

Peran Cash Holding dalam Memediasi Hubungan antara Kepemilikan Imediat terhadap Overinvestment, Underinvestment, dan Dividend dalam Perspektif Opportunistic Hypothesis dan Efficient Hypothesis (Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

Dessy Feres¹, Iskandar², Zaki Fakhroni³

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mulawarman, Samarinda, Indonesia.

E-mail: dessyx5_08@yahoo.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki bagaimana keputusan keuangan pada perusahaan non keuangan terdaftar di Bursa Efek Indonesia dapat menunjukkan investasi berlebihan (*overinvestment*), melewatkan peluang investasi (*underinvestment*), dan dividen apabila dipengaruhi oleh kepemilikan imediat dalam perspektif hipotesis oportunistik dan perspektif hipotesis kontrak efisien dan apakah dana internal dalam hal ini kas perusahaan mampu (*cash holding*) memediasi hubungan tersebut. Masalah yang paling penting diungkapkan karena kepemilikan perusahaan publik terkonsentrasi dan rendahnya perlindungan terhadap pemegang saham nonpengendali di Indonesia. Konsep kepemilikan imediat digunakan untuk mengidentifikasi dan menyelidiki implikasinya pada investasi berlebihan, melewatkan peluang investasi, dan dividen. Penelitian ini menggunakan data panel dari tahun 2010-2015. Prosedur pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling* pada populasi perusahaan non keuangan terdaftar di Bursa Efek Indonesia, selanjutnya ada 526 sampel tahun perusahaan. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kepemilikan imediat berpengaruh positif terhadap investasi berlebihan (*overinvestment*) dan kas perusahaan (*cash holding*) memediasi hubungan tersebut. Selain itu, kepemilikan imediat berpengaruh positif terhadap melewatkan peluang investasi (*underinvestment*) dan kas perusahaan (*cash holding*) tidak memediasi hubungan tersebut. Temuan penelitian ini menunjukkan dukungan pada Teori Agensi II, kondisi ini berarti adanya hak kontrol tinggi dari pemegang saham pengendali. Sehingga, keputusan keuangan pada perusahaan non keuangan di Bursa Efek Indonesia menunjukkan hipotesis oportunistik dan hipotesis kontrak efisien.

Kata kunci: kepemilikan imediat, overinvestment, underinvestment, cash holding, dividen

The Role of Cash Holding in Mediating The Relationship between Imagative Ownership to Overinvestment, Underinvestment, and Dividend in Perspective Opportunistic Hypothesis and Efficient Hypothesis (Empirical Study on Non-Financial Companies Listed In Indonesia Stock Exchange)

Abstract

This study aims to investigate how financial decisions on nonfinancial firms listed on the Indonesia Stock Exchange can indicate overinvestment, underinvestment, and dividends if affected by imediate ownership in the perspective of the opportunistic hypothesis and the perspective of the efficient contract hypothesis and whether Internal funds in this case cash holding company (*cash holding*) mediate the relationship. The most important issue is disclosed because the ownership of public companies is concentrated and the low level of protection against non-controlling shareholders in Indonesia. The concept of imediate ownership is used to identify and investigate its implications for excessive investment, miss investment opportunities, and dividends. This study uses panel data from 2010-2015. The sample selection procedure using purposive sampling on the population of non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange, then there are 526 samples of the company year. The result of hypothesis testing shows that the ownership of imediate has positive effect on passing investment opportunity (*underinvestment*) and cash holding company able to mediate the relationship. The findings of this study indicate support for Theory of Agency II, this condition means that there is full control right of the controlling shareholder. Thus, financial decisions on non-financial companies in the Indonesia Stock Exchange show opportunistic hypothesis.

Keywords: ownership of imediate, overinvestment, underinvestment, cash holding, dividend

PENDAHULUAN

Indonesia adalah negara yang menerapkan hukumnya berdasarkan *Civil Law* (Harjono, 2009). Salah satu karakter dari negara yang menerapkan *Civil Law* adalah perlindungan investor di pasar modal yang lemah (Hung, 2000). Berdasarkan karakter tersebut, dalam hal kebijakan akuntansi timbul adanya perspektif *opportunistic hypothesis* dan *efficient hypothesis*. Perspektif *opportunistic hypothesis* mengasumsikan bahwa manajer dengan menggunakan sebuah informasi mampu memilih kebijakan akuntansi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali untuk memaksimalkan kepuasan relatif yang diharapkannya agar mendapat kompensasi sebagai imbalan dari jasa yang telah dikerjakan, kontrak-kontrak pinjaman, dan peraturan serta *political cost* untuk menanggukuhkan laba (Sun dan Rath, 2008). Sebagian besar perusahaan publik di negara Asia menunjukkan bahwa para manajer (yang sekaligus pemegang saham pengendali) sering bertindak opportunistik (La Porta *et al.*, 2000a). Pemegang saham pengendali mempunyai hak kontrol penuh dan *discretionary power* yang besar dalam melakukan ekspropriasi untuk memaksimalkan kemakmuran sendiri daripada memaksimalkan nilai perusahaan (Bae dan Jeong, 2007). Ekspropriasi sangat mungkin dilakukan karena pemegang saham pengendali dapat memanfaatkan keterbatasan-keterbatasan hukum dalam suatu negara yang menganut hukum *civil* seperti Indonesia (Sanjaya, 2010).

Sejumlah kasus yang terjadi di Indonesia berkaitan dengan konflik antar pemegang saham layak menjadi perhatian bersama, kasus-kasus demikian seringkali harus menjalani kasus hukum yang berbelit-belit dan memakan waktu lama, kasus tersebut diantaranya adalah kasus Bank Century, sengketa kepemilikan Televisi Pendidikan Indonesia yang sudah menjadi MNC TV antara Siti Hardiyanti Rukmana alias Tutut Soeharto dan Hary Tanoesoedibyo, konflik antar pemegang saham BUMI yakni Bakrie, Samin Tan, dan Rothschild, dan yang cukup hangat PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk yang terjadi antara pemegang saham pengendali (Putera Sampoerna dan Hasan Sunarko) dengan para pemegang saham nonpengendali (www.republika.co.id, pada tanggal 19 November 2013).

Perspektif lain dalam memilih kebijakan akuntansi adalah perspektif *efficient hypothesis*. Perspektif ini mengasumsikan bahwa sistem pengendalian internal, pengawasan oleh dewan direksi, tindakan opportunistik yang terbatas (*limit opportunistic*), dan adanya motivasi manajer untuk memilih kebijakan akuntansi yang dapat meminimalisir *contracting cost* (Scott, 2000 dalam Anggraini dan Trisnawati, 2008). Konflik kepentingan dapat menyebabkan keputusan manajerial tidak efisien dan optimal dalam tingkat investasi seperti adanya hutang berlebih, pergeseran risiko, menghindari risiko, dan membangun imperium (kekuasaan), sehingga efek tersebut adalah alasan terjadinya *overinvestment* dan *underinvestment* (Cherkasova dan Zakharova, 2016). Namun, apabila keputusan berkaitan dengan kesejahteraan pemegang saham. Hal ini dapat ditingkatkan dengan perusahaan melakukan pembayaran dividen (*dividend*). Dengan membayar *dividend*, pemegang saham pengendali memberikan laba kepada pemegang saham nonpengendali sehingga membatasi pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi (Siregar, 2007).

Secara garis besar, keputusan keuangan yang terjadi di perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan pemegang saham pengendali (Basu dan Sen, 2015). Terdapat fenomena yang terjadi di Indonesia berkaitan dengan kepemilikan yaitu perusahaan publik di Indonesia termasuk dalam kepemilikan terkonsentrasi. Indonesia menunjukkan struktur kepemilikan piramid yang terbesar yaitu 66,9% dari sampel dan kedua terbesar dalam perangkapan manajemen dan pemilik, setelah Malaysia yaitu 84,6% dari sampel perusahaan Indonesia (Claessens *et al.*, 2000a).

Konsep yang selama ini lazim digunakan untuk mengidentifikasi keberadaan konsentrasi kepemilikan adalah konsep kepemilikan imediat. Dalam perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham mengelompokkan diri menjadi pemegang saham pengendali untuk mengawasi manajer, namun pemegang saham pengendali meminta manajer untuk membuat keputusan yang menguntungkan diri sendiri, ini merugikan pemegang saham nonpengendali, dalam hal demikian, konflik keagenan terjadi antara pemegang saham pengendali dan nonpengendali, sehingga konflik ini disebut *Agency Problem II* (Villalonga dan Amit, 2006) atau *Type II agency costs* (Bozec dan Laurin, 2008 dalam Siregar, 2007). Karena perlindungan investor yang lemah di Indonesia, maka kemungkinan akan terjadi konflik keagenan yang tinggi (La Porta *et al.*, 2000a).

Adanya konflik keagenan yang terjadi akan mempengaruhi keputusan keuangan. Keputusan keuangan akan terjadi apabila suatu perusahaan terdapat kepemilikan kas (*cash holding*). Menurut Wijaya (2011), *cash holding* dapat digunakan untuk beberapa hal, antara lain dibagikan kepada pemegang saham berupa *dividend*, melakukan pembelian kembali saham, melakukan investasi atau menyimpannya untuk kepentingan perusahaan di masa depan.

Penelitian ini menggunakan *cash holding* sebagai variabel mediasi antara kepemilikan imediat terhadap *overinvestment*, *underinvestment*, dan *dividend* dalam perspektif *opportunistic hypothesis* dan *efficient hypothesis* dikarenakan secara teoritis, suatu perusahaan akan meminimalisir risiko likuiditas dengan menjaga tingkat likuiditas perusahaan tersebut.

Kajian Pustaka

Teori Agensi II

Pemegang saham mengelompokkan diri menjadi pemegang saham pengendali untuk mengawasi manajer, namun pemegang saham pengendali meminta manajer untuk membuat keputusan yang menguntungkan diri sendiri, ini merugikan pemegang saham nonpengendali, dalam hal demikian, konflik keagenan terjadi antara pemegang saham pengendali dan nonpengendali, sehingga konflik ini disebut *Agency Problem II* (Villalonga dan Amit, 2006) atau *Type II agency costs* (Bozec dan Laurin, 2008 dalam Siregar, 2007).

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini ada tiga yaitu:

Variabel Endogen

Variabel endogen dalam penelitian ini adalah *Overinvestment*, *Underinvestment*, dan *Dividend*. *Overinvestment* didefinisikan sebagai investasi dalam proyek-proyek dengan *Net Present Value* (NPV) negatif, sedangkan *underinvestment* termasuk melewatkan peluang investasi yang akan memiliki *Net Present Value* (NPV) positif dengan tidak adanya *adverse selection* (Biddle *et al.*, 2009). Menurut Biddle *et al.* (2009), model untuk mengukur inefisiensi investasi (*overinvestment* dan *underinvestment*) sebagai berikut:

$$Investment_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 * Sales Growth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t+1}$$

Keterangan:

- Investment* $_{i,t+1}$: Total investasi perusahaan *i* pada tahun *t*. Diukur dengan kenaikan bersih aset tetap berwujud dan aset tidak terwujud dibagi dengan *lagged* total aset.
- Sales Growth* $_{i,t}$: Tingkat perubahan penjualan perusahaan dari *t-1* hingga *t*.

Sedangkan, *dividend* adalah bagian dari laba bersih yang dibagikan kepada para pemegang saham (Tangkilisan dan Hassel, 2003). Menurut Basu dan Sen (2015), nilai *dividend* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$Dividend = dividend\ paid_{t+1} / total_asset_{t-1}$$

Keterangan:

- Dividend paid* $_{t+1}$: Pembayaran dividen pada tahun berikutnya.
- Total_asset* $_{t-1}$: Total aset yang dimiliki pada tahun sebelumnya.

Variabel Mediating

Variabel *mediating* dalam penelitian ini adalah *Cash Holding*. *Cash holding* didefinisikan sebagai aset yang paling likuid dan dapat digunakan dengan segera untuk memenuhi kebutuhan dari aktivitas perusahaan (Christina dan Ekawati, 2014). Menurut Cai *et al.* (2016), nilai *cash holding* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Cash holding} = \frac{\text{Cash and cash equivalents}}{(\text{Total assets} - \text{Cash and cash equivalents})}$$

Keterangan:

Cash and cash equivalents : Nilai nominal dari kas dan setara kas yang tersedia dalam laporan posisi keuangan.

Total assets : Total aset yang dimiliki perusahaan pada tahun yang bersangkutan.

Variabel Eksogen

Variabel eksogen dalam penelitian ini adalah Kepemilikan Imediat. Kepemilikan imediat adalah (*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 tertulis atas nama dirinya (Siregar, 2007). Kepemilikan imediat dalam penelitian ini diukur dengan melihat persentase kepemilikan langsung yang terkonsentrasi dalam suatu perusahaan dengan pisah batas (*cut-off*) 30% (Siregar, 2007).

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode observasi tahun 2010 – 2015. Pemilihan sampel menggunakan data panel dan metode *purposive sampling* maka diperoleh sampel sebanyak 526 perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 6 periode yaitu tahun 2010-2015. Namun, dalam penelitian ini dibagi menjadi dua data panel. Pertama, data panel A untuk perusahaan yang melakukan *overinvestment* sebanyak 169 perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 6 periode yaitu tahun 2010-2015. Kedua, data panel B untuk perusahaan yang melakukan *underinvestment* sebanyak 357 perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 6 periode yaitu tahun 2010-2015.

Teknis Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan program WarpPLS 5.0 dan SPSS versi 22.0 untuk mengolah data regresi *overinvestment* dan *underinvestment*. Program WarpPLS 5.0 dengan menggunakan model persamaan struktural SEM (Structural Equation Modeling) dengan efek mediasi atau intervensi adalah hubungan antara konstruks eksogen dan endogen yang dipengaruhi oleh variabel penghubung, hubungan antara konstruks eksogen dan endogen tidak langsung mempengaruhi satu sama lain, tetapi dipengaruhi oleh variabel lain (*intervening*) (Latan dan Ghozali, 2013: 142 dalam Latan dan Ramli, 2013).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Pertama, data panel A dalam penelitian ini meliputi kepemilikan imediat, *overinvestment*, *dividend*, dan *cash holding*. Kemudian nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, nilai maksimum, dan nilai minimum dari masing-masing variabel dalam penelitian dapat dilihat pada Tabel 4.1 berikut ini:

Tabel 4.1. Statistik Deskriptif Variabel

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KI	169	.3059	.9975	.596961	.1553671
OI	169	.0001	.5704	.075980	.0810755
DIV	169	.0000	1.0603	.066057	.1181745
CH	169	.0041	1.4391	.208290	.2048727
Valid N (listwise)	169				

Sumber: Data sekunder diolah

Keterangan:

- KI : Kepemilikan Imediat
- OI : *Overinvestment*
- DIV : *Dividend*
- CH : *Cash Holding*

Kedua, data panel B dalam penelitian ini meliputi kepemilikan imediat, *underinvestment*, *dividend*, dan *cash holding*. Kemudian nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, nilai maksimum, dan nilai minimum dari masing-masing variabel dalam penelitian dapat dilihat pada tabel 4.2 berikut ini:

Tabel 4.2. Statistik Deskriptif Variabel

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KI	357	.3005	1.0000	.624857	.1825028
UI	357	-.0593	-.0001	-.035972	.0160419
DIV	357	.0000	.9915	.053506	.0878595
CH	357	.0023	2.3485	.201278	.2558295
Valid N (listwise)	357				

Sumber: Data sekunder diolah

Keterangan:

- KI : Kepemilikan Imediat
- UI : *Underinvestment*
- DIV : *Dividend*
- CH : *Cash Holding*

Hasil Analisis

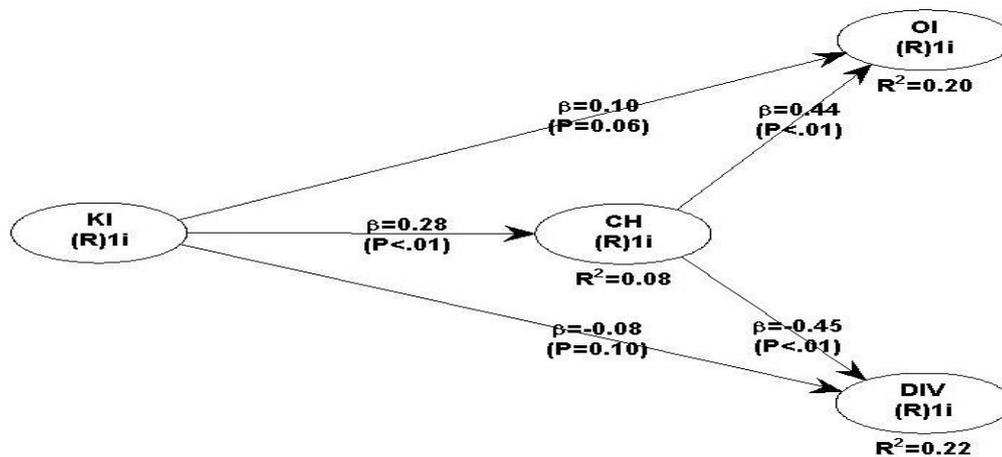
Analisis Regresi

Dalam penelitian ini dilakukan analisis regresi linear untuk melihat pengaruh variabel eksogen terhadap variabel endogen.

Konseptualisasi Model

Konseptualisasi model yang dilakukan dalam PLS-SEM untuk panel A dan panel B dapat dilihat pada Gambar 4.1 berikut ini:

Model 1 (Panel A)



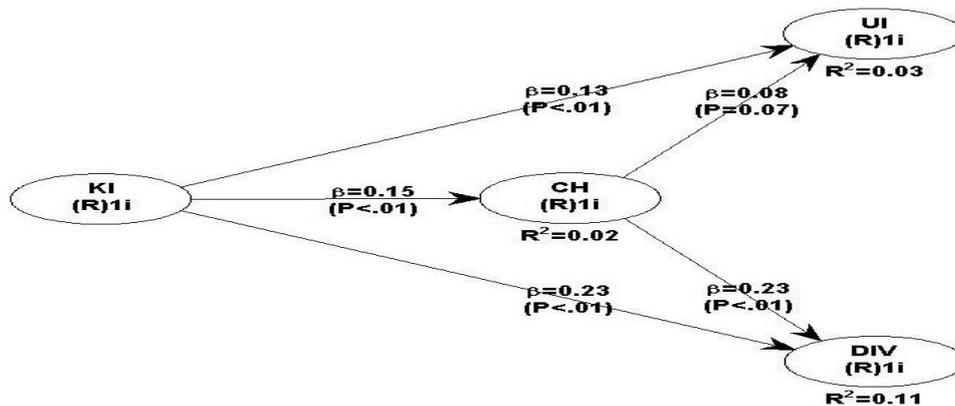
Gambar 4.1 Path Analisis

Sumber: *Output WarpPLS 5.0*, 2017

Keterangan:

- KI : Kepemilikan Imediat
- OI : *Overinvestment*
- DIV : *Dividend*
- CH : *Cash Holding*

Model 2 (Panel B)



Gambar 4.2 Path Analisis
 Sumber: *Output WarpPLS 5.0, 2017*

Keterangan:

- KI : Kepemilikan Imediat
- UI : *Underinvestment*
- DIV : *Dividend*
- CH : *Cash Holding*

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dapat dilihat pada Tabel 4.3 berikut ini:

Tabel 4.3. Kesimpulan Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Arah	Koefisien	P Value	Kesimpulan
Kepemilikan Imediat berpengaruh positif terhadap <i>Overinvestment</i> .	Positif	0.099	0.057	H ₁ Diterima
Kepemilikan Imediat berpengaruh negatif terhadap <i>Dividend</i> dalam konteks perusahaan yang melakukan <i>overinvestment</i> .	Negatif	-0.082	0.096	H ₂ Diterima
Kepemilikan Imediat berpengaruh positif terhadap <i>Cash Holding</i> dalam konteks perusahaan yang melakukan <i>overinvestment</i> .	Positif	0.277	<0.001	H ₃ Diterima
<i>Cash Holding</i> berpengaruh positif terhadap <i>Overinvestment</i> .	Positif	0.436	<0.001	H ₄ Diterima
<i>Cash Holding</i> memediasi hubungan Kepemilikan Imediat terhadap <i>Overinvestment</i> .	Positif	0.044	0.004	H ₅ Diterima
<i>Cash Holding</i> berpengaruh negatif terhadap <i>Dividend</i> dalam konteks perusahaan yang melakukan <i>overinvestment</i> .	Negatif	-0.451	<0.001	H ₆ Diterima
<i>Cash Holding</i> memediasi hubungan Kepemilikan Imediat terhadap <i>Dividend</i> dalam konteks perusahaan yang melakukan <i>overinvestment</i> .	Positif	0.044	0.003	H ₇ Diterima
Kepemilikan Imediat berpengaruh positif terhadap <i>Underinvestment</i> .	Positif	0.032	0.006	H ₈ Diterima
Kepemilikan Imediat berpengaruh positif terhadap <i>Dividend</i> dalam konteks perusahaan yang melakukan <i>underinvestment</i> .	Positif	0.226	<0.001	H ₉ Diterima

Kepemilikan Imediat berpengaruh positif terhadap <i>Cash Holding</i> dalam konteks perusahaan yang melakukan <i>underinvestment</i> .	Positif	0.151	0.002	H ₁₀ Diterima
<i>Cash Holding</i> berpengaruh positif terhadap <i>Underinvestment</i> .	Positif	0.077	0.072	H ₁₁ Diterima
<i>Cash Holding</i> memediasi hubungan Kepemilikan Imediat terhadap <i>Underinvestment</i> .	Positif	0.037	0.379	H ₁₂ Ditolak
<i>Cash Holding</i> berpengaruh positif terhadap <i>Dividend</i> dalam konteks perusahaan yang melakukan <i>underinvestment</i> .	Positif	0.232	<0.001	H ₁₃ Diterima
<i>Cash Holding</i> memediasi hubungan Kepemilikan Imediat terhadap <i>Dividend</i> dalam konteks perusahaan yang melakukan <i>underinvestment</i> .	Positif	0.037	0.174	H ₁₄ Ditolak

Pembahasan

- H₁ diterima, hal ini sesuai dalam perspektif teori agensi II, pemegang saham pengendali dengan hak kontrol tinggi yang memiliki kekuasaan termotivasi untuk melakukan pemborosan atau menyalahgunakan kas internal perusahaan berupa pembelian aset perusahaan yang berlebihan tidak sesuai dengan kebutuhan perusahaan, penggunaan aset perusahaan secara berlebihan, gaji dan tunjangan tinggi, bonus dan kompensasi tinggi, serta pembayaran *dividend* yang lebih rendah. Hal di atas mencerminkan investasi berlebihan (*overinvestment*). Hal yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali termasuk dalam motivasi opportunistik untuk meningkatkan kemakmuran sendiri tanpa memikirkan kepentingan bersama. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh La Porta *et al.* (1999, 2000a, 2000b) menyatakan bahwa pemegang saham pengendali secara efektif mengendalikan perusahaan dengan membuat transaksi yang “tidak adil” untuk mengalihkan sumber daya perusahaan untuk meningkatkan kemakmuran sendiri, sehingga bertindak opportunistik.
- H₂ diterima, hal ini sesuai dalam perspektif teori agensi II, dalam konflik kepentingan yang terjadi terdapat beberapa cara untuk mengurangi konflik tersebut, salah satunya adalah dengan pembayaran *dividend*. *Dividend* yang dibagikan kepada pemegang saham semestinya harus proporsional. Namun, apabila pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol tinggi pada suatu perusahaan maka pemegang saham pengendali dapat mempengaruhi suatu kebijakan perusahaan dengan melakukan pembayaran *dividend* yang lebih rendah kepada pemegang saham untuk kepentingan pribadi. Hal yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali termasuk dalam motivasi opportunistik.

Hasil penelitian dari Siregar (2007) menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan pada pisah batas 30%, berpengaruh negatif terhadap keputusan *dividend* perusahaan.

- H₃ diterima, hal ini sesuai dalam perspektif teori agensi II, apabila dikaitkan antara kepemilikan imediat dengan kepemilikan kas (*cash holding*) dikarenakan adanya motif pemegang saham pengendali untuk mengutamakan kepentingannya. Kepemilikan kas (*cash holding*) yang tersedia bagi perusahaan dalam konteks perusahaan yang melakukan *overinvestment* dibelanjakan antara lain: untuk berinvestasi secara berlebihan; membeli aset untuk kegiatan operasional perusahaan secara berlebihan tidak sesuai dengan kebutuhan; dan membayar gaji, tunjangan, bonus, dan kompensasi tinggi. Tujuan adanya kepemilikan kas (*cash holding*) dalam suatu perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Courderc (2005) dalam Wijaya dkk (2010) menyatakan bahwa *cash holding* perusahaan berkaitan dengan upaya perusahaan untuk meminimalisir biaya pendanaan eksternal.

- H₄ diterima, hal ini sesuai dalam perspektif teori agensi II, keputusan yang diambil pada suatu perusahaan akan bercermin pada ketersediaannya kas. Ketika kas yang tersedia di perusahaan dan dipengaruhi adanya hak kontrol tinggi dari pemegang saham pengendali, pemegang saham pengendali termotivasi untuk membelanjakan kas dengan berinvestasi secara berlebihan. Investasi berlebihan (*overinvestment*) yang dimaksud berupa pembelian aset perusahaan yang berlebihan tidak sesuai dengan kebutuhan perusahaan, penggunaan aset perusahaan secara berlebihan, gaji dan tunjangan tinggi, bonus dan kompensasi tinggi, serta pembayaran *dividend* yang lebih rendah. Tujuan pemegang saham pengendali melakukan investasi secara berlebihan (*overinvestment*) untuk

kepentingan yang menguntungkan diri sendiri. Hal yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali termasuk dalam motivasi opportunistik.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa tidak ada tingkat optimal untuk menyimpan kas, tetapi uang tersebut lebih memiliki peran yakni antara sebagai laba ditahan atau kebutuhan investasi.

- H_5 diterima, hal ini sesuai dalam perspektif teori agensi II, apabila adanya hak kontrol yang tinggi dari pemegang saham pengendali maka mereka akan membelanjakan kas perusahaan untuk melakukan pemborosan dengan investasi secara berlebihan (*overinvestment*) dengan mengesampingkan *dividend* untuk kepentingan yang menguntungkan diri sendiri. Hal ini karena keputusan dalam suatu perusahaan berada di tangan pemegang saham pengendali. Dengan adanya kebijakan menggunakan kas perusahaan untuk melakukan *overinvestment* hal itu termasuk dalam motivasi opportunistik yang akan berdampak pada peningkatan investasi yang suboptimal (tidak optimal).
- H_6 diterima, hal ini sesuai dalam perspektif teori agensi II, konflik kepentingan ini dapat dikurangi apabila perusahaan membayar *dividend*. Namun, konflik kepentingan yang biasanya terjadi ini dapat mempengaruhi suatu kebijakan dalam perusahaan, ketika kas yang tersedia dalam jumlah yang banyak dalam suatu perusahaan, kemudian adanya pemegang saham pengendali yang secara efektif mengendalikan perusahaan maka kas tersebut dapat dibelanjakan untuk investasi yang berlebihan bertujuan untuk kepentingan pribadi. Oleh karena itu, pemegang saham pengendali cenderung akan membayar *dividend* lebih rendah. Hal yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali termasuk dalam motivasi opportunistik.

Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Saddour (2006) menyatakan bahwa hubungan antara *dividend* dan *cash holding* adalah negatif.

- H_7 diterima, hal ini sesuai dalam perspektif teori agensi II, konflik kepentingan ini dapat diatasi dengan melakukan pembayaran *dividend* kepada pemegang saham. Keputusan untuk membayar *dividend* juga harus mempertimbangkan kas yang tersedia dalam perusahaan. Apabila kepemilikan kas (*cash holding*) dalam perusahaan dengan jumlah yang banyak melebihi investasinya dan ingin tetap mempertahankan reputasi perusahaan maka perusahaan dapat melakukan pembayaran *dividend* kepada para pemegang saham untuk kemakmuran bersama.
- H_8 diterima, hal ini sesuai dalam perspektif teori agensi II, pemegang saham pengendali dengan hak kontrol tinggi biasanya termotivasi untuk melakukan investasi berlebihan namun yang terjadi adalah pada saat kesempatan itu datang, pemegang saham pengendali tidak mau melakukan pemborosan dengan melewatkan kesempatan investasi untuk keperluan lain yang lebih dibutuhkan perusahaan karena ingin mencapai suatu tujuan yaitu kesejahteraan para pemegang saham. Hal ini dikenal dengan *underinvestment* (melewatkan peluang investasi). Hal yang menyebabkan pemegang saham pengendali melakukan *underinvestment* adalah adanya hutang berlebih, beban bunga tinggi, dan menghindari risiko (ketidakpastian). Hal yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali termasuk dalam motivasi kontrak efisien untuk meningkatkan kemakmuran bersama.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Basu dan Sen (2015) menyatakan bahwa sebuah perusahaan dalam membangun reputasi akan menjadi monitor atas nama investor atau bertindak sebagai pengendali dalam mengambil keputusan keuangan perusahaan.

- H_9 diterima, hal ini sesuai dalam perspektif teori agensi II, pemegang saham pengendali dengan hak kontrol tinggi biasanya dapat melakukan investasi secara berlebihan, namun pemegang saham pengendali tidak melakukan pemborosan, mereka melewatkan peluang investasi untuk kesejahteraan pemegang saham dengan membayar *dividend* lebih tinggi. Dengan membayar *dividend* lebih tinggi berarti pemegang saham pengendali ingin meningkatkan nilai perusahaan dan mempertahankan reputasi perusahaan. Hal yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali termasuk dalam motivasi kontrak efisien untuk meningkatkan kemakmuran bersama.

Penelitian dari Chen *et al.* (2009) dalam Basu dan Sen (2015) menemukan bahwa meskipun tekanan hukum dan kelembagaan yang lemah, perusahaan di China dengan kepemilikan pemegang saham pengendali yang tinggi membayar *dividen* lebih tinggi untuk tujuan *tunneling*.

- H₁₀ diterima, hal ini sesuai dalam perspektif teori agensi II, apabila dikaitkan antara kepemilikan imediat dengan kepemilikan kas (*cash holding*) dikarenakan adanya motif pemegang saham pengendali untuk mengutamakan kepentingannya. Kepemilikan kas (*cash holding*) yang tersedia bagi perusahaan dalam konteks perusahaan yang melakukan *underinvestment* akan ditahan antara lain: untuk membayar hutang, beban bunga, dan beban-beban lainnya; membeli aset untuk kegiatan operasional perusahaan sesuai kebutuhan; membayar *dividend* lebih tinggi kepada pemegang saham untuk mempertahankan reputasi; dan berjaga-jaga apabila terjadi sesuatu yang tidak terduga. Tujuan adanya kepemilikan kas (*cash holding*) dalam suatu perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dittmar dan Smith (2007) menyatakan bahwa semakin besar ketidakpastian atau volatilitas dari *cash flow* perusahaan, maka semakin besar kemungkinan terjadinya kekurangan kas operasional dan perusahaan terdorong untuk memegang kas dalam jumlah yang lebih besar.

- H₁₁ diterima, hal ini sesuai dalam perspektif teori agensi II, konflik kepentingan yang terjadi dapat terkait dengan sebuah keputusan atau kebijakan perusahaan. Namun, keputusan itu akan diambil dengan melihat ketersediaannya kas yang ada dalam perusahaan. Namun, disini pemegang saham pengendali menahan kasnya untuk tidak melakukan investasi karena berbagai sebab seperti membayar hutang berlebih, membayar beban bunga atau beban-beban lainnya tinggi, dan menghindari risiko (ketidakpastian) dengan berjaga-jaga apabila terjadi hal yang tidak terduga sebelumnya. Tujuan pemegang saham pengendali melewatkan peluang investasi (*underinvestment*) adalah memenuhi segala keperluan perusahaan sesuai dengan kebutuhan, tidak memikirkan kepentingan pribadi, dan mengutamakan kepentingan bersama.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Cherkasova dan Zakharova (2016) menyatakan bahwa adanya hubungan positif antara kas dengan *overinvestment* atau *underinvestment*.

- H₁₂ ditolak, alasan hipotesis ditolak berkaitan dengan kas yang tersedia pada perusahaan dalam konteks perusahaan yang melakukan *underinvestment* karena tergantung kepentingan pemegang saham pengendali. Kaitannya dengan kepentingan pemegang saham pengendali karena kas yang masuk dapat berasal dari berbagai aktivitas perusahaan yaitu aktivitas operasi seperti kas yang diperoleh dari penjualan barang dan jasa secara tunai, penagihan piutang, dan dari kontrak; aktivitas investasi yaitu penjualan aset tetap, surat berharga, dan penagihan pinjaman jangka panjang; dan aktivitas pendanaan seperti penerimaan kas dan surat berharga, penerimaan dari penerbitan hutang obligasi dan hutang jangka panjang lainnya. Sedangkan, kas yang keluar dapat digunakan untuk membeli aset, membeli saham dan obligasi, membayar hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, beban bunga, beban sewa, beban-beban lainnya, pajak, *dividend*, dan sebagainya. Oleh karena itu, kas tidak memediasi hubungan kepemilikan imediat terhadap *underinvestment* karena berkaitan dengan kepentingan yang bisa saja berubah.
- H₁₃ diterima, hal ini sesuai dalam perspektif teori agensi II, dalam konteks perusahaan yang melakukan *underinvestment*, kas yang ada dalam perusahaan akan ditahan dan tidak dibelanjakan karena menginginkan terciptanya kesejahteraan para pemegang saham dan tetap mempertahankan reputasi, salah satunya adalah dengan melakukan pembayaran *dividend* yang lebih tinggi. Pembayaran *dividend* yang lebih tinggi mencerminkan bahwa perusahaan dengan adanya hak kontrol tinggi tetap memikirkan kepentingan bersama tanpa memikirkan kepentingan pribadi.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Faccio *et al.* (2001) dalam Basu dan Sen (2015) menyatakan bahwa perusahaan dengan kontrol yang tinggi dari pemegang saham pengendali akan membayar *dividend* lebih tinggi seperti di Eropa daripada di Asia, mereka menyimpulkan bahwa hal tersebut kemungkinan besar karena hak perlindungan investor yang lebih baik terjadi di Eropa.

- H₁₄ ditolak, alasan hipotesis ditolak karena tingkat ketidakpastian dapat mempengaruhi keputusan. Tingkat ketidakpastian antara lain: Pertama, apabila perusahaan kekurangan kas dapat membatasi pembagian *dividend* maka tidak dapat membayar *dividend* lebih tinggi. Kedua, apabila perusahaan

dalam posisi likuiditas maka laba ditahan tahun lalu dapat diinvestasikan dalam bentuk aset dan tidak disimpan dalam bentuk kas.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan interpretasi dari hasil penelitian dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

- Keputusan keuangan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menunjukkan *overinvestment*. Artinya, pemegang saham pengendali dengan kepemilikan imediat tinggi cenderung akan melakukan investasi berlebihan (*overinvestment*). Hal ini sesuai dalam perspektif Teori Agensi II bahwa pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol tinggi dalam sebuah keputusan. Oleh karena itu, pemegang saham pengendali yang melakukan *overinvestment* akan termotivasi untuk melakukan pemborosan atau menyalahgunakan kas internal perusahaan berupa pembelian aset perusahaan yang berlebihan tidak sesuai dengan kebutuhan perusahaan, penggunaan aset perusahaan secara berlebihan, gaji dan tunjangan tinggi, bonus dan kompensasi tinggi, serta pembayaran *dividend* yang lebih rendah. Sehingga, perusahaan non keuangan terdaftar di Bursa Efek Indonesia melakukan tindakan oportunistik (*opportunistic hypothesis*).
- Keputusan keuangan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menunjukkan *underinvestment*. Artinya, pemegang saham pengendali dengan kepemilikan imediat tinggi cenderung akan melewatkan peluang investasi (*underinvestment*). Hal ini sesuai dalam perspektif Teori Agensi II bahwa pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol tinggi dalam sebuah keputusan. Oleh karena itu, pemegang saham pengendali melewatkan peluang investasi (*underinvestment*) dengan menahan kas internal perusahaan untuk membayar hutang berlebih, beban bunga dan beban-beban lainnya yang tinggi; membeli aset untuk kegiatan operasional perusahaan sesuai kebutuhan; membayar *dividend* lebih tinggi kepada pemegang saham untuk mempertahankan reputasi; dan berjaga-jaga apabila terjadi sesuatu yang tidak terduga. Sehingga, perusahaan non keuangan terdaftar di Bursa Efek Indonesia melakukan tindakan kontrak efisien (*efficient hypothesis*).
- *Cash holding* mampu memediasi antara *overinvestment* dan *dividend* karena suatu perusahaan dalam mengambil keputusan keuangan akan bercermin pada ketersediaannya kas. Kepemilikan kas (*cash holding*) yang tersedia bagi perusahaan dalam konteks perusahaan yang melakukan *overinvestment* dibelanjakan antara lain: untuk berinvestasi secara berlebihan; membeli aset untuk kegiatan operasional perusahaan secara berlebihan tidak sesuai dengan kebutuhan; dan membayar gaji, tunjangan, bonus, dan kompensasi tinggi. Tujuan adanya kepemilikan kas (*cash holding*) dalam suatu perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan.
- *Cash holding* tidak mampu memediasi antara *underinvestment* dan *dividend* karena dalam konteks perusahaan yang melakukan *underinvestment* tergantung kepentingan pemegang saham pengendali untuk apakah kas internal perusahaan digunakan dan adanya tingkat ketidakpastian yang dapat mempengaruhi keputusan apabila perusahaan kekurangan kas dapat membatasi pembagian *dividend* maka tidak dapat membayar *dividend* lebih tinggi, serta apabila perusahaan dalam posisi likuiditas maka laba ditahan tahun lalu dapat diinvestasikan dalam bentuk aset dan tidak disimpan dalam bentuk kas.

SARAN

Saran yang dapat diberikan dari hasil penelitian yang telah dilakukan adalah:

Penelitian selanjutnya dapat mengembangkan hasil penelitian ini dengan menggunakan variabel moderasi dan menggunakan kepemilikan ultimat yang berbeda dari kepemilikan imediat yang digunakan dalam penelitian ini.

Penelitian selanjutnya dapat melakukan penelitian seperti ini untuk sampel perusahaan dalam sektor keuangan. Hal ini dilakukan untuk menunjukkan apakah hasil penelitian ini masih konsisten untuk sektor keuangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Anggraini, Fivi dan Ira Trisnawati. 2008. Pengaruh Earnings Management Terhadap Konservatisme Akuntansi. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 10, No. 1, April 2008: 23-36.
- Bae, Kee-Hong dan Seok Woo Jeong. 2007. The Value-relevance of Earnings and Book Value, Ownership Structure, and Business Group Affiliation: Evidence From Korean Business Groups. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34 (5) & (6): 740-766, June/July 2007, 0306-686X doi:10.1111/j.1468-5957.2007.02017.x.
- Basu, Debarati dan Kaustav Sen. 2015. Financial Decisions by Business Groups in India: Is it “Fair and Square”? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, <http://dx.doi.org/doi:10.1016/j.jcae.2015.02.001>.
- Biddle, Garry C., Gilles Hilary., dan Rodrigo S. Verdi. 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics* 48 (2009): 112-131.
- Cai, Weixing., Cheng (Colin) Zeng., Edward Lee., dan Neslihan Ozkan. 2016. Do business groups affect corporate cash holdings? Evidence from a transition economy. *Journal of Accounting Research* (2016).
- Cherkasova, Victoria dan Evgeniya Zakharova. 2016. Suboptimal Investments and M&A Deals in Emerging Capital Markets. *Economic Annals*, Volume LXI, No. 208/ January-March 2016, UDC: 3.33. ISSN: 0013-3264.
- Christie, Andrew A dan Jerold L. Zimmerman. 1994. Efficient vs. Opportunistic Choice of Accounting Procedures: Corporate Control Contests. *The Accounting Review*.
- Christina, Yessica Tria dan Erni Ekawati. 2014. Excess Cash Holdings dan Kepemilikan Institusional Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Manajemen Strategi Bisnis dan Kewirausahaan*, Vol. 8 No. 1, Februari 2014.
- Claessens, Stijn., Simeon Djankov., Joseph Fan., dan Larry H.P. Lang. 2000a. The Separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Finance Economics* 58 (2000): 81-112.
- Claessens, Stijn., Simeon Djankov., Joseph Fan., dan Larry H.P. Lang. 2000b. Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. Policy Research Working Paper 2088, The World Bank.
- Ghozali, Imam dan Hengky Latan. 2014. Partial Least Squares: Konsep, Teknik dan Aplikasi Menggunakan Program WarpPLS 4.0, Second Edition. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gultom, Aldi. 2012. Kasus Bakrie dan Sumalindo di Pasar Modal Akibat Ketidadaan Transparansi. <http://ekbis.rmol.co/read/2012/12/17/90339/Kasus-Bakrie-dan-Sumalindo-di-Pasar-Modal-Akibat-Ketidadaan-Transparansi->, diakses tanggal 24 Oktober 2016.
- Hidayat, Teguh. 2010. Kasus TPI & Saham MNCN. <http://www.teguhhidayat.com/2010/07/mbak-tutut-mncn-hary-tanoe-tpi.html>, diakses tanggal 21 November 2016.
- Hidayat, Teguh. 2012. Bakrie vs Rothschild. <http://www.teguhhidayat.com/2012/09/bakrie-vs-rothschild.html>, diakses tanggal 21 November 2016.
- Harjono, Dhaniswara K. 2009. Pengaruh Sistem Hukum Common Law Terhadap Hukum Investasi dan Pembiayaan di Indonesia. *Lex Jurnalica*, Vol. 6 No. 3, Agustus 2009.
- Hung, M. 2000. Accounting standards and value relevance of financial statement: An internasional analysis. *Journal of Accounting and Economics* 30 (3): 401-420.
- La Porta, Rafael., Florencio Lopez-de-Silanes., Andrei Shleifer., dan Robert W. Vishny. 1998. Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, Volume 106, Issue 6, December 1998: 1113-1155.

- La Porta, Rafael., Florencio Lopez-de-Silanes., dan Andrei Shleifer. 1999. Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, Vol. Liv, No.2, April 1999.
- La Porta, Rafael., Florencio Lopez-de-Silanes., Andrei Shleifer., dan Robert W. Vishny. 2000a. Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, Vol. Lv, No.1, February 2000.
- La Porta, Rafael., Florencio Lopez-de-Silanes., Andrei Shleifer., dan Robert Vishny. 2000b. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58 (2000): 3-27.
- Latan, Hengky dan Nur Ainna Ramli. 2013. The Results of Partial Least Squares-Structural Equation Modelling Analyses (PLS-SEM). <http://ssrn.com/abstract=2364191>, diakses tanggal 15 Januari 2017.
- Ruslan, Heri. 2013. Belajar dari Kemelut Sumalindo. http://www.republika.co.id/berita/jurnalisme_warga/wacana/13/11/19/mwikuz-belajar-dari-kemelut-sumalindo, diakses tanggal 21 November 2016.
- Sanjaya, I Putu Sugiarta. 2010. Efek Entrenchment dan Alignment Pada Manajemen Laba. Simposium Nasional Akuntansi XIII, Purwokerto.
- Siregar, Baldric. 2007. Pengaruh Pemisahan Hak Aliran Kas dan Hak Kontrol Terhadap Dividen. Simposium Nasional Akuntansi X, Makassar.
- Sun, Lan dan Subhrendu Rath. 2008. Fundamental Determinant, Opportunistic Behavior and Signaling Mechanism: An Integration of Earnings Management Perspectives. *International Review of Business Research Papers*, Vol. 4, No. 4 Aug-Sept. 2008, Pp. 406-420.
- Tangkilisan dan Nogi Hessel. 2003. Manajemen Keuangan Bagi Analisis Kredit Perbankan. Balairuna dan Co. Yogyakarta.
- Villalonga, B dan R. Amit. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80 (2): 385-417.
- Wijaya, Anggita Langgeng. 2011. Perbedaan cash holding pada perusahaan dengan leverage tinggi dan rendah. *Jurnal Reviu Akuntansi dan Keuangan*, ISSN: 2088-0685 Vol. 1, No. 1, April 2011, Hlm. 57-62.

www.idx.co.id