II	ROA	0.002	0.004	0.005	0.000	0.000
	CFRL_CS2	0.001	0.014	0.202*	0.027	0.000
III	ROA	0.009	0.028	0.041	0.129*	0.001
	CFRL_MAN	0.034	0.049	0.453*	0.028	0.010

$\alpha = 5\%$

* = diatas $\alpha = 5\%$, artinya variabel tersebut tidak berpengaruh terhadap variabel dependen pada $\alpha = 5\%$

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Tabel 4
Ringkasan Hasil Penelitian Nilai Beta

Model	Variabel	Pengujian					Teori
		10%	50%	Growth	Mature	Decline	
I	ROA	0.006*	0.007*	-0.014	0.002*	0.018*	+
	CFR	-0.01	-0.011	-0.002	-0.01	0.001*	+
	CR	0.015	0.018	0.001	0.016	-0.007*	-
II	ROA	0.008*	0.009*	-0.02	0.007*	0.023*	+
	CFRL_CS2	0.025*	0.038*	0.006*	0.077*	0.04*	+
III	ROA	0.007*	0.007*	-0.015	0.004*	0.021*	+
	CFRL_MAN	0.013	0.013	0.001	0.02	-0.033*	-

* = tanda pengaruh variabel independen terhadap dependen sesuai dengan teori pada $\alpha = 5\%$

4.2.1 Pengujian pisah batas 10%

Pengujian ini menggunakan 3 model, yaitu model 1 ROA, CFR, CR, model 2 ROA, CFRL, CS2, CFRL_CS2, dan model 3 ROA, CFRL, MAN, CFRL_MAN yang diujikan terhadap variabel dependen DPR. Pada model 1 menunjukkan bahwa ROA, CFR, dan CR berpengaruh terhadap DPR karena nilai $t_{sig} / 2 \leq 0,05$. Hasil yang berasal dari output SPSS 19 menunjukkan Sig sebesar 0,029, 0,004, dan 0,001 dan jika dibagi 2 akan menjadi 0,015, 0,002, dan 0,000 yang masih bernilai $\leq 0,05$. Pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen ditunjukkan oleh nilai B pada *Unstandardize Coefficients*. ROA dan CR berpengaruh positif terhadap DPR dengan nilai beta secara berturut-turut adalah 0,006 dan 0,015, sedangkan CFR berpengaruh negatif dengan nilai -0,01. Hal tersebut menunjukkan bahwa jika CR dan ROA meningkat, maka akan diikuti dengan peningkatan DPR, sebaliknya jika CFR meningkat, maka DPR akan menurun.

Pada model 2, sesuai dengan hipotesis, akan melihat hubungan *cash flow light leverage* yang dimoderasi dengan keberasaan pemegang saham pengendali kedua. Hasil yang ditunjukkan oleh output SPSS 19, menunjukkan bahwa ROA dan CFRL_CS2 berpengaruh pada DPR dengan nilai 0,002 dan 0,001 (*one tailed*) yang $\leq 0,05$. Pengaruh ROA dan CFRL_CS2 terhadap DPR ditunjukkan oleh nilai B pada *unstandardize Coefficients* dimana keduanya berpengaruh positif terhadap DPR dengan nilai 0,008 dan 0,025. ROA yang berpengaruh positif terhadap DPR menunjukkan bahwa dengan tingkat ROA yang semakin meningkat, maka pembagian dividen akan semakin meningkat pula, sedangkan untuk CFRL_CS2 menunjukkan bahwa dengan adanya keberadaan pemegang

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



saham pengendali kedua dalam perusahaan akan mengurangi pengaruh negatif CFRL terhadap DPR, sehingga kemungkinan ekspropriasi dapat berkurang pula yang ditunjukkan dengan tingkat DPR yang tinggi.

Sedangkan pada model 3, sesuai dengan hipotesis, akan melihat hubungan *cash flow right leverage* yang dimoderasi dengan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen. Hasil yang ditunjukkan oleh output SPSS 19, menunjukkan bahwa ROA dan CFRL_MAN berpengaruh pada DPR dengan nilai 0,009 dan 0,034 (*one tailed*) yang $\leq 0,05$. Kedua variabel tersebut berpengaruh positif terhadap DPR dengan nilai 0,007 untuk ROA dan 0,013 untuk CFRL_MAN. ROA yang berpengaruh positif terhadap DPR menunjukkan bahwa dengan tingkat ROA yang semakin meningkat, maka pembagian dividen akan semakin meningkat pula, sedangkan untuk CFRL_MAN menunjukkan bahwa dengan adanya keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen akan mengurangi pengaruh negatif CFRL terhadap DPR, sehingga kemungkinan ekspropriasi dapat berkurang pula yang ditunjukkan dengan tingkat DPR yang tinggi.

4.2.2 Pengujian Pisah Batas 50%

Pengujian ini menggunakan 3 model, yaitu model 1 ROA, CFR, CR, model 2 ROA, CFRL, CS2, CFRL_CS2, dan model 3 ROA, CFRL, MAN, CFRL_MAN yang diujikan terhadap variabel dependen DPR. Pada model 1 menunjukkan bahwa ROA, CFR, dan CR berpengaruh terhadap DPR karena nilai $Sig / 2 \leq 0,05$. Hasil yang berasal dari output SPSS 19 menunjukkan Sig sebesar 0,040, 0,020, dan 0,016 dan jika dibagi 2 akan menjadi 0,020, 0,010, dan 0,008 yang masih bernilai $\leq 0,05$. Pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen ditunjukkan oleh nilai B pada *Unstandardize Coefficients*. ROA dan CR berpengaruh positif terhadap DPR dengan nilai beta secara berturut-turut adalah 0,007 dan 0,018, sedangkan CFR berpengaruh negatif dengan nilai -0,011. Hal tersebut menunjukkan bahwa jika CR dan ROA meningkat, maka akan diikuti dengan peningkatan DPR, sebaliknya jika CFR meningkat, maka DPR akan menurun.

Pada model 2, sesuai dengan hipotesis, akan melihat hubungan *cash flow right leverage* yang dimoderasi dengan keberadaan pemegang saham pengendali kedua. Hasil yang ditunjukkan oleh output SPSS 19, menunjukkan bahwa ROA dan CFRL_CS2 berpengaruh pada DPR dengan nilai 0,004 dan 0,014 (*one tailed*) yang $\leq 0,05$. Pengaruh ROA dan CFRL_CS2 terhadap DPR ditunjukkan oleh nilai B pada *unstandardize Coefficients* dimana keduanya berpengaruh positif terhadap DPR dengan nilai 0,009 dan 0,038. ROA yang berpengaruh positif terhadap DPR menunjukkan bahwa dengan tingkat ROA yang semakin meningkat, maka pembagian dividen akan semakin meningkat pula, sedangkan untuk CFRL_CS2 menunjukkan bahwa dengan adanya keberadaan pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan akan mengurangi pengaruh negatif CFRL terhadap DPR, sehingga kemungkinan ekspropriasi dapat berkurang pula yang ditunjukkan dengan tingkat DPR yang tinggi.

Sedangkan pada model 3, sesuai dengan hipotesis, akan melihat hubungan *cash flow right leverage* yang dimoderasi dengan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen. Hasil yang ditunjukkan oleh output SPSS 19, menunjukkan bahwa ROA dan CFRL_MAN berpengaruh pada DPR dengan nilai 0,028 dan 0,049 (*one tailed*) yang $\leq 0,05$. Kedua variabel tersebut berpengaruh positif terhadap DPR dengan nilai 0,007 untuk ROA dan 0,013 untuk

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



CFRL_MAN. ROA yang berpengaruh positif terhadap DPR menunjukkan bahwa dengan tingkat ROA yang semakin meningkat, maka pembagian dividen akan semakin meningkat pula, sedangkan untuk CFRL_MAN menunjukkan bahwa dengan adanya keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen akan mengurangi pengaruh negatif CFRL terhadap DPR, sehingga kemungkinan ekspropriasi dapat berkurang pula yang ditunjukkan dengan tingkat DPR yang tinggi.

4.2.2. Pengujian Siklus Hidup *Growth*

Ketiga model tersebut pun diuji dalam siklus hidup *growth* dan dihasilkan bahwa pada model 1, hanya ROA saja yang berpengaruh terhadap DPR, sedangkan CFR dan CR tidak berpengaruh terhadap DPR. Hal tersebut ditunjukkan oleh hasil output SPSS 19 pada lampiran 34 dengan Sig / 2 pada ROA $0,033 \leq 0,05$ dan Sig / 2 pada CFR dan CR $> 0,05$. Pada model ini, ROA berpengaruh negatif terhadap DPR yang ditunjukkan dengan nilai $-0,014$, yang artinya dengan peningkatan ROA, maka pembagian dividen akan berkurang dan jika terjadi penurunan ROA, maka akan diikuti dengan kenaikan DPR.

Hal yang sama pula terjadi pada model 2 dan 3, di mana hanya variabel ROA yang berpengaruh karena hasil Sig / 2 $\leq 0,05$. Pengaruh yang ditunjukkan oleh nilai beta *unstandardize Coefficient* juga menunjukkan tanda negatif, yang artinya jika terjadi peningkatan ROA, maka akan diikuti dengan penurunan DPR dan jika terjadi penurunan ROA, maka akan diikuti dengan kenaikan DPR. CFRL_CS2 dan CFRL_MAN tidak berpengaruh secara signifikan terhadap DPR yang artinya peningkatan hak kontrol baik dimoderasi oleh keberadaan pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan maupun dimoderasi oleh keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen sama-sama mempengaruhi penurunan DPR dan DPR hanya dipengaruhi oleh tingkat ROA.

4.2.4. Pengujian siklus Hidup *Mature*

Pada pengujian model 1 (ROA, CFR, dan CR terhadap DPR) yang ditunjukkan pada output SPSS 19 yang disajikan pada lampiran 35, menunjukkan bahwa Variabel ROA tidak berpengaruh secara signifikan terhadap DPR karena hasil Sig / 2 sebesar $0,299$ yang nilainya $> 0,05$, sedangkan variabel CFR dan CR berpengaruh secara signifikan dengan nilai sig/2 adalah sebesar $0,016$ dan $0,003$. Pada pengujian ini diketahui bahwa nilai B pada *Unstandardize Coefficients* variabel CFR bernilai $-0,010$ yang berarti variabel CFR berhubungan negatif terhadap DPR. Dengan adanya peningkatan CFR, maka akan terjadi penurunan tingkat DPR, dan sebaliknya jika CFR menurun, maka DPR akan meningkat. Variabel CR menunjukkan pengaruh yang positif terhadap DPR dengan nilai $0,016$ yang berarti tiap adanya kenaikan CR, maka pembagian dividen akan semakin meningkat, dan jika CR menurun, maka pembagian dividen akan semakin menurun.

Variabel yang kita teliti pada model 2 ini adalah variabel ROA dan CFRL_CS2, yang keduanya mempunyai pengaruh terhadap DPR dengan nilai sig / 2 secara berturut-turut adalah $0,000$ dan $0,0027$. Kedua variabel tersebut juga mempunyai pengaruh positif terhadap DPR yang artinya dengan adanya kenaikan ROA, maka pembagian dividen akan semakin meningkat, dan jika ROA menurun, maka pembagian dividen akan semakin menurun. CFRL_CS2 yang berpengaruh positif memiliki arti bahwa dengan adanya keberadaan

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

pemegang saham pengendali kedua di perusahaan akan menurunkan pengaruh negatif dari CFRL yang akan menurunkan tingkat DPR.

Ⓒ Dalam kaitannya dengan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen pada model 3, ROA didapatkan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap DPR yang dilihat dari nilai Sig/2 sebesar $0,129 > 0,05$. Sedangkan variabel CFRL yang dimoderasi dengan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen (CFRL_MAN) berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DPR dengan Sig/2 0,028 dan nilai beta 0,020. Hal tersebut menunjukkan bahwa dengan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen akan mengurangi pengaruh negatif dari CFRL dengan meningkatkan tingkat DPR.

4.2.5. Pengujian Siklus Hidup *Decline*

Pada output SPSS 19 yang tertera pada lampiran 36, dapat dilihat hasil penelitian pada model 1 yang menggambarkan bahwa hanya ROA saja yang mempengaruhi DPR secara positif, sedangkan CFR dan CR tidak berpengaruh secara signifikan terhadap DPR dikarenakan oleh nilai Sig/2 yang $\leq 0,05$. Jika ROA meningkat, maka tingkat DPR akan meningkat juga dan sebaliknya jika ROA menurun, maka tingkat DPR akan menurun pula. Pada model 2, baik ROA maupun CFRL_CS2 mempengaruhi DPR secara signifikan dengan nilai Sig/2 untuk keduanya adalah 0,000. Kedua variabel tersebut mempunyai pengaruh yang positif terhadap DPR yang artinya, dengan adanya peningkatan ROA, maka DPR juga akan meningkat dan sebaliknya jika ada penurunan ROA, maka DPR akan menurun pula. Peningkatan hak kontrol yang dimoderasi dengan keberadaan pemegang saham pengendali dalam perusahaan (CFRL_CS2) yang berpengaruh positif memberikan arti bahwa dengan keberadaan pemegang saham pengendali dalam perusahaan akan menurunkan kemungkinan ekspropriasi yang ditunjukkan dengan meningkatnya DPR.

Pada pengujian peningkatan hak kontrol yang dimoderasi oleh keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen (model 3) menunjukkan bahwa ROA dan CFRL_MAN berpengaruh terhadap DPR secara signifikan. Seperti pada pengujian lainnya, ROA mempunyai pengaruh positif terhadap penentuan DPR yang artinya dengan adanya peningkatan ROA, maka DPR juga akan meningkat dan sebaliknya jika ada penurunan ROA, maka DPR akan menurun pula. Sedangkan berbeda dengan penelitian sebelumnya, CFRL_MAN mempunyai pengaruh negatif terhadap penentuan DPR, yang artinya, dengan adanya keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen akan meningkatkan kemungkinan ekspropriasi yang ditunjukkan dengan penurunan tingkat DPR.

5. PEMBAHASAN

5.1 Pengaruh *Return of Asset (ROA)* terhadap *Dividen Payout Ratio (DPR)*

Pada pisah batas 10% dan 50% baik pada model 1, 2, dan 3, ROA menunjukkan pengaruh yang positif signifikan terhadap DPR. Hal tersebut sejalan dengan penelitian Baldrick Siregar (2007 : 31). Hal tersebut juga konsisten dengan Rajan dan Zingales (1995) dalam Baldrick Siregar (2007 : 31) yang menyatakan bahwa profitabilitas merupakan determinan penting dalam penentuan pembagian dividen karena pembagian dividen turut ditentukan dengan adanya kas perusahaan dari profitabilitas perusahaan. Namun pada pengujian dengan siklus hidup, ditemukan hasil yang tidak konsisten, yaitu pada tahap hidup *growth* menunjukkan pengaruh ROA yang negatif signifikan



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



terhadap DPR baik pada model 1,2, maupun 3. Pada siklus hidup *mature*, tidak terdapat cukup bukti bahwa ROA mempengaruhi tingkat DPR baik pada model 1, 2, dan 3. Sedangkan pada siklus hidup *decline* ROA menunjukkan pengaruh positif terhadap DPR dan hal tersebut sesuai dengan penelitian Baldrick Siregar (2007 : 31).

C Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Sesuai dengan ciri-ciri siklus hidup dan hubungannya dengan pembagian dividen yang telah diungkapkan pada Bab 2, diketahui bahwa pada siklus hidup *growth* laba perusahaan masih tergolong kecil dan perusahaan cenderung melakukan investasi terhadap asset tetap. Dana lancar yang ada digunakan untuk berinvestasi dalam bentuk asset. Tindakan investasi tersebut memperkecil dana lancar yang ditujukan untuk pembagian dividen, atau bahkan tidak tersisa sama sekali. Oleh karena itu dalam siklus hidup ini, ROA menunjukkan pengaruh negatif terhadap penentuan DPR. Pada siklus hidup *mature*, perusahaan cenderung membagikan dividen dikarenakan aliran kas dan laba yang dihasilkan sudah cenderung besar. Namun dalam siklus hidup ini, ROA tidak berpengaruh terhadap tingkat DPR, tetapi hak kontrol dan hak aliran kas dari pemegang sahamlah yang mempengaruhi kebijakan penentuan pembagian dividen. Hal tersebut akan dibahas dalam point 2 dan 3. Dalam siklus hidup *decline* ROA menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap DPR yang sesuai pula dengan penelitian Baldrick Siregar (2007 : 31). Perusahaan cenderung menjual asset-asset yang tidak terpakai atau habis masa pakainya untuk membagikan dividen. Oleh karena itu tingkat DPR menjadi tinggi sejalan dengan ROA

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

5.2. Pengaruh *Cash Flow Right* (CFR) terhadap *Dividen Payout Ratio* (DPR)

Pengujian ini menunjukkan hasil yang tidak sesuai dengan teori PIE yang dikemukakan oleh Baldrick Siregar (2007 : 11-12), namun sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Nadya Thahira (2009 : 86). Hasil penelitian pada pisah batas 10%, 50%, dan siklus hidup *mature* menunjukkan bahwa CFR mempengaruhi DPR secara negatif, sedangkan pada pengujian siklus hidup *growth* dan *decline* tidak cukup bukti bahwa CFR berpengaruh secara signifikan terhadap DPR. Pengaruh negatif tersebut menunjukkan bahwa CFR memang memberikan pengaruh terhadap penentuan tingkat DPR, namun dengan tanda yang berbeda dan bertolak belakang dengan PIE. Menurut Nadya Thahira (2009 : 83) nilai hak aliran kas yang negatif menunjukkan bahwa terdapat penahanan laba untuk membiayai investasi, sehingga pemegang saham pengendali menggunakan hak suara yang dimilikinya berdasarkan hak aliran kas untuk memberi kebijakan tidak dibagikan dividen atau membagikan dividen yang kecil demi melakukan investasi. Sedangkan tidak cukupnya bukti bahwa CFR berpengaruh terhadap DPR dikarenakan oleh dalam kondisi *growth* maupun *decline* penentuan pembagian dividen digantungkan kepada tingkat profitabilitas yang dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan proksi ROA. Dengan terbatasnya kas yang ada di perusahaan, hak suara menjadi kurang berpengaruh terhadap pembagian dividen dan lebih bergantung apakah terdapat profitabilitas dan kas lancar di perusahaan. Hasil pengujian ini tidak mendukung hipotesis 1 (H_{a1}) yang menyatakan bahwa hak aliran kas (CFR) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai.

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



5.3. Pengaruh *Control Right* (CR) terhadap *Dividen Payout Ratio* (DPR)

Pengujian ini menunjukkan hasil yang tidak sesuai dengan teori NEE yang dikemukakan oleh Baldrice Siregar (2007 : 11-12), namun sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Nadya Thahira (2009 : 86). Hasil penelitian pada pisah batas 10%, 50%, dan siklus hidup *mature* menunjukkan bahwa CR mempengaruhi DPR secara signifikan positif, sedangkan pada pengujian siklus hidup *growth* dan *decline* tidak cukup bukti bahwa CR berpengaruh secara signifikan terhadap DPR. Pengaruh positif tersebut menunjukkan bahwa CR memang memberikan pengaruh terhadap penentuan tingkat DPR, namun dengan tanda yang berbeda dan bertolak belakang dengan NEE. Menurut Nadya Thahira (2009 : 84) nilai hak kontrol yang positif menunjukkan bahwa adanya kondisi pemegang saham pengendali yang membutuhkan dana cepat, sehingga memutuskan untuk membagikan dividen yang cukup besar. Hal tersebut sesuai dengan teori agensi di mana pemegang saham pengendali akan menggunakan hak kontrolnya lebih mengarah kepada kepentingan pribadi. Sedangkan tidak cukupnya bukti bahwa CR berpengaruh terhadap DPR dikarenakan oleh dalam kondisi *growth* maupun *decline* penentuan pembagian dividen digantungkan kepada tingkat profitabilitas yang dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan proksi ROA. Dengan terbatasnya kas yang ada di perusahaan, hak suara menjadi kurang berpengaruh terhadap pembagian dividen dan lebih bergantung apakah terdapat profitabilitas dan kas lancar di perusahaan. Hasil pengujian ini tidak mendukung hipotesis 2 (H_{a2}) yang menyatakan bahwa hak kontrol (CR) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai.

5.4. Pengaruh *Cash Flow Right Leverage* yang dimoderasi oleh Keberadaan Pemegang Saham Pengendali Kedua dalam Perusahaan (CFRL_CS2) terhadap *Dividen Payout Ratio* (DPR)

Pengaruh *Cash flow Right Leverage* yang dimoderasi dengan keberadaan Saham Penegandali Kedua dalam perusahaan (CFRL_CS2) dalam pengujian ini menunjukkan hasil yang konsisten baik dalam pisah batas 10%, 50%, dan siklus hidup *mature* dan *decline*. Hasil pengujian dengan SPSS 19 menunjukkan hasil signifikan positif yang konsisten dengan penelitian Baldrice Siregar (2008 : 30) dan Nadya Thahira (2009 : 87). Dan memberikan kesimpulan bahwa Hipotesis 3 (H_{a3}) diterima, yaitu keberadaan pemegang saham pengendali kedua memperlemah pengaruh negatif *Cash Flow Right Leverage*. Temuan ini menunjukkan bahwa terjadi konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas berkaitan dengan pembayaran dividen. Konflik ini akan semakin kecil dengan adanya pemegang saham pengendali kedua yang dapat membatasi keinginan pemegang saham pengendali pertama untuk melakukan ekspropriasi melalui dividen. Dengan adanya keberadaan pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan, pemegang saham pengendali tidak dapat mengambil keputusan yang semena-mena dan merugikan pemegang saham minoritas sehingga ekspropriasi dapat diredam.

Sedangkan pada siklus hidup *growth* tidak didapatkan cukup bukti bahwa CFRL_CS2 berpengaruh terhadap pembagian dividen. Dalam pengujian ini baik pada model 1, 2, dan 3 secara konsisten menunjukkan bahwa yang mempengaruhi kebijakan dividen tunai hanyalah ROA atau profitabilitas. Hal tersebut dikarenakan oleh ciri-ciri perusahaan dalam siklus

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



hidup *growth* yang masih berusaha untuk mengembangkan perusahaannya dan lebih memilih untuk melakukan investasi dalam asset, sehingga pemegang saham turut memfokuskan keputusannya untuk mengembangkan perusahaan dengan investasi.

5. Pengaruh *Cash Flow Right Leverage* yang dimoderasi oleh Keterlibatan Pemegang Saham Pengendali dalam Manajemen(CFRL_MAN) terhadap *Dividen Payout Ratio* (DPR)

Pengaruh *Cash flow Right Leverage* yang dimoderasi dengan keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen (CFRL_MAN) dalam pengujian ini menunjukkan hasil yang konsisten baik dalam pisah batas 10%, 50%, dan siklus hidup *mature*. Hasil pengujian dengan SPSS 19 menunjukkan hasil signifikan positif yang tidak konsisten dengan penelitian Baldrice Siregar (2008 : 30) dan Nadya Thahira (2009 : 87). Dan memberikan kesimpulan tidak cukupnya bukti untuk mendukung Hipotesis 4 (Ha₄). Pada pengujian ini ditunjukkan bahwa keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen memperlemah pengaruh negatif yang *Cash Flow Right Leverage* terhadap kebijakan dividen tunai. Hal tersebut mungkin dikarenakan oleh sampel perusahaan dalam pengujian ini menunjukkan pemegang saham pengendali yang lebih ingin mendapatkan dividen tunai yang cukup tinggi dibandingkan dengan mengambil manfaat privat yang merugikan pemegang saham minoritas. Hal tersebut juga turut didukung oleh Argumen PIE dalam Baldrice Siregar (2008 : 5) yang menyatakan bahwa jika pemegang saham pengendali melakukan ekapropriasi dan merugikan pemegang saham minoritas, maka pihak yang paling merasakan kerugian adalah pemegang saham pengendali itu sendiri. Tindakan ekspropriasi dapat menurunkan nilai perusahaan, oleh karena itu pemegang saham pengendali tidak melakukan ekspropriasi, namun menunjukkan kepada pemegang saham minoritas bahwa tidak ada ekspropriasi dalam perusahaan.

Pada pengujian siklus hidup *decline*, pengujian menunjukkan hal yang berbeda, yaitu CFRL_MAN berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen tunai. Dengan hasil ini, maka pada siklus hidup *decline* dapat disimpulkan bahwa Hipotesis 4 (Ha₄) diterima. Dengan adanya keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen akan memperkuat pengaruh negatif CFRL dan mendorong pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi. Dalam kondisi perusahaan yang mengalami masa penurunan atau penghentian, maka pemegang saham pengendali cenderung ingin mendapatkan keuntungan lebih dari perusahaan yang ada di ambang keterpurukan tersebut sehingga meningkatkan kemungkinan ekspropriasi dan merugikan pemegang saham minoritas. Hal tersebut sejalan dengan hasil pengujian yang dilakukan oleh Baldrice Siregar (2008 : 30) dan Nadya Thahira (2009 : 87) yang menyatakan CFRL_MAN mempunyai pengaruh negatif terhadap dividen tunai. Sedangkan pada siklus hidup *growth* tidak didapatkan cukup bukti bahwa CFRL_MAN berpengaruh terhadap pembagian dividen. Dalam pengujian ini baik pada model 1, 2, dan 3 secara konsisten menunjukkan bahwa yang mempengaruhi kebijakan dividen tunai hanyalah ROA. Pada siklus hidup *growth*, perusahaan masih berusaha untuk mengembangkan perusahaannya dan lebih memilih untuk melakukan investasi dalam asset, sehingga pemegang saham turut memfokuskan keputusannya untuk mengembangkan perusahaan dengan investasi.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



6. PENUTUP

6.1. Kesimpulan

Dari penelitian ini, dapat diambil beberapa kesimpulan, yaitu:

Tidak cukup bukti bahwa Hak Kontrol (CR) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai.

Tidak cukup bukti bahwa Hak Aliran Kas (CFR) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai.

Terdapat cukup bukti bahwa pengaruh negatif *Cash Flow Right Leverage* terhadap kebijakan dividen tunai diperlemah dengan keberadaan pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan.

Tidak cukup bukti bahwa pengaruh negatif *Cash Flow Right Leverage* terhadap kebijakan dividen tunai diperkuat dengan adanya keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen.

Pada siklus hidup *growth* dan *decline* hak kontrol tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai, sedangkan pada siklus hidup *mature*, tidak cukup bukti bahwa hak kontrol berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen tunai.

Pada siklus hidup *growth* dan *decline* hak aliran kas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai, sedangkan pada siklus hidup *mature*, tidak cukup bukti bahwa hak aliran kas berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen tunai.

Pada siklus hidup *mature* dan *decline*, terdapat cukup bukti bahwa pengaruh negatif *Cash Flow Right Leverage* terhadap kebijakan dividen tunai diperlemah dengan keberadaan pemegang saham pengendali kedua dalam perusahaan. Sedangkan pada siklus hidup *growth* CFRL_CS2 tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai.

Pada pisah siklus hidup *mature*, tidak cukup bukti bahwa pengaruh negatif *Cash Flow Right Leverage* terhadap kebijakan dividen tunai diperkuat dengan adanya keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen.

Sedangkan pada siklus hidup *growth* CFRL_MAN tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai. Dan pada siklus hidup *decline*, terdapat cukup bukti bahwa pengaruh negatif *Cash Flow Right Leverage* terhadap kebijakan dividen tunai diperkuat dengan adanya keterlibatan pemegang saham pengendali dalam manajemen.

3. Saran

Pengukuran manfaat privat yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali cukup sulit untuk diukur. Penelitian ini menguji adanya manfaat privat kontrol melalui pengujian pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol terhadap kebijakan dividen. Penelitian akan lebih menggambarkan ekspropriasi apabila manfaat privat lebih terukur sesuai dengan kejadian yang merupakan fakta ekspropriasi. Apabila data tentang aktivitas ekspropriasi benar-benar terdokumentasi, maka pengukuran manfaat privat yang diperoleh akan lebih baik sehingga dapat menghasilkan pengujian yang lebih baik dan bermanfaat. Selain itu juga masih terdapat kekurangan dalam melakukan penentuan siklus hidup yang hanya ditentukan oleh satu faktor yaitu umur perusahaan.

Demi mengurangi kelemahan yang terjadi dalam penelitian ini, penelitian selanjutnya sebaiknya mengukur manfaat privat secara langsung berdasarkan aktivitas ekspropriasi yang terjadi. Pengukuran seperti ini belum

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta milik IBI HKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



bisa dilakukan sekarang karena dokumentasi tentang transaksi dan kejadian yang terkait dengan ekspropriasi belum tersedia. Penentuan siklus hidup juga sebaiknya menggunakan dua atau tiga faktor seperti *dividen payout ratio* dan *sales growth* atau penjualan perusahaan. Apabila data tentang transaksi dan kejadian ekspropriasi sudah tersedia dan penentuan siklus hidup telah menggunakan seluruh faktor yang dapat menggambarkan siklus hidup yang mendakati fakta, maka pengujian tentang konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas diharapkan akan lebih tepat sasaran.

DAFTAR PUSTAKA

- Bowerman, Bruce L., Richard T. O'Connell, dan Emily Murphree (2011), *Business Statistics in Practice*, Edisi 6, New York: McGraw Hill.
- Claessens et al. (1999), *Expropriation of Minority Shareholders in East Asia*, <http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/expropriation.pdf>
- Claessens et al. (2000), *The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporation*, http://www.edegan.com/pdfs/ERBC/Schoar,%205.27.11/Claessens_Djankov_Lang_2000.pdf
- Cooper, Donald R. dan Pamela S. Schindler (2011), *Business Research Method*, Edisi 11, New York: McGraw Hill.
- Duhita, Maria Yvette (2009), Skripsi: *Relevansi Nilai Arus Kas terhadap Harga Saham dalam Kaitannya dengan Siklus Hidup Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2002-2007*, IBII (Tidak Dipublikasikan).
- Endiana, I Dewa Made, I Ketut Budiarta, dan I.B. Putra Astika (2012), *Pengaruh Pertumbuhan Panjualan di Setiap Siklus Hidup pada Hubungan IOS dengan Dividen Tunai*, E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Volume 01.No.01.Tahun 2012, <http://ojs.unud.ac.id/index.php/EEB/article/view/3205>.
- Ghozali, Imam (2006), *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS*, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodar N. dan Dawn C. Porter (2010), *Dasar-Dasar Ekonometrika*, Buku 1, Edisi 5, Jakarta : Salemba Empat.
- Jayanto, Prabowo Yud dan Kiswanto (2009). *Deffered Tax Expense and Accruals dalam Memprediksi Earning Manajemen*.
- Keown, Arthur J., dkk. (2005), *Financial Manajement*, Edisi 10, New Jearsy : Pearson Education Inc.



Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt, dan Terry D. Warfield (2011), *Intermediate Accounting*, Volume 2, Singapore: John Wiley & Sons.

1. La Porta *et al.* (1998), *Corporate Ownership Around the World*, <http://faculty.tuck.dartmouth.edu/images/uploads/faculty/rafael-laporta/CorpOwnership.pdf>

Nofrita, Ria (2012), *Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening*, <https://www.google.com/#q=ria+nofrita+Pengaruh+Profitabilitas+terhadap+Nilai+Perusahaan+dengan+Kebijakan+Dividen+sebagai+Variabel+Intervening%2C+>.

Nurwandari, Andini (2010), *Analisis Hubungan Antara Kepemilikan Saham Minoritas dan Dividen Payout Ratio dengan Laba dan Investment Oportunity Set sebagai Variabel Moderasi*, <https://www.google.com/#q=Analisis+Hubungan+Antara+Kepemilikan+Saham+Minoritas+dan+Dividen+Payout+++Ratio+dengan+Laba+dan+Investment+Oportunity+Set+sebagai+Variabel+Moderasi+Dividen+sebagai+Variabel+Intervening%2C+>.

Porter Michael E. (2004), *Competitive Strategy : Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, New York : Free Press

PSAK 4 Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan tentang Laporan Keuangan Konsolidasian dan Laporan Keuangan Tersendiri (Revisi 2009)

PSAK 7 Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan tentang Pengungkapan Pihak-Pihak Berelasi (Revisi 2010)

PSAK 38 Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan tentang Kombinasi Bisnis Entitas Sepengendali (Revisi 2012)

Scott William R. (2009), *Financial accounting Theory*, Edisi 5, Canada: Pearson Prentice Hall.

Sirait Fabriela dan Sylvia Veronica Siregar (2012), *Hubungan Pembagian Dividend dan Kualitas Laba : Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2005-2009*, <http://sna.akuntansi.unikal.ac.id/makalah/015-AKPM-03.pdf>.

Siregar, Baldric (2007), *Pengaruh Pemisahan Hak Aliran Kas dan Hak Kontrol terhadap Dividen*, Simposium Nasional AKuntansi X, Unhas Makasar, Hal 1-44.

Siregar, Baldric (2008), *Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas dalam Struktur Kepemilikan Ultimat*, <http://ebookbrowse.net/ekspropriasi-pemegang-saham-minoritas-doc-d183212135>

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

