

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan membahas secara rinci mengenai penelitian yang dikaji dengan menyajikan data penelitian beserta analisis dan pembahasannya. Adapun urutan pembahasan secara sistematis adalah sebagai berikut: kepemilikan perusahaan, analisis statistik deskriptif, uji normalitas Kolmogorov-smirnov, uji *Mann-whitney*, serta pembahasan tentang pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Objek dalam penelitian adalah perusahaan-perusahaan sub-sektor pertambangan batubara dan mineral logam yang terdaftar di BEI pada periode penelitian 2012 sampai 2016, dengan jumlah 27 perusahaan. Data keputusan investasi berupa selisih total aset (*ASSET*), keputusan pendanaan berupa rasio total hutang terhadap ekuitas (*DER*) dan kebijakan dividen berupa *dividend payout ratio* (*DPR*) didapatkan dari laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan dalam *Indonesian Capital Market Electronic Library* (*ICaMEL*) yang diperoleh melalui situs www.ticmi.co.id, sedangkan penelusuran kepemilikan dilakukan melalui penelusuran struktur kepemilikan dan/atau modal saham yang terdapat pada *annual report* perusahaan. Jika tidak memungkinkan (*e.g.* perusahaan tidak menampilkan informasi) maka penelusuran juga dilakukan melalui internet, salah satunya melalui situs britama.com.

4.1 Kepemilikan Perusahaan

Penelusuran kepemilikan mengacu pada La Porta, dkk (1999) dan Siregar (2008) dengan menggunakan konsep kepemilikan ultimat. Kepemilikan keluarga ditentukan oleh adanya suatu keluarga atau yang memiliki afiliasi dengan keluarga tersebut sebagai pemegang saham pengendali. Definisi kepemilikan pada penelitian ini didasarkan pada hak kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali dengan menggunakan pisah batas hak kontrol 20%. Pisah batas hak kontrol 50% juga digunakan untuk mengidentifikasi kepemilikan mayoritas keluarga pada perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel penelitian. Persentase kepemilikan diketahui melalui penjumlahan atas hasil kontrol minimum di dalam rantai kepemilikan. Penelusuran kepemilikan secara lengkap ditampilkan pada Lampiran.

Penelusuran kepemilikan diawali dengan mengidentifikasi proporsi perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi dibandingkan perusahaan dengan kepemilikan terdispersi. Konsentrasi kepemilikan ditunjukkan oleh kepemilikan saham mayoritas pada perusahaan menggunakan pisah batas 50%. Hasil identifikasi menunjukkan bahwa 24 dari 27 sampel perusahaan yang digunakan atau 88,89% merupakan perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi (Tabel IV.1)

Tabel IV.1 Jenis Kepemilikan Perusahaan

Kepemilikan Perusahaan	Persentase
Kepemilikan Terkonsentrasi	24 (88,89%)
Kepemilikan Terdispersi	3 (11,11%)

Penelusuran kepemilikan ini juga menemukan terdapat 5 perusahaan yang mengalami perubahan modal yang menyebabkan peralihan kepemilikan. Tiga diantaranya merupakan perusahaan yang dikendalikan oleh konsorsium keluarga Bakrie yaitu PT. Berau Coal Tbk (BRAU) dan PT. Bumi Resources Tbk (BUMI) yang dikendalikan secara tidak langsung melalui Bumi Plc (sekarang Asia Resource Plc). Satu perusahaan sisa yang juga dikendalikan oleh keluarga Bakrie adalah PT. Bumi Resource Mineral Tbk (BRMS) yang merupakan anak perusahaan dari BUMI. Pada periode rentang waktu penelitian 2012-2013 ketiga perusahaan ini dikendalikan oleh konsorsium keluarga Bakrie, namun pada tahun 2014 Asia Resource Minerals (ARMS) melakukan transaksi pemisahan dengan kelompok usaha Bakrie. Mekanisme pemisahan tersebut termasuk pelepasan kepemilikan 29,18 saham pada PT Bumi Resources Tbk (laporan tahunan PT Bumi Resource Tbk 2014), serta pembelian saham keluarga Bakrie di ARMS sebanyak 23,8% oleh Samin Tan yang menukarnya dengan saham yang dia miliki pada PT Borneo Lumbung Energy & Metal Tbk (bbc.com, 2014). Pada periode rentang penelitian 2014-2016 BUMI dan BRMS sebagai anak perusahaan kemudian diambil alih oleh Credit Suisse AG SG Singapore sehingga tidak lagi dikategorikan sebagai perusahaan keluarga, sedangkan BRAU tetap dikuasai oleh ARMS yang kepemilikannya beralih pada Samin Tan.

Perusahaan selanjutnya yang mengalami peralihan kepemilikan adalah PT. Bara Jaya Internasional Tbk (ATPK) di mana pada periode 2012 kepemilikan perusahaan mayoritas dimiliki oleh DBS Vickers Secs Singapore Ltd sehingga perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan non-keluarga. Akan tetapi perusahaan

melakukan penerbitan saham baru melalui Penawaran Umum Terbatas II untuk Februari 2014 (laporan tahunan PT Bara Jaya Internasional Tbk 2013). Melalui mekanisme ini, kepemilikan mayoritas PT. Bara Jaya Internasional Tbk beralih kepada PT. Pasific Prima Coal yang 99% sahamnya dimiliki oleh Hendarto, sehingga pada periode 2013-2016 PT Bara Jaya Internasional selanjutnya dikategorikan sebagai perusahaan keluarga.

Perusahaan terakhir yang mengalami peralihan kepemilikan adalah PT. SMR Utama Tbk di mana pada periode 2012-2013 kepemilikan perusahaan mayoritas dimiliki oleh PT. Andarila Investama dan PT. Gerhana Sukses Mentari yang dikuasai oleh keluarga Adisaputro. Kemudian, perusahaan melakukan perubahan modal dengan melaksanakan Penawaran Umum Terbatas I pada Agustus 2014 (laporan tahunan PT. SMR Utama Tbk 2014). Melalui mekanisme ini, kepemilikan mayoritas PT. SMR Utama Tbk beralih kepada PT. Lautan Rizki Abadi yang 99,99% sahamnya dimiliki oleh keluarga Wijaya Mulia. Namun, baik pada periode 2012-2013 maupun 2014-2016, saham mayoritas PT. SMR Utama Tbk tetap dikuasai oleh keluarga tertentu sehingga PT SMR Utama Tbk tetap dikategorikan sebagai perusahaan keluarga.

Perusahaan yang dikategorikan sebagai perusahaan non-keluarga adalah perusahaan dengan kepemilikan terdispersi maupun kepemilikan terkonsentrasi yang mayoritas sahamnya dimiliki oleh negara seperti Badan Usaha Milik Negara (BUMN), serta institusi keuangan.

4.1.1 Kepemilikan Perusahaan (pisah batas 20%)

Kepemilikan perusahaan keluarga dan non-keluarga dengan pisah batas 20% ditampilkan pada Tabel IV.2 dan IV.3 berikut ini:

Tabel IV.2 Perusahaan dengan Kepemilikan Keluarga (pisah batas 20%)

No	Perusahaan	Kepemilikan	Pemegang Saham Pengendali
1	Atlas Resources (ARII)	Keluarga	Andre Abdi
2	Baramulti Suksessarana (BSSR)	Keluarga	Athanasius T. Suharya
3	Bara Jaya Internasional (ATPK)*	Keluarga	Hendarto
4	Bayan Resources (BYAN)	Keluarga	Low Tuck Kwong
5	Bumi Resources (BUMI)**	Keluarga	Keluarga Bakrie
6	Bumi Resource Mineral (BRMS)**	Keluarga	Keluarga Bakrie
7	Berau Coal (BRAU)***	Keluarga	Keluarga Bakrie
8	Borneo Lumbang Energy & Metal (BORN)	Keluarga	Samin Tan
9	Cakra Mineral (CKRA)	Keluarga	Hakiki Suryo & Kwok Wai Chor
10	Central Omega Resources (DKFT)	Keluarga	Yoevan Wiraatmaja & Kiki Hamidjaya
11	Cita Mineral Investindo (CITA)	Keluarga	Alex Goh
12	Golden Energy Mines (GEMS)	Keluarga	Keluarga Wijaya
13	Harum Energy (HRUM)	Keluarga	Keluarga Kiki Barki
14	Indika Energy (INDY)	Keluarga	Keluarga Wiwoho B. Tjokronegoro & Keluarga Agus Lasmono
15	Indo Tambangraya Megah (ITMG)	Keluarga	Keluarga Vongkusolkit
16	J Resources Asia Pasific (PSAB)	Keluarga	Keluarga Jimmy Budiarto
17	Mitrabara Adiperdana (MBAP)	Keluarga	Athanasius T. Suharya
18	Perdana Karya Perkasa (PKPK)	Keluarga	Keluarga Soerjadi Soedarsono
19	Resource Alam Indonesia (KKGI)	Keluarga	Keluarga Adijanto
20	SMR Utama (SMRU)****	Keluarga	Keluarga Wijaya Mulya
21	Toba Bara Sejahtera (TOBA)	Keluarga	Luhut Pandjaitan

* Periode 2012 pemegang saham utama adalah DBS Vickers Secs Singapore Ltd (non-keluarga).

** Periode 2014-2016 diambil alih oleh Credit Suisse AG SG Singapore (non-keluarga).

*** Periode 2014 pemegang saham pengendali adalah Samin Tan.

**** Periode 2012-2013 pemegang saham pengendali adalah keluarga Adisaputro.

Tabel IV.3 Perusahaan dengan Kepemilikan Non-Keluarga (pisah batas 20%)

No	Perusahaan	Kepemilikan
1	Adaro (ADRO)	Non-Keluarga
2	Antam (ANTM)	Non-Keluarga
3	International Nickel Indonesia (INCO)	Non-Keluarga
4	Golden Eagle Energy (SMMT)	Non-Keluarga
5	Tambang Batu Bara Bukit Asam (PTBA)	Non-Keluarga
6	Timah (TINS)	Non-Keluarga

Dari hasil penelusuran kepemilikan dengan pisah batas 20%, penulis menemukan bahwa 21 atau 77,8% dari seluruh sampel perusahaan dapat dikategorikan sebagai perusahaan keluarga. Hal tersebut menunjukkan dominasi keluarga sebagai pemegang saham pengendali pada perusahaan sub-sektor pertambangan batubara dan mineral logam yang terdaftar di BEI, sedangkan sisa 6 perusahaan atau 22,2% dari seluruh sampel perusahaan merupakan perusahaan non-keluarga.

4.1.2 Kepemilikan Perusahaan (pisah batas 50%)

Kepemilikan perusahaan keluarga dan non-keluarga dengan pisah batas 50% ditampilkan pada Tabel IV.4 dan IV.5 berikut ini:

Tabel IV.4 Perusahaan dengan Kepemilikan Keluarga (pisah batas 50%)

No	Perusahaan	Kepemilikan	Pemegang Saham Pengendali
1	Atlas Resources (ARII)	Keluarga	Andre Abdi
2	Baramulti Suksessarana (BSSR)	Keluarga	Athanasius T. Suharya
3	Bara Jaya Internasional (ATPK)*	Keluarga	Hendarto
4	Bayan Resources (BYAN)	Keluarga	Low Tuck Kwong
5	Berau Coal (BRAU)**	Keluarga	Samin Tan
6	Borneo Lumbung Energy & Metal (BORN)	Keluarga	Samin Tan

7	Cakra Mineral (CKRA)	Keluarga	Hakiki Suryo & Kwok Wai Chor
8	Central Omega Resources (DKFT)	Keluarga	Yoevan Wiraatmaja & Kiki Hamidjaya
9	Cita Mineral Investindo (CITA)	Keluarga	Alex Goh
10	Golden Energy Mines (GEMS)	Keluarga	Keluarga Wijaya
11	Harum Energy (HRUM)	Keluarga	Keluarga Kiki Barki
12	Indika Energy (INDY)	Keluarga	Keluarga Wiwoho B. Tjokronegoro & Keluarga Agus Lasmono
13	Indo Tambangraya Megah (ITMG)	Keluarga	Keluarga Vongkusolkit
14	J Resources Asia Pasific (PSAB)	Keluarga	Keluarga Jimmy Budiarto
15	Mitrabara Adiperdana (MBAP)	Keluarga	Athanasius T. Suharya
16	Perdana Karya Perkasa (PKPK)	Keluarga	Keluarga Soerjadi Soedarsono
17	Resource Alam Indonesia (KKGI)	Keluarga	Keluarga Adijanto
18	SMR Utama (SMRU)***	Keluarga	Keluarga Wijaya Mulya
19	Toba Bara Sejahtera (TOBA)	Keluarga	Luhut Pandjaitan

* Periode 2012 pemegang saham mayoritas adalah DBS Vickers Secs Singapore Ltd (non-keluarga).

** Periode 2012-2013 pemegang saham pengendali adalah keluarga Bakrie.

*** Periode 2012-2013 pemegang saham pengendali adalah keluarga Adisaputro.

Tabel IV.5 Perusahaan dengan Kepemilikan Non-Keluarga (pisah batas 50%)

No	Perusahaan	Kepemilikan
1	Adaro (ADRO)	Non-Keluarga
2	Antam (ANTM)	Non-Keluarga
3	Bumi Resources (BUMI)	Non-Keluarga
4	Bumi Resource Mineral (BRMS)	Non-Keluarga
5	International Nickel Indonesia (INCO)	Non-Keluarga
6	Golden Eagle Energy (SMMT)	Non-Keluarga
7	Tambang Batu Bara Bukit Asam (PTBA)	Non-Keluarga
8	Timah (TINS)	Non-Keluarga

Dari hasil penelusuran kepemilikan dengan pisah batas 50%, penulis menemukan bahwa 19 atau 70,4% dari seluruh sampel perusahaan dapat dikategorikan sebagai perusahaan keluarga. Hal tersebut menunjukkan dominasi keluarga sebagai pemegang saham pengendali pada perusahaan sub-sektor pertambangan batubara dan mineral logam yang terdaftar di BEI, sedangkan sisa 8

perusahaan atau 29,6% dari seluruh sampel perusahaan merupakan perusahaan non-keluarga.

4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif memperlihatkan gambaran data yang digunakan dalam penelitian ini berupa jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*) serta standar deviasi.

4.2.1 Kepemilikan Perusahaan (pisah batas 20%)

Analisis statistik deskriptif perusahaan dengan pisah batas 20% diperlihatkan pada Tabel IV.6 berikut:

Tabel IV.6 Deskripsi Statistik Variabel (pisah batas 20%)

Variabel	Jumlah Sampel	Minimum	Maksimum	<i>Mean</i>	Std. Deviasi
ASSET _{FB} (\$ juta)	91	-732	573	-12,60	152,61
ASSET _{NFB} (\$ juta)	37	-1.209	1.033	-39,60	380,30
DER _{FB}	91	-43,21	44,42	0,91	7,40
DER _{NFB}	37	-9,87	2,43	0,29	1,82
DPR _{FB}	91	0,00	108,00	17,65	30,30
DPR _{NFB}	37	0,00	74,00	20,63	24,52

Berdasarkan Tabel IV.6 di atas, deskripsi statistik data yang digunakan sebagai sampel penelitian dijelaskan sebagai berikut:

1. Hasil statistik deskriptif mengenai keputusan investasi perusahaan keluarga (ASSET_{FB}) menunjukkan bahwa nilai paling tinggi dimiliki oleh PT. J Resources Asia Pasific Tbk pada tahun 2012 dengan nilai \$573 juta, sedangkan nilai paling

rendah dimiliki oleh PT. Borneo Lumbung Energy & Metal Tbk pada tahun 2013 dengan nilai $-\$732$ juta. Keputusan investasi perusahaan keluarga memiliki nilai rata-rata $-12,60$ dengan standar deviasi $152,61$.

2. Hasil statistik deskriptif mengenai keputusan investasi perusahaan non-keluarga ($ASSET_{NFB}$) menunjukkan bahwa nilai paling tinggi dimiliki oleh PT. Adaro Energy Tbk pada tahun 2012 dengan nilai $\$1.033$ juta, sedangkan nilai paling rendah dimiliki oleh PT. Bumi Resource Tbk pada tahun 2015 dengan nilai $-\$1.209$ juta. Keputusan investasi perusahaan non-keluarga memiliki nilai rata-rata $-39,60$ dengan standar deviasi $380,30$.
3. Hasil statistik deskriptif mengenai keputusan pendanaan perusahaan keluarga (DER_{FB}) menunjukkan bahwa nilai paling tinggi dimiliki oleh PT. Berau Coal Tbk pada tahun 2013 dengan nilai $44,42$, sedangkan nilai paling rendah juga dimiliki oleh PT. Berau Coal Tbk pada tahun 2014 dengan nilai $-43,21$. Keputusan pendanaan perusahaan keluarga memiliki nilai rata-rata $0,91$ dengan standar deviasi $7,40$.
4. Hasil statistik deskriptif mengenai keputusan pendanaan perusahaan non-keluarga (DER_{NFB}) menunjukkan bahwa nilai paling tinggi dimiliki oleh PT. Bara Jaya Internasional Tbk pada tahun 2012 dengan nilai $2,43$, sedangkan nilai paling rendah dimiliki oleh PT. Bumi Resource Tbk pada tahun 2014 dengan nilai $-9,87$. Keputusan pendanaan perusahaan non-keluarga memiliki nilai rata-rata $0,29$ dengan standar deviasi $1,82$.

5. Hasil statistik deskriptif mengenai kebijakan dividen perusahaan keluarga (DPR_{FB}) menunjukkan bahwa nilai paling tinggi dimiliki oleh PT. Indo Tambangraya Megah Tbk pada tahun 2015 dengan nilai 108,00, sedangkan nilai paling rendah ditunjukkan oleh banyak perusahaan dengan nilai 0,00 yang menunjukkan perusahaan-perusahaan tersebut tidak membayarkan dividennya. Kebijakan dividen perusahaan keluarga memiliki nilai rata-rata 17,65 dengan standar deviasi 30,30.
6. Hasil statistik deskriptif mengenai kebijakan dividen perusahaan non-keluarga (DPR_{NFB}) menunjukkan bahwa nilai paling tinggi dimiliki oleh PT. International Nickel Indonesia Tbk pada tahun 2012 dengan nilai 74,00, sedangkan nilai paling rendah ditunjukkan oleh banyak perusahaan dengan 0,00 yang menunjukkan perusahaan-perusahaan tersebut tidak membayarkan dividennya. Kebijakan dividen perusahaan non-keluarga memiliki nilai rata-rata 20,63 dengan standar deviasi 24,52.

4.2.2 Kepemilikan Perusahaan (pisah batas 50%)

Analisis statistik deskriptif perusahaan dengan pisah batas 50% diperlihatkan pada Tabel IV.7 berikut:

Tabel IV.7 Deskripsi Statistik Variabel (pisah batas 50%)

Variabel	Jumlah Sampel	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
ASSET _{FB} (\$ juta)	87	-732	573	-7,85	150,56
ASSET _{NFB} (\$ juta)	41	-1.209	1.303	-46,97	365,60
DER _{FB}	87	-43,21	44,42	1,02	6,84
DER _{NFB}	41	-24,12	17,76	0,13	5,05
DPR _{FB}	87	0,00	108,00	17,92	30,66
DPR _{NFB}	41	0,00	74,00	19,75	24,27

Berdasarkan Tabel IV.7 di atas, deskripsi statistik data yang digunakan sebagai sampel penelitian dijelaskan sebagai berikut:

1. Hasil statistik deskriptif mengenai keputusan investasi perusahaan keluarga (ASSET_{FB}) menunjukkan bahwa nilai paling tinggi dimiliki oleh PT. J Resources Asia Pasific Tbk pada tahun 2012 dengan nilai \$573 juta, sedangkan nilai paling rendah dimiliki oleh PT. Borneo Lumbang Energy & Metal Tbk pada tahun 2013 dengan nilai -\$732 juta. Keputusan investasi perusahaan keluarga memiliki nilai rata-rata -7,85 dengan standar deviasi 150,56.
2. Hasil statistik deskriptif mengenai keputusan investasi perusahaan non-keluarga (ASSET_{NFB}) menunjukkan bahwa nilai paling tinggi dimiliki oleh PT. Adaro Energy Tbk pada tahun 2012 dengan nilai \$1.033 juta, sedangkan nilai paling rendah dimiliki oleh PT. Bumi Resource Tbk pada tahun 2015 dengan nilai

-\$1.209 juta. Keputusan investasi perusahaan non-keluarga memiliki nilai rata-rata -46,97 dengan standar deviasi 365,60.

3. Hasil statistik deskriptif mengenai keputusan pendanaan perusahaan keluarga (DER_{FB}) menunjukkan bahwa nilai paling tinggi dimiliki oleh PT. Berau Coal Tbk pada tahun 2013 dengan nilai 44,42, sedangkan nilai paling rendah juga dimiliki oleh PT. Berau Coal Tbk pada tahun 2014 dengan nilai -43,21. Keputusan pendanaan perusahaan keluarga memiliki nilai rata-rata 1,02 dengan standar deviasi 6,84.
4. Hasil statistik deskriptif mengenai keputusan pendanaan perusahaan non-keluarga (DER_{NFB}) menunjukkan bahwa nilai paling tinggi dimiliki oleh PT. Bumi Resources Tbk pada tahun 2012 dengan nilai 17,76, sedangkan nilai paling rendah juga dimiliki oleh PT. Bumi Resource Tbk pada tahun 2013 dengan nilai -24,12. Keputusan pendanaan perusahaan non-keluarga memiliki nilai rata-rata 0,13 dengan standar deviasi 5,05.
5. Hasil statistik deskriptif mengenai kebijakan dividen perusahaan keluarga (DPR_{FB}) menunjukkan bahwa nilai paling tinggi dimiliki oleh PT. Indo Tambangraya Megah Tbk pada tahun 2015 dengan nilai 108,00, sedangkan nilai paling rendah ditunjukkan oleh banyak perusahaan dengan nilai 0,00 yang menunjukkan perusahaan-perusahaan tersebut tidak membayarkan dividennya. Kebijakan dividen perusahaan keluarga memiliki nilai rata-rata 17,92 dengan standar deviasi 30,66.

6. Hasil statistik deskriptif mengenai kebijakan dividen perusahaan non-keluarga (DPR_{NFB}) menunjukkan bahwa nilai paling tinggi dimiliki oleh PT. International Nickel Indonesia Tbk pada tahun 2012 dengan nilai 74,00, sedangkan nilai paling rendah ditunjukkan oleh banyak perusahaan dengan 0,00 yang menunjukkan perusahaan-perusahaan tersebut tidak membayarkan dividennya. Kebijakan dividen perusahaan non-keluarga memiliki nilai rata-rata 19,75 dengan standar deviasi 24,27.

4.3 Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah sampel yang digunakan terdistribusi normal atau tidak. Pada model statistik parametrik, data yang baik dan layak digunakan dalam penelitian adalah data yang memiliki distribusi normal (Sujarweni, 2007). Jika asumsi tersebut tidak terpenuhi maka uji hipotesis yang dilakukan pada tahap selanjutnya akan menggunakan alat uji statistik non-parametrik. Uji normalitas yang digunakan pada penelitian ini adalah uji Kolmogorov-Smirnov (K-S).

Output SPSS 20.0 uji K-S pada Tabel IV.8 menunjukkan bahwa pada pisah batas 20% terdapat sampel sebanyak 91 dari perusahaan keluarga yang menghasilkan nilai signifikan K-S pada variabel keputusan investasi, pendanaan serta kebijakan dividen sebesar 0,00, sedangkan dengan sampel sebanyak 37 dari perusahaan non-keluarga dihasilkan nilai signifikan K-S pada variabel keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan dividen sebesar 0,00.

Tabel IV.8 Uji Kolmogorov-Smirnov menggunakan SPSS 20.0 (pisah batas 20%)

Keterangan	ASSET _{FB}	ASSET _{NFB}	DER _{FB}	DER _{NFB}	DPR _{FB}	DPR _{NFB}
Jumlah Sampel	91	37	91	37	91	37
Sig. K-S	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

*Tarf signifikansi 0,05

Output SPSS 20.0 uji K-S pada Tabel IV.9 menunjukkan bahwa pada pisah batas 50% terdapat sampel sebanyak 87 dari perusahaan keluarga yang menghasilkan nilai signifikan K-S pada variabel keputusan investasi, pendanaan serta kebijakan dividen sebesar 0,00, sedangkan dengan sampel sebanyak 41 dari perusahaan non-keluarga dihasilkan nilai signifikan K-S pada variabel keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan dividen sebesar 0,00.

Tabel IV.9 Uji Kolmogorov-Smirnov menggunakan SPSS 20.0 (pisah batas 50%)

Keterangan	ASSET _{FB}	ASSET _{NFB}	DER _{FB}	DER _{NFB}	DPR _{FB}	DPR _{NFB}
Jumlah Sampel	87	41	87	41	87	41
Sig. K-S	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

*Tarf signifikansi 0,05

Penelitian ini menggunakan taraf signifikansi 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel yang digunakan pada penelitian ini tidak terdistribusi normal. Dengan demikian, pengujian hipotesis pada tahap selanjutnya akan menggunakan uji non-parametrik.

4.4 Uji Hipotesis

Uji hipotesis pada penelitian ini menggunakan uji *Mann-Whitney* yang dilakukan untuk mengidentifikasi ada tidaknya perbedaan antara dua sampel yang independen, di mana penelitian ini menganalisis ada tidaknya perbedaan keputusan investasi, pendanaan serta kebijakan dividen pada perusahaan keluarga dan non-keluarga.

4.4.1 Uji Hipotesis (pisah batas 20%)

Uji hipotesis mengenai perbedaan keputusan investasi, pendanaan serta kebijakan dividen pada perusahaan keluarga dan non-keluarga dengan pisah batas 20% disajikan pada Tabel IV.10 berikut:

Tabel IV.10 Uji *Mann-Whitney* menggunakan SPSS 20.0

Keterangan	ASSET _{FB}	ASSET _{NFB}	DER _{FB}	DER _{NFB}	DPR _{FB}	DPR _{NFB}
Jumlah Sampel	91	37	91	37	91	37
<i>Mean Rank</i>	64,47	64,58	67,26	57,76	62,14	70,30
<i>Sum of Ranks</i>	5866,50	2398,50	6121,00	2135,00	5655,00	2601,00
<i>Asymp Sig (2-tailed)</i>	0,987		0,186		0,195	

* Taraf signifikansi 0,10

Berdasarkan hasil uji *Mann-Whitney* pada Tabel IV.10, dengan menggunakan taraf signifikansi 0,1 maka dapat dijabarkan dengan penjelasan sebagai berikut:

1. Pengujian Hipotesis Pertama

Keputusan investasi pada perusahaan keluarga (ASSET_{FB}) memiliki nilai *mean rank* 64,47 yang sama dengan keputusan investasi pada perusahaan non-keluarga

($ASSET_{NFB}$) yang memiliki nilai *mean rank* 64,58, dengan nilai *Asymp Sig (2-tailed)* sebesar $0,987 >$ taraf signifikansi 0,10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan keputusan investasi pada perusahaan keluarga ($ASSET_{FB}$) dan non-keluarga ($ASSET_{NFB}$). Dengan demikian **H1_a Ditolak** dan **H1₀ Diterima**.

2. Pengujian Hipotesis Kedua

Keputusan pendanaan pada perusahaan keluarga (DER_{FB}) memiliki nilai *mean rank* 67,26 yang lebih tinggi dibandingkan keputusan pendanaan pada perusahaan non-keluarga (DER_{NFB}) yang memiliki nilai *mean rank* 57,76. Namun, nilai *Asymp Sig (2-tailed)* sebesar $0,186 >$ taraf signifikansi 0,10, sehingga disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan keputusan pendanaan pada perusahaan keluarga (DER_{FB}) dan perusahaan non-keluarga (DER_{NFB}). Dengan demikian **H2_a Ditolak** dan **H2₀ Diterima**.

3. Pengujian Hipotesis Ketiga

Kebijakan dividen pada perusahaan keluarga (DPR_{FB}) memiliki nilai *mean rank* 62,14 yang lebih rendah dibandingkan kebijakan dividen pada perusahaan non-keluarga (DPR_{NFB}) yang memiliki nilai *mean rank* 70,30. Namun, nilai *Asymp Sig (2-tailed)* sebesar $0,195 <$ taraf signifikansi 0,10, sehingga disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan kebijakan dividen pada perusahaan keluarga

(DPR_{FB}) dengan perusahaan non-keluarga (DPR_{NFB}). Dengan demikian **H3_a** **Ditolak** dan **H3₀ Diterima**.

4.4.2 Uji Hipotesis (pisah batas 50%)

Uji hipotesis mengenai perbedaan keputusan investasi, pendanaan serta kebijakan dividen pada perusahaan keluarga dan non-keluarga dengan pisah batas 50% disajikan pada Tabel IV.11 berikut:

Tabel IV.11 Uji Mann-Whitney menggunakan SPSS 20.0

Keterangan	ASSET _{FB}	ASSET _{NFB}	DER _{FB}	DER _{NFB}	DPR _{FB}	DPR _{NFB}
Jumlah Sampel	87	41	87	41	87	41
Mean Rank	65,57	62,23	67,93	57,33	62,41	68,94
Sum of Ranks	5704,50	2551,50	5942,50	2346,50	5655,50	2826,50
Asymp Sig (2-tailed)	0,635		0,128		0,285	

* Taraf signifikansi 0,10

Berdasarkan hasil uji *Mann-Whitney* pada Tabel IV.11, dengan menggunakan taraf signifikansi 0,05 dan 0,1 maka dapat dijabarkan dengan penjelasan sebagai berikut:

1. Pengujian Hipotesis Pertama

Keputusan investasi pada perusahaan keluarga (ASSET_{FB}) memiliki nilai *mean rank* 64,47 yang hampir sama dengan keputusan investasi pada perusahaan non-keluarga (ASSET_{NFB}) yang memiliki nilai *mean rank* 62,23, dengan nilai *Asymp Sig (2-tailed)* sebesar 0,635 > taraf signifikansi 0,10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan keputusan investasi pada perusahaan keluarga

($ASSET_{FB}$) dan non-keluarga ($ASSET_{NFB}$). Dengan demikian **H1_a Ditolak** dan **H1₀ Diterima**.

2. Pengujian Hipotesis Kedua

Keputusan pendanaan pada perusahaan keluarga (DER_{FB}) memiliki nilai *mean rank* 67,93 yang lebih tinggi dibandingkan keputusan pendanaan pada perusahaan non-keluarga (DER_{NFB}) yang memiliki nilai *mean rank* 57,33. Namun, nilai *Asymp Sig (2-tailed)* sebesar 0,128 > taraf signifikansi 0,10, sehingga disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan keputusan pendanaan pada perusahaan keluarga (DER_{FB}) dan perusahaan non-keluarga (DER_{NFB}). Dengan demikian **H2_a Ditolak** dan **H2₀ Diterima**.

3. Pengujian Hipotesis Ketiga

Kebijakan dividen pada perusahaan keluarga (DPR_{FB}) memiliki nilai *mean rank* 62,41 yang lebih rendah dibandingkan kebijakan dividen pada perusahaan non-keluarga (DPR_{NFB}) yang memiliki nilai *mean rank* 68,94. Namun, nilai *Asymp Sig (2-tailed)* sebesar 0,285 < taraf signifikansi 0,10, sehingga disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan kebijakan dividen pada perusahaan keluarga (DPR_{FB}) dengan perusahaan non-keluarga (DPR_{NFB}). Dengan demikian **H3_a Ditolak** dan **H3₀ Diterima**.

4.5 Pembahasan

4.5.1 Analisis Perbedaan Keputusan Investasi pada Perusahaan Keluarga dan Non-Keluarga

Hasil dari uji komparasi keputusan investasi (ASSET) perusahaan keluarga dan non-keluarga pada perusahaan-perusahaan sub-sektor pertambangan batubara dan mineral logam menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan keputusan investasi pada perusahaan keluarga dan perusahaan non-keluarga. Hal tersebut menolak hipotesis pertama (H1) yang diajukan oleh penulis.

Belum ada penelitian terdahulu yang membahas mengenai keputusan investasi pada perusahaan keluarga, namun penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi. Jika penulis kategorikan perusahaan keluarga sebagai perusahaan institusional dengan keluarga sebagai pemilik saham mayoritas, maka apa yang ditemukan pada penelitian ini sesuai dengan penelitian tersebut.

Analisis penulis pada hasil penelitian merujuk pada karakteristik industri pertambangan yang pada beberapa periode kebelakang memiliki tren penurunan. Diungkapkan oleh pakar tambang nasional Mangantar Marpaung pada www.antarsumut.com bahwa pertumbuhan sektor Tambang di Indonesia tahun 2014 kuartal III sebesar 0,78%, dan tahun 2015 kuartal III menurun secara signifikan menjadi -5,64% (negatif). Senada dengan itu, Deputi Direktur Eksekutif Asosiasi Pertambangan Batu Bara Indonesia (APBI) yang dikutip dari www.dunia-energi.com

juga menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan batubara turun sekitar 60% pada 2011-2015.

Kondisi seperti itu akan berdampak baik pada perusahaan keluarga maupun non-keluarga, sehingga perusahaan akan berhati-hati di dalam mengambil keputusan investasi, atau justru malah melakukan divestasi untuk mengurangi beban perusahaan. Hal tersebut dibuktikan oleh nilai rata-rata (*mean*) dari ASSET yang bernilai negatif. Artinya mayoritas perusahaan pada periode penelitian justru melakukan pelepasan aset, hal tersebut mungkin dilakukan untuk menerapkan efisiensi operasional perusahaan. Salah satu cara yang ditempuh perusahaan dapat berupa penundaan kegiatan eksplorasi, atau menggunakan jasa pihak ketiga seperti konsultan untuk melakukan peninjauan pada proses produksi.

4.5.2 Analisis Perbedaan Keputusan Pendanaan pada Perusahaan Keluarga dan Non-Keluarga

Hasil dari uji komparasi pendanaan (DER) perusahaan keluarga dan non-keluarga pada perusahaan-perusahaan sub-sektor pertambangan batubara dan mineral logam menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan keputusan pendanaan pada kedua jenis perusahaan tersebut. Hasil dari penelitian ini sejalan dengan apa yang dikemukakan oleh Pernsteiner dan Dick (2013) bahwa tidak terdapat bukti jelas yang menghubungkan kontrol keluarga di dalam perusahaan dengan penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan. Hasil dari penelitian ini menolak hipotes kedua (H2) yang diajukan oleh penulis.

Analisis penulis mengenai hasil penelitian merujuk pada karakteristik industri pada perusahaan pertambangan. Perusahaan pertambangan memiliki sifat dan karakteristik yang berbeda dengan industri lain, karena memerlukan biaya yang tinggi dengan risiko yang juga tinggi (*high cost, high risk*). Perusahaan pertambangan memerlukan biaya awal atau investasi yang sangat besar, berjangka panjang, berisiko tinggi serta memiliki ketidakpastian yang juga tinggi. Hal tersebut menjadikan keputusan pendanaan suatu hal yang sangat krusial untuk diambil perusahaan.

Sesuai dengan teori isyarat, penggunaan dana oleh perusahaan dapat memberikan persepsi pada pihak luar apakah perusahaan memiliki prospek yang baik atau sebaliknya. Dengan kebutuhan dana yang besar, selain dana internal yang berasal dari modal sendiri atau laba ditahan, dana eksternal pun akan dibutuhkan. Penerbitan saham baru merupakan hal yang berisiko karena dapat menurunkan nilai perusahaan, sehingga sebelum mengambil keputusan menerbitkan saham, perusahaan akan cenderung menggunakan sumber pendanaan eksternal terlebih dahulu melalui hutang. Menurut Brigham dan Erhardt (2005) penggunaan hutang oleh perusahaan diartikan oleh pihak luar bahwa perusahaan mampu untuk membayar kewajiban di masa mendatang, yang kemudian diinterpretasikan sebagai sinyal positif.

Industri pertambangan yang sedang turun penulis simpulkan sebagai faktor yang melatarbelakangi hasil penelitian ini, seperti penjelasan sebelumnya kondisi ini akan berdampak baik pada perusahaan keluarga maupun non-keluarga. Dari pengamatan penulis terhadap laporan keuangan perusahaan, banyak perusahaan yang terus mengalami kerugian setiap tahunnya. Ekuitas perusahaan terus mengalami

pengurangan nilai akibat kegiatan operasional perusahaan yang tinggi, sedangkan proporsi kewajiban (hutang) perusahaan juga tinggi. Kondisi tersebut tidak dapat dihindari baik oleh perusahaan keluarga maupun non-keluarga, sehingga keputusan pendanaan yang dilakukan pada kedua jenis perusahaan tersebut cenderung konservatif agar perusahaan dapat bertahan menghadapi krisis.

4.5.3 Analisis Perbedaan Kebijakan Dividen pada Perusahaan Keluarga dan Non-Keluarga

Hasil dari uji kebijakan dividen (DPR) perusahaan keluarga dan non-keluarga pada perusahaan-perusahaan sub-sektor pertambangan batubara dan mineral logam menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan kebijakan dividen pada kedua jenis perusahaan tersebut. Hasil dari penelitian ini senada dengan apa yang dikemukakan oleh Pernsteiner dan Dick (2013) bahwa tidak terdapat bukti jelas yang menghubungkan antara kontrol keluarga dengan kebijakan dividen perusahaan. Hasil dari penelitian ini menolak hipotes ketiga (H3) yang diajukan oleh penulis.

Berdasarkan teori keagenan yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976), kebijakan dividen dapat digunakan untuk meminimalisir biaya keagenan yang berpotensi muncul dari konflik yang terjadi antara agen dan prinsipal, sebagai upaya untuk mengendalikan dan memantau tindakan manajer selaku agen agar sesuai dengan kepentingan prinsipal. Namun, pada perusahaan terkonsentrasi di mana terdapat pemegang saham dengan kepemilikan mayoritas konflik tersebut dapat hilang akibat adanya penyatuan kepentingan antara prinsipal dan manajemen.

Penyatuan kepentingan tersebut dikarenakan tingginya hak kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali. Tingginya hak kontrol dapat dimanfaatkan oleh pemegang saham pengendali untuk mengeluarkan kebijakan yang menguntungkan mereka, seperti memilih dewan direksi yang sesuai dengan visi mereka, atau mereka sendiri yang langsung terlibat pada dewan direksi. Dengan mekanisme tersebut perusahaan tidak perlu membayar *dividend payout* yang tinggi.

Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan kebijakan dividen antara perusahaan keluarga dan non-keluarga. Hal tersebut penulis analisis akibat mayoritas sampel perusahaan pada penelitian ini (88,89%) merupakan perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi. Selain perusahaan keluarga terdapat institusi negara berupa Badan Usaha Milik Negara (BUMN) serta institusi keuangan yang memiliki kepemilikan mayoritas pada perusahaan.

Dengan konsentrasi kepemilikan yang tinggi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen dapat diminimalisir, karena manajemen dianggap dapat mewakili kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu biaya keagenan pun juga dapat diminimalisir, salah satunya adalah *dividend payout* yang rendah. Hal tersebut terlihat pada nilai rata-rata (*mean*) dari DPR pada penelitian ini baik pada perusahaan keluarga maupun non-keluarga pada masing-masing pisah batas 20% dan 50% menunjukkan nilai $\leq 20\%$. Dengan demikian, pada penelitian ini faktor keluarga tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan, melainkan konsentrasi kepemilikan mayoritas yang menyebabkan tidak adanya perbedaan kebijakan dividen antara kedua jenis perusahaan tersebut.