

**ANALISIS PENGARUH STRUKTUR PIRAMIDA TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN
PERBANKAN YANG TERDAFTAR DI BEI TAHUN 2013-2015)**

Vania Andriani Gunawan

Pratiwi Budiharta

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Atma Jaya Yogyakarta

Jl. Babarsari No.43, Yogyakarta

Abstrak

Struktur kepemilikan piramida merupakan struktur kepemilikan yang paling lazim pada perusahaan di Indonesia. Perusahaan dengan struktur kepemilikan piramida cenderung menunjukkan pengambilalihan yang dapat memunculkan konflik agensi II. Penelitian ini bertujuan untuk melihat apakah nilai akuntansi pada struktur piramida berguna bagi pihak luar atau dapat mengubah keputusan investor.

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan perbankan yang menerbitkan laporan tahunan 2013-2015. Berdasarkan kriteria yang ditetapkan, terdapat sampel 39 perusahaan perbankan dengan 109 pengamatan. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa struktur piramida berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Selain itu, penelitian menunjukkan bahwa nilai akuntansi struktur piramida berguna bagi pihak luar dan dapat mengubah keputusan investor.

Kata Kunci: struktur piramida, hak aliran kas, hak kontrol, nilai perusahaan, *market to book value*, *expropriation*.

1. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Dalam mengembangkan atau memperluas suatu usaha, perusahaan memerlukan modal yang cukup besar. Namun, tidak semua perusahaan mampu menggunakan modal sendiri. Salah satu cara yang cukup baik untuk mendapatkan dana dari luar perusahaan adalah dengan menjual sahamnya ke publik. Ketika saham perusahaan sudah dimiliki oleh publik, struktur kepemilikan perusahaan dapat menjadi dua bentuk yaitu kepemilikan tersebar dan kepemilikan terkonsentrasi.

Shleifer dan Vishny (1997) menegaskan bahwa kendali perusahaan dengan kepemilikan tersebar berada ditangan manajer. Manajer mendapat dana dari pemegang saham yang digunakan secara produktif. Pemegang saham sebagai pemilik membutuhkan manajer yang memiliki keahlian khusus untuk menghasilkan pengembalian investasi. Akan tetapi, terdapat masalah karena manajer cenderung bertindak *opportunistic* dan tidak mementingkan

kepentingan pemegang saham. Pemegang saham secara individual tidak mampu mengontrol tindakan manajemen karena persentase saham yang kecil sehingga manajer dapat mengambil tindakan yang menguntungkan dirinya sendiri. Masalah keagenan dalam struktur kepemilikan seperti ini adalah masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer.

Ketika suatu perusahaan memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi berarti perusahaan tersebut dikendalikan oleh pemegang saham pengendali, seperti pemerintah, keluarga, institusi keuangan dengan kepemilikan luas, perusahaan dengan kepemilikan luas dan pemegang saham pengendali lainnya (La Porta *et al.*, 1999). Ketika perusahaan tersebut dikendalikan oleh pemegang saham pengendali, pemegang saham pengendali mampu mengumpulkan informasi dan mengawasi manajemen supaya bertindak selaras dengan kepentingan pemegang saham sehingga konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer tidak terjadi (Sanjaya, 2010). Namun, pemegang saham pengendali mampu secara efektif mempengaruhi kebijakan perusahaan dan mengambil manfaat privat tanpa memperdulikan kepentingan pemegang saham non pengendali. Konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer bergeser menjadi konflik kepentingan antara pengendali dan non pengendali.

Peneliti Siregar (2008) menunjukkan bahwa 99% struktur kepemilikan perusahaan publik di Indonesia adalah terkonsentrasi. Terlebih lagi, Kepemilikan terkonsentrasi yang terjadi di Indonesia tidak hanya dari kepemilikan langsung melainkan melalui kepemilikan piramida. Kepemilikan piramida itu sendiri adalah kepemilikan tidak langsung baik melalui perusahaan publik maupun perusahaan non publik (Claessens *et al.*, 2000). Dalam kepemilikan piramida terdapat lapisan-lapisan kepemilikan yang menyebabkan sulitnya mengidentifikasi pemilik paling akhir perusahaan (pemilik ultimat).

Mekanisme kepemilikan piramida ini dapat menyebabkan hak kontrol pemegang saham lebih besar dari pada hak aliran kasnya. Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan perusahaan (La porta *et al.*, 1999). Sedangkan hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La porta *et al.*, 1999). Perbedaan hak ini disebut dengan *Cash Flow Right Leverage*. Besarnya *cash flow right leverage* menunjukkan hak kontrol yang lebih besar daripada hak aliran kasnya. Hal ini dapat berimplikasi pada kemungkinan terjadinya ekspropriasi dalam perusahaan. Ekspropriasi adalah proses penggunaan kontrol untuk kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000). Ekspropriasi ini dilakukan oleh pemegang saham pengendali untuk mendapatkan manfaat privat atas kontrol yang tidak didapat oleh pemegang saham minoritas (Siregar, 2008). Ketika ekspropriasi terjadi didalam perusahaan akan menunjukkan masalah keagenan yang besar dan dapat menurunkan nilai perusahaan.

Anggapan publik mengenai pengaruh negatif hak kontrol terhadap nilai perusahaan tidak sepenuhnya benar. Kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali dalam kepemilikan terkonsentrasi juga mampu memaksimalkan nilai perusahaan karena dalam beberapa kasus pemegang saham pengendali sangat berkepentingan terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang juga nilai pemegang saham mencerminkan harga pasar saham diatas nilai bukunya. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan akan naik jika terdapat konsentrasi kepemilikan karena pemegang saham mayoritas dapat memonitor tindakan manajemen.

Penelitian tentang pengaruh struktur piramida terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Malan *et al.* (2012). Hasil penelitiannya membuktikan bahwa struktur piramida berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Pada tahun 2013, Malan *et al.* mengembangkan penelitian mereka dengan membandingkan struktur piramida dimana hak aliran kas tinggi dengan hak aliran kas rendah. Hasil penelitian Malan *et al.* (2013) menyatakan bahwa kepemilikan piramida berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan

dengan hak aliran kas tinggi. Sedangkan, kepemilikan piramida berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan hak aliran kas rendah.

Peneliti Verne dan Santos (2009) juga melakukan penelitian tentang dampak struktur piramida terhadap nilai perusahaan pada 100 perusahaan *go public* di Brazil tahun 2004-2009. Penelitian yang berjudul "*Pyramidal ownership structures and its effects on firm value*" memberikan hasil yang serupa dengan penelitian Malan *et al.* (2012) bahwa struktur piramida berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena pasar percaya bahwa struktur piramida meningkatkan pengambilalihan pemegang saham minoritas. Hal serupa juga dinyatakan oleh peneliti Diyanti *et al.* (2015). Dengan adanya struktur piramida, keluarga sebagai pemegang saham pengendali mempunyai motivasi untuk melakukan pengambilalihan. Motivasi ini muncul dikarenakan keluarga sebagai pemegang saham pengendali mempunyai hak kontrol yang superior dan hak aliran kas yang lebih kecil sehingga keluarga menanggung risiko kerugian yang lebih kecil dibanding dengan kepemilikan langsung.

Berbeda dari peneliti sebelumnya yang menyatakan bahwa dengan adanya hak kontrol yang superior atau dengan adanya perbedaan hak *cash flow right leverage* maka dapat memunculkan motivasi pengambilalihan. Peneliti Siregar (2008) tidak berhasil membuktikan adanya pengaruh negatif hak kontrol dan *cash flow right leverage* terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hak kontrol dan *cash flow right leverage* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian tentang struktur piramida terhadap nilai perusahaan masih jarang dilakukan. Mengingat karakteristik perusahaan di Indonesia yang terkonsentrasi maka penelitian ini cocok dilakukan di Indonesia. Penelitian ini akan menggunakan konsep kepemilikan ultimat dalam mengidentifikasi pemegang saham pengendali. Maka dari itu, penelitian ini menggunakan objek perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia karena data tentang struktur kepemilikan yang dapat diidentifikasi hanya ada pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan diatas, maka dapat disimpulkan masalah yang berkaitan dengan penelitian yang dilakukan, yaitu: Apakah struktur piramida berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

2. Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis

2.1 Teori Agensi

Jensen dan Meckling (1976), mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak antara *principal* dan *agent* untuk menjalankan aktivitas perusahaan. Hubungan keagenan dibagi menjadi 2 tipe, yaitu *Agency problem type I* dan *Agency problem type II*. Dalam *Agency problem type I*, prinsipal adalah pemegang saham dan agen adalah manajer. Dalam hubungan keagenan ini, pemegang saham memberi wewenang kepada manajer untuk menjalankan aktivitas perusahaan demi kepentingan pemegang saham. Ini berarti pemegang saham sebagai pemberi amanah dan agen sebagai penerima amanah untuk menjalankan perusahaan. Jika kedua belah pihak dalam hubungan ini memaksimalkan utilitas maka ada alasan yang kuat bahwa agen tidak selalu bertindak untuk kepentingan terbaik prinsipal.

Masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer timbul karena adanya isu kepemilikan dan kontrol dimana pemegang saham selaku pemilik tidak dapat mengontrol tindakan manajemen dalam menjalankan perusahaan. Manajer tidak selalu bertindak untuk kepentingan terbaik pemegang saham dan manajer cenderung melakukan tindakan yang

menguntungkan dirinya sendiri. Oleh karena itu, pemegang saham mengawasi tindakan manajer dan berusaha untuk membatasi perbedaan kepentingan ini melalui insentif kepada manajer.

Ketika pemegang saham mengelompokkan diri secara substansial menjadi pemegang saham pengendali untuk mengumpulkan informasi dan mengawasi manajemen. Pemegang saham pengendali memiliki kendali yang cukup besar untuk melakukan tekanan kepada manajemen. Akan tetapi, pemegang saham pengendali menimbulkan masalah keagenan yang baru. Pemegang saham pengendali mengendalikan aset perusahaan untuk memenuhi kepentingan pribadi dan tidak memperdulikan pemegang saham minoritas atau non pengendali. Masalah keagenan ini disebut *Agency problem type II*, dimana Prinsipal adalah pemegang saham non pengendali dan agen adalah pemegang saham pengendali.

Pemegang saham pengendali berperan langsung dan dapat mengelola langsung perusahaan sedangkan pemegang saham non pengendali atau minoritas tidak dapat berperan langsung dalam mengelola perusahaan. Isu yang terjadi pada konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali adalah pemisahan hak kontrol dan hak aliran kas. Pemegang saham pengendali menggunakan mekanisme seperti kepemilikan piramida untuk menciptakan deviasi hak kontrol dan hak aliran kas (La Porta *et al.*, 1999).

Ketika deviasi hak kontrol dan hak aliran kas besar atau hak kontrol lebih besar daripada hak aliran kasnya, pemegang saham pengendali melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya sendiri (mengambil manfaat privat atas kontrol yang dimiliki). Selain itu, Pemegang saham pengendali juga akan menekan manajemen untuk menyembunyikan manfaat privat yang diperoleh. Pemegang saham pengendali dapat mengendalikan produksi informasi akuntansi perusahaan dan kebijakan-kebijakan pelaporan sehingga kredibilitas informasi akuntansi menurun (Sanjaya, 2010).

2.2 Konsep Kepemilikan

Menurut La Porta *et al.* (1999), Konsep untuk mengidentifikasi keberadaan konsentrasi kepemilikan dibagi menjadi 2, yaitu:

1. Konsep Kepemilikan Imediat

Konsep kepemilikan imediat adalah konsep yang paling lazim digunakan untuk mengidentifikasi keberadaan struktur kepemilikan. Konsep kepemilikan imediat merupakan kepemilikan langsung dalam perusahaan publik. Dengan konsep kepemilikan imediat, klasifikasi kepemilikan tersebar atau terkonsentrasi semata-mata ditentukan berdasarkan persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham.

Konsep kepemilikan imediat memiliki beberapa kelemahan, kelemahan tersebut muncul karena rangkaian kepemilikan tidak dapat ditelusuri sampai dengan pemilik akhir teridentifikasi. Kelemahan pada konsep kepemilikan imediat adalah sebagai berikut (Siregar, 2006):

- Konsep kepemilikan imediat tidak mengkaji kemungkinan adanya rantai kepemilikan perusahaan publik.
- Konsep kepemilikan imediat tidak dapat digunakan untuk mengidentifikasi pemilik ultimat.
- Konsep kepemilikan imediat tidak dapat digunakan untuk mengkaji adanya pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol oleh pemegang saham.
- Konsep kepemilikan imediat tidak bisa mengidentifikasi mekanisme peningkatan kontrol pemegang saham terhadap perusahaan publik.

2. Konsep Kepemilikan Ultimat

Berbeda dari kepemilikan imediat, konsep kepemilikan ultimat dapat digunakan untuk mengidentifikasi pemegang saham pengendali, hak aliran kas, hak kontrol, serta deviasi

antara hak aliran kas dengan hak kontrol. Konsep Kepemilikan ultimat adalah kepemilikan langsung dan tidak langsung terhadap perusahaan publik. Kepemilikan langsung menggambarkan persentase saham yang dimiliki pemegang saham atas nama dirinya sendiri. kepemilikan tidak langsung adalah kepemilikan terhadap sebuah perusahaan publik melalui rantai kepemilikan.

Berdasarkan konsep kepemilikan ini, rangkaian kepemilikan harus ditelusuri sampai dengan pemilik ultimat dapat diidentifikasi. Dengan konsep kepemilikan ultimat, kepemilikan perusahaan publik dapat diklasifikasi menjadi dua bentuk yaitu kepemilikan luas dan kepemilikan ultimat. Pengklasifikasian kepemilikan luas dan kepemilikan ultimat tergantung pada pisah batas kontrol yang digunakan.

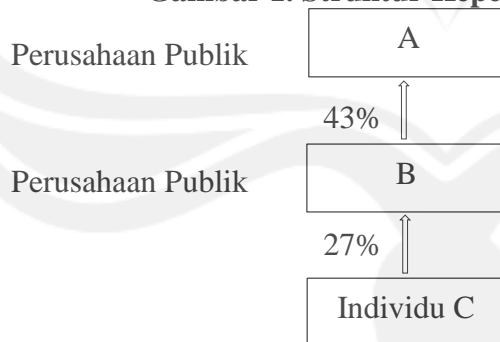
2.3 Struktur Kepemilikan Piramida

Dengan konsep kepemilikan ultimat, mekanisme pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol dapat diidentifikasi. Salah satu mekanisme pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol yang paling lazim di perusahaan Indonesia adalah Struktur piramida (Siregar, 2008). Struktur kepemilikan piramida merupakan kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain, baik perusahaan publik maupun perusahaan non publik (Claessens *et al.*, 2000). Terdapat dua hal yang harus dipenuhi agar kepemilikan dapat dikategorikan sebagai kepemilikan piramida yaitu:

- Terdapat pemegang saham pengendali atau pemilik ultimat pada pisah batas hak kontrol yang ditentukan.
- Terdapat perusahaan lain yang dalam kepemilikan tersebut antara pemegang saham pengendali dengan perusahaan publik yang dikendalikan.

La Porta *et al.* (1999) memberi ilustrasi struktur kepemilikan piramida. Individu C memiliki saham perusahaan publik di perusahaan B sebesar 27% dan Perusahaan publik B memiliki saham di perusahaan A sebesar 43%.

Gambar 1. Struktur Kepemilikan Piramida

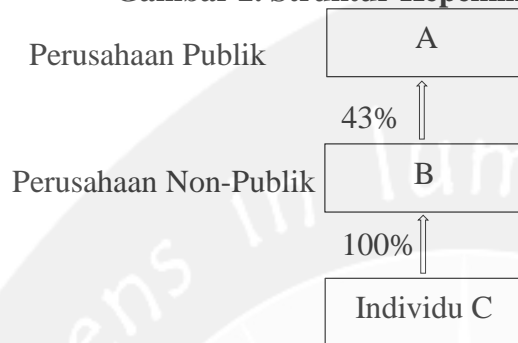


Dalam gambar 2.2 individu C tidak dapat dikategorikan sebagai pemegang saham pengendali di perusahaan A apabila menggunakan konsep kepemilikan imediat. Jika konsep kepemilikan ultimat digunakan, individu C adalah pemegang saham pengendali di perusahaan A dengan pisah batas 20% melalui kepemilikan secara piramida.

Berdasarkan struktur kepemilikan secara piramida, jumlah hak aliran kas individu C di perusahaan A adalah 11.61% dan hak kontrol individu C di perusahaan A adalah 27%. Hak aliran kas sebesar 11.61% diperoleh dari 43% dikali dengan 27%. Hak kontrol 27% diperoleh dari kontrol minimum antara 27% dan 43%. *Cash Flow Right Leverage* individu C di perusahaan A adalah 15.39% yaitu 27%-11.61%.

Individu C adalah pemegang saham pengendali di perusahaan A melalui piramida pada pisah batas 20% hak suara. Selain di perusahaan A, individu C juga sebagai pemegang saham pengendali di perusahaan B melalui kepemilikan langsung pada pisah batas 20% tetapi tidak melalui piramida. Jumlah hak aliran kas dan hak kontrol individu C di perusahaan B adalah sama yaitu 27%. Kondisi ini menunjukkan tidak ada perbedaan antara hak aliran kas dan hak kontrol karena kepemilikan individu C di PT B adalah langsung.

Gambar 2. Struktur Kepemilikan Bukan Piramida



La Porta *et al.* (1999) juga menjelaskan ada bentuk kepemilikan yang menyerupai piramida tetapi bukan kepemilikan secara piramida. Misalkan perusahaan B bukan perusahaan publik yang dimiliki 100% oleh individu C. Perusahaan B memiliki saham di perusahaan A sebesar 43%. Jumlah hak aliran kas dan hak kontrol individu C di perusahaan A adalah masing-masing 43% dengan kepemilikan langsung. Kondisi ini tidak mencerminkan kepemilikan piramida karena tidak ada pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol.

2.4 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Apabila perusahaan tersebut menawarkan sahamnya ke publik maka nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Maka dari itu, semakin tinggi harga saham suatu perusahaan, semakin tinggi pula nilai dari perusahaan tersebut (Husnan, 2009).

Investor dapat mengetahui nilai suatu perusahaan dengan menggunakan rasio keuangan. Rasio tersebut memberikan indikasi bagi perusahaan mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan dimasa lalu dan prospeknya dimasa depan. Terdapat beberapa pengukuran untuk mengukur nilai perusahaan. Salah satunya adalah rasio *market to book value ratio*. Rasio *Market to Book Value* menunjukkan nilai sebuah perusahaan yang diperoleh dengan membandingkan nilai pasar perusahaan dengan nilai bukunya. Nilai pasar merupakan persepsi pasar yang berasal dari investor, kreditur, dan *stakeholder* lain terhadap kondisi perusahaan dan biasanya tercermin dari nilai pasar saham perusahaan. Nilai pasar adalah harga saham yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar (Hartono, 2014). *Market to Book Value* yang tinggi akan meningkatkan kepercayaan pasar terhadap prospek perusahaan dan mengindikasikan kemakmuran pemegang saham yang tinggi.

2.5 Pengembangan Hipotesis

Argumen NEE (*Negative Entrenchment Effect*) menyatakan bahwa pemegang saham pengendali menggunakan kemampuannya mengendalikan manajemen untuk kepentingan pribadi dengan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Ekspropriasi adalah proses penggunaan kontrol untuk kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000). Kemampuan pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi ini ditunjukkan oleh besar kecilnya kontrol yang dimiliki pemegang saham

pengendali tersebut terhadap perusahaan. Pemegang saham minoritas (investor luar) yang mengetahui akan kemampuan pemegang saham pengendali dalam mempengaruhi kebijakan perusahaan untuk kepentingan pribadi akan menilai perusahaan lebih rendah. Karena itu, argumen ini menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Inti argumen ini adalah pemegang saham pengendali lebih tertarik untuk mendapatkan manfaat privat atas kontrol yang dimiliki (Siregar, 2008).

Perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi akan meningkatkan kontrol dengan berbagai mekanisme seperti kepemilikan piramida. Kepemilikan piramida adalah kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain, baik perusahaan publik maupun perusahaan non publik (Claessens *et al.*, 2000). Perusahaan dapat dikatakan memiliki struktur kepemilikan piramida apabila pemegang saham pengendali dapat diidentifikasi dan terdapat satu atau lebih perusahaan lain diantara pemegang saham pengendali dengan perusahaan publik yang dikendalikan. Dengan adanya perusahaan lain diantara pemegang saham pengendali dengan perusahaan publik yang dikendalikan, akan terdapat pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol. Hak aliran kas pemegang saham pengendali terhadap perusahaan publik yang dikendalikan akan semakin kecil sedangkan hak kontrolnya tetap atau melebihi hak aliran kasnya.

Hak kontrol adalah hak untuk ikut serta dalam menentukan kebijakan perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak kontrol terdiri atas dua, yaitu hak kontrol langsung dan hak kontrol tidak langsung. Hak kontrol langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali atas nama dirinya pada sebuah perusahaan. Sedangkan, Hak kontrol tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil kontrol minimum dalam setiap rantai kepemilikan.

Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta *et al.*, 1999). Hak aliran kas terdiri atas dua, yaitu hak aliran kas langsung dan hak aliran kas tidak langsung. Hak aliran kas langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali pada perusahaan publik atas nama dirinya sendiri. Hak aliran kas tidak langsung adalah penjumlahan atas hasil perkalian persentase saham dalam setiap rantai kepemilikan. Hak aliran kas tidak langsung menunjukkan klaim pemegang saham pengendali terhadap dividen secara tidak langsung melalui mekanisme kontrol terhadap perusahaan.

Ketika terdapat pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol, pemegang saham pengendali memiliki motivasi untuk mengambil manfaat privat atas perusahaan yang dikendalikan tersebut sehingga muncul konflik kepentingan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas (Siregar, 2008). Perusahaan dengan konflik keagenan yang besar seperti ini akan kurang menarik bagi calon investor karena itu perusahaan tersebut dapat dinilai lebih rendah karena calon investor menjadi percaya adanya pengambilalihan yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali.

Peneliti Diyanti *et al.* (2015) membuktikan bahwa pemegang saham pengendali (keluarga) menggunakan kepemilikan piramida agar terdapat pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol. Pemisahan hak berarti risiko kerugian ditanggung oleh keluarga melalui kepemilikan piramida lebih kecil jika dibandingkan dengan risiko kerugian ditanggung oleh keluarga melalui kepemilikan langsung dan akibatnya keluarga akan memiliki motivasi lebih tinggi untuk mengambil alih. Pengambilalihan dilakukan oleh keluarga akan menyebabkan pemanfaatan optimal sumber daya perusahaan yang akan mempengaruhi kinerja perusahaan.

Peneliti Malan *et al.* (2012) menyatakan bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan piramida berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil serupa juga didapatkan oleh peneliti Malan *et al.* (2013) dan peneliti Verne dan Santos (2009) bahwa perusahaan dengan struktur piramida dapat menurunkan nilai perusahaan karena pasar percaya bahwa struktur piramida meningkatkan pengambilalihan pemegang saham minoritas.

Oleh karena itu, ketika perusahaan memiliki struktur kepemilikan piramida berarti pemegang saham pengendali perusahaan memiliki hak kontrol yang lebih besar dari hak aliran kasnya. Perbedaan ini akan memunculkan motivasi pemegang saham pengendali untuk mengambil manfaat privat. Ketika pemegang saham pengendali mengambil manfaat privat, terjadi konflik kepentingan. Ketika konflik kepentingan suatu perusahaan besar, perusahaan akan dinilai lebih rendah. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, hipotesis penelitian ini adalah:

Ha : Struktur piramida berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

3. METODE PENELITIAN

3.1 Sampel dan Data Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI. Sampel yang digunakan adalah perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang meliputi laporan tahunan tahun 2013-2015.

3.2 Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

Variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur piramida. Pengukuran struktur piramida menggunakan variabel dummy. Perusahaan dengan struktur piramida akan diberikan angka 1 dan perusahaan dengan struktur lainnya diberi angka 0. Kriteria perusahaan yang memiliki struktur piramida adalah:

- Terdapat pemegang saham pengendali atau pemilik ultimat pada pisah batas hak kontrol sebesar 20%.
- Terdapat perusahaan lain dalam kepemilikan tersebut antara pemegang saham pengendali dengan perusahaan publik yang dikendalikan.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan diukur dengan *Market to Book Value* (MBV).

$$MBV = \frac{Market Value}{Book Value}$$

Market Value = Jumlah saham beredar dikali dengan harga saham.

Book Value = nilai buku aset bersih.

Variabel kontrol dalam penelitian adalah *leverage*. Menurut Malan *et al.* (2013), Perusahaan dengan rasio utang yang tinggi menunjukkan kecenderungan yang tinggi untuk meminjam dana eksternal. Perusahaan piramida dapat menghancurkan nilai perusahaan karena tingginya risiko kebangkrutan yang akan menghancurkan kepercayaan investor (Onasis dan Robin, 2016).

$$Lev = \frac{total\ utang}{Total\ Aset}$$

3.3 Model Empiris

Sebelum pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan: (1) analisis statistik deskriptif, (2) Uji normalitas, uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas, dan (3) pengujian hipotesis.

Pengujian hipotesis tentang pengaruh struktur piramida terhadap nilai perusahaan digunakan rumus berikut:

$$MBV = \alpha + \beta_1 SP + \beta_2 LEV + e$$

Dalam analisis berganda peneliti memprediksi hasil untuk hipotesis penelitian mempunyai koefisien β negatif dan signifikan kurang dari *alpha*.

4. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Tabel 1

Tabel Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
MBV	99	.35	3.66	1.4687	.70390
SP	99	0	1	.57	.498
LEV	99	.74	.95	.8651	.04472
Valid N (listwise)	99				

Market to Book Value (MBV) memiliki nilai minimum 0,35 dan nilai maksimum 3,66. Rata-rata MBV sebesar 1,46 dengan standar deviasi 0,70. Struktur Piramida (SP) mempunyai nilai minimum sebesar 0 dan nilai maksimum sebesar 1. Rata-rata struktur piramida sebesar 0,57 dengan standar deviasi 0,49. *Leverage* mempunyai nilai minimum sebesar 0,74 dan nilai maksimum sebesar 0,95. Rata-rata *leverage* sebesar 0,86 dengan standar deviasi 0,04.

Tabel 2

Hasil Regresi

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	5.980	1.286		4.651	.000
	SP	-.270	.133	-.191	-2.020	.046
	LEV	-5.039	1.487	-.320	-3.389	.001

a. Dependent Variable: MBV

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah SP (Struktur Piramida), LEV (*Leverage*) dan MBV (*Market to Book Value*). Berdasarkan tabel 2 maka persamaan regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$MBV = 5,980 - 0,270SP - 5.039LEV + e$$

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, dapat dilihat pada Uji T bahwa signifikansi struktur piramida sebesar 0.046 yang kurang dari 0.05 yang berarti bahwa struktur piramida mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian yang menunjukkan adanya pengaruh dapat menunjukkan bahwa struktur piramida dapat berguna dalam pengambilan keputusan investor.

Hasil Uji T juga menunjukkan $\beta < 0$ yang berarti struktur piramida berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini sesuai dengan penelitian Verne dan Santos (2009), Malan *et al.* (2012) dan Malan *et al.* (2013). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali menggunakan struktur kepemilikan piramida cenderung melakukan pengambilalihan. Mekanisme kepemilikan piramida memungkinkan pemegang saham pengendali mendapatkan kontrol yang kuat dari perusahaan. Pemegang saham yang memiliki

kontrol yang kuat mampu secara efektif mempengaruhi kebijakan perusahaan, kebijakan mereka cenderung menghasilkan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Investor yang menyadari bahwa terjadi ekspropriasi dalam perusahaan akan menilai perusahaan lebih rendah.

5. Kesimpulan dan Saran

Berdasarkan pembahasan yang telah disampaikan sebelumnya, kesimpulan yang dapat diambil adalah penelitian ini memberikan bukti bahwa struktur piramida berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga menunjukkan bahwa struktur piramida dapat berguna dalam pengambilan keputusan investor.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah peneliti memasukan pemerintah sebagai pemegang saham pengendali. Alangkah lebih baik pada penelitian berikutnya, pemegang saham pengendali pemerintah tidak dimasukan karena ketika pemerintah sebagai pemegang saham pengendali, pemerintah tidak akan melakukan ekspropriasi. Tujuan pemerintah mengendalikan perusahaan relatif berbeda dari tujuan pemegang saham pengendali lainnya. Umumnya pemerintah mengendalikan perusahaan untuk tujuan peningkatan kesejahteraan masyarakat dan tujuan politik (Shleifer dan Vishny, 1994).

Berdasarkan hasil koefisien determinasi sebesar 12,8% maka 87,2% nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel diluar penelitian. Hal ini mengindikasikan bahwa masih terdapat banyak variabel yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan selain struktur piramida. Saran untuk penelitian selanjutnya adalah ada baiknya apabila melakukan penelitian dengan tema yang serupa menambahkan variabel-variabel lain yang mungkin dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Didalam penelitian ini peneliti hanya meneliti dalam rentang waktu 3 tahun yaitu 2013-2015, untuk penelitian selanjutnya bisa dilakukan dengan menggunakan rentang waktu yang lebih lama, karena semakin lama waktu penelitian akan memberikan hasil yang lebih akurat.

Daftar Pustaka

- Arifin, B., Nor, F.M., Law, S.Hook. (2007). *Pyramidal Structure, Firm Investment and Ultimat Owner: Empire - Building Motives*.
- Claessens, S., Lang, H.P., & Djankov, S. (2000). *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation*. World Bank. Chinese University of Hongkong.
- Diyanti, V., Widyawanti, L., & Husnah, N. (2015). *Family Ownership and Company Performance: Evidence From Indonesia. Proceedings of the Asia Pasific Conference on Business and Social Sciences 2015, Kuala Lumpur*.
- Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19* (Edisi 5). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Hartono, J. (2013). *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman* (Edisi 6). Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Hartono, J. (2014). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Edisi 9). Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Husnan, S. (2009). *Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas* (Edisi 4). Yogyakarta, Indonesia: UPP STIM YKPN.

- Jensen, Michael C. and William H. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- La Porta, R., De Silanes, F.L., Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around The World: *National Bureau Of Economic Research*.
- Malan, I.N.B.B., Salamudin, Dr.Norhana.B., Ahmad, Dr.Noryati.B. (2012). The Impact of Pyramid Structure Toward Corporate Value Among Malaysians Firm. *IJMBS* vol.2.
- Malan, I.N.B., Salamudin, N., & Ahmad, N. (2013). Ownership and Control Divergence On Firm Value. *Indian Journal of Commerce & Management Studies*.
- Onasis, K. dan Robin. (2016). *Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Sektor Keuangan Yang Terdaftar di BEI*. Vol 20 nomor 1. Program Studi Manajemen Universitas Internasional. Batam
- Sanjaya, I Putu Sugiarta. (2010). *Efek entrenchment dan alignment pada manajemen laba*. Disertasi. Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Shleifer, A dan Robert W. Vishny. (1994). *Political and Firms*. Quarterly Journal of Economics 109 (4) : 995-1025.
- Shleifer, A dan Robert W. Vishny. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, Vol LII no 2.
- Siregar, Baldrick. (2006). *Pemisahan Hak Aliran Kas dan Hak Aliran Kontrol dalam Struktur Kepemilikan Ultimat*. Disertasi. Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Siregar, Baldrick. (2008). *Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas dalam Struktur Kepemilikan Ultimat*. Simposium Nasional Akuntansi XI. Universitas Tanjungpura. Pontianak. Juli 2008. Juara 2.
- Verne, R.M., Santos, R.L., & Postali, F.S. (2009). Pyramidal Ownership Structures And Its Effect On Firm Value: *The Case of Going Public Companies In Brazil During 2004 to 2007*. Sao Paulo.