

“*Negative Entrenchment Effect* Pengendali Akhir Pada Grup Konglomerasi terhadap Transaksi Pihak Berelasi Penjualan dan Pembelian”

DAYINTA AYUNINGTYAS
VERA DIYANTY
Universitas Indonesia

ABSTRACT

This study aims to explain the negative entrenchment effect arised from selling and purchasing related party transactions once business group conglomerates act as the ultimate owner of a firm. This study is using 322 firm-year data of firms listed at Indonesia Stock Exchange on 2012-2013 period. This research provides evidence that the ownership by business conglomerates strengthened the negative entrenchment effect in both total of selling-purchasing related party transactions and selling-purchasing related party transactions which come from operating activities. Thus, from the result, it can be presumed that there might be a possibility of agency conflict arised from selling-purchasing related party transactions when a firm is part of business conglomerates.

Keywords: business group conglomerates, negative entrenchment effect, ultimate owner, selling and purchasing related party transactions.

1. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang dan Motivasi Penelitian

Tujuan utama suatu perusahaan membuat laporan keuangan adalah untuk memberikan informasi yang berguna bagi pemangku kepentingan, baik pihak internal maupun eksternal, dalam proses pengambilan keputusan ekonomi (PSAK 1 Revisi 2009). Oleh karena itu, laporan keuangan harus memenuhi tiga syarat utama yaitu relevan, dapat diandalkan, dan dapat dibandingkan (Wild, 2013). Akan tetapi, adanya konflik keagenan dapat mempengaruhi kualitas laporan keuangan yang dihasilkan. Pada awal pendirian perusahaan, pemilik juga bertindak sebagai pelaksana kegiatan operasional. Seiring dengan berkembangnya perusahaan, pemilik tidak lagi mampu untuk menjalankan kegiatan operasional akibat keterbatasan sumber daya. Untuk mengatasi masalah ini, pemilik akhirnya memberikan wewenang kepada manajer yang memiliki sumber daya manusia (*human capital*). Inilah yang disebut teori keagenan, yaitu kontrak pendelegasian tugas dan wewenang dari pemilik kepada manajer selaku agen dalam proses pengambilan keputusan operasional (Jensen dan Meckling, 1976).

Konflik keagenan tidak terbatas pada informasi asimetris antara pemilik dengan manajemen. Berbeda dengan perusahaan-perusahaan di kawasan Asia yang umumnya dimiliki oleh keluarga atau grup tertentu. Penyebab perbedaan struktur ini disebabkan oleh masih lemahnya penegakan hukum di kawasan Asia, Eropa Timur, dan Amerika Latin (Shleifer dan Vishny, 1997; La Porta et al, 1999; Peng, Wei, dan Yang, 2011). Di negara dengan penegakan hukum tinggi, hak kendali (*control rights*) atau hak suara (*voting rights*) investor kecil masih dapat dilindungi (Shleifer dan Vishny, 1997; La Porta et al, 1999). Berbeda dengan di mayoritas negara berkembang dimana investor kecil hampir tidak memiliki hak kendali (Shleifer dan Vishny, 1997). Akibatnya, investor kecil di negara berkembang akan cenderung membentuk grup atau terkonsentrasi untuk mengatasi masalah lemahnya hak kendali (Shleifer dan Vishny, 1997). Kepemilikan terkonsentrasi di bawah suatu grup yang kemudian berkembang menjadi struktur *pyramid* dan *cross-shareholding* (Claessens et al, 2000) menyebabkan pemegang saham pengendali dapat mengatur jalannya proses pengambilan keputusan atau transaksi di perusahaan anak atau afiliasi meskipun kepemilikannya bersifat tidak langsung (Bertrand et al, 2002). Dari studi di atas, ditemukanlah konflik keagenan lain yaitu konflik yang keagenan terjadi akibat perbedaan kepentingan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham non-pengendali (Villalonga dan Amit, 2006).

Pada perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi, Claessens et al (2002) menemukan bahwa terdapat jarak (*wedge*) antara hak atas arus kas perusahaan dan hak kendali. Perbedaan hak arus kas perusahaan dengan hak kendali inilah yang memicu *negative entrenchment effect* salah satunya melalui tindakan ekspropriasi hak pemegang saham non-pengendali oleh pemegang saham pengendali (Morck et al., 1988). Ketika hak arus kas perusahaan lebih rendah dari hak kendali, maka kemungkinan ekspropriasi semakin tinggi (Johnson et al, 2000; Claessens et al, 2002; Joh, 2003; Baek et al, 2004; Kang et al, 2014).

Perbedaan hak arus kas dan hak kendali juga memberikan insentif bagi manajemen untuk melakukan *tunneling* yaitu proses mentransfer aset dari perusahaan dengan hak arus kas lebih kecil ke perusahaan yang memiliki hak arus kas lebih besar (Bertrand et al., 2002; Cheung et al, 2006; Munir et al, 2013). Banyak cara bagi perusahaan untuk melakukan *tunneling*, antara lain dengan kegiatan

transaksi jual-beli *output* di luar harga pasar, penyewaan (*leasing*) aset, maupun pemberian jaminan atas pinjaman yang dilakukan oleh perusahaan lain (Bertrand et al, 2002). *Tunneling* tentunya akan lebih mudah jika dilakukan antar perusahaan di dalam satu grup. Inilah yang kemudian disebut dengan transaksi pihak berelasi (*related party transactions*).

Penelitian ini berfokus pada perusahaan konglomerasi di Indonesia yang banyak melakukan transaksi berelasi penjualan dan pembelian akibat diversifikasi unit bisnis. Jika sesuai dengan teori transaksi berelasi efisien, perusahaan akan mampu meningkatkan nilai pemegang saham (*shareholder value*) karena transaksi berelasi dapat mengurangi biaya transaksi (Stein., 1997; Shin dan Park., 1999; Kang et al., 2014).

Penelitian ini penting dilakukan di Indonesia, karena hamper lebih dari 50% perusahaan di Indonesia merupakan perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga dan merupakan bagian dari perusahaan konglomerasi. Dalam penelitian ini akan dilihat apakah transaksi pihak berelasi yang dilakukan antar perusahaan dalam satu group bisnis merupakan suatu transaksi yang bersifat efisien atau bersifat konglomerasi.

1.2. Pertanyaan dan Tujuan Penelitian

Berdasarkan penjelasan diatas peneltian ini ingin meneliti dan memberikan bulti empiris atas pengaruh dari perbedaan hak kendali dan arus kas terhadap transaksi pihak berelasi serta bagaimana dampak dari group konglomerasi terhadap dampak dari perbedaan hak kendali dan arus kas terhadap transaksi pihak berelasi

2. TINJAUAN TEORITIS DAN HIPOTESIS

2.1 Konflik Keagenan

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan teori keagenan sebagai kontrak antara pemilik (*principal*) dengan manajer (*agent*) yang bertugas untuk mengelola sumber daya yang dimiliki oleh pemilik, menjalankan kegiatan operasional, dan mengambil keputusan-keputusan strategis sebagai upaya pengembangan perusahaan. Pendelegasian tugas ini terjadi akibat keterbatasan sumber daya yang dimiliki oleh pemilik karena seiring dengan berkembangnya perusahaan, pemilik semakin sulit untuk mengontrol seluruh kegiatan operasional dan sebagai solusi, pemilik memilih untuk

memperkerjakan pihak lain yang memiliki sumber daya manusia (*human capital*) sebagai pengelola jalannya perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1997).

Akan tetapi, adanya penyerahan wewenang telah menimbulkan informasi asimetris. Hal ini disebabkan pemilik jarang terlibat langsung dalam kegiatan operasional dan manajer diasumsikan akan mengambil keputusan operasional maupun strategis yang diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan sejalan dengan tujuan pemilik. Di sisi lain, kedua pihak, pemilik dan manajer, adalah manusia yang selalu berpikir rasional sehingga masing-masing pihak akan berusaha untuk memaksimalkan keuntungan pribadi (Jensen dan Meckling, 1976). Kontrak yang tidak lengkap dan *professional expertise* yang dimiliki *agent* (Shleifer dan Vishny, 1997) membuat manajer memiliki peluang untuk menyalahgunakan wewenang yang dimiliki. Akibatnya, pemilik harus mengeluarkan biaya untuk mengawasi manajer agar keputusan yang diambil sesuai dengan keinginan pemilik

Kelemahan dari teori keagenan yang diajukan oleh Jensen dan Meckling adalah, penelitian tersebut dilakukan di negara dengan struktur kepemilikan yang tersebar (*dispersed ownership*) yang dianggap tidak representatif untuk menjelaskan konflik keagenan yang muncul di negara-negara lain. Shleifer dan Vishny (1997) berpendapat bahwa tata kelola perusahaan dan perlindungan pemegang saham menjadi faktor penentu munculnya konflik keagenan.

Di negara dengan tata kelola dan perlindungan hukum baik, kepemilikan yang tersebar tidak menjadi masalah karena kecilnya hak kendali (*control rights*) pemilik masih dapat diimbangi dengan baiknya mekanisme tata kelola dan penegakan hukum (Shleifer dan Vishny, 1997). Kondisi ini berbeda dengan mayoritas negara di dunia yang masih memiliki tata kelola dan perlindungan hukum yang lemah seperti di kawasan Asia dan Amerika Latin (Shleifer dan Vishny, 1997; La Porta et al, 1999; Peng, Wei, dan Yang, 2011). Di negara-negara tersebut, kepemilikan yang tersebar justru menjadi persoalan baru karena investor dengan porsi kepemilikan saham kecil tidak mendapatkan informasi dengan baik dan hak kendali menjadi tidak berarti untuk melakukan kegiatan pengawasan kepada manajer (Shleifer dan Vishny, 1997). Dalam Negara dengan kepemilikan terkonsentrasi, Konflik keagenan muncul, tidak lagi antara pemilik dengan manajer, tetapi antara pemegang saham

pengendali dengan pemegang saham non-pengendali (Shleifer dan Vishny, 1997; La Porta et al, 1999).

Ketika struktur kepemilikan perusahaan bersifat terkonsentrasi, besarnya kemampuan pengendalian pada perusahaan ditunjukkan dengan besarnya hak kendali (*control rights*) yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali (Fan dan Wong, 1992; Claessens et al, 1999; La Porta et al, 1999; Francis, Schipper, dan Vincent, 2005). Kepemilikan terkonsentrasi di bawah suatu grup yang kemudian berkembang menjadi struktur *pyramid* dan *cross-shareholding* (Claessens et al, 2000) menyebabkan pemegang saham pengendali dapat mengatur jalannya proses pengambilan keputusan atau transaksi di perusahaan anak atau afiliasi meskipun kepemilikannya bersifat tidak langsung (Bertrand et al, 2002). Dari studi di atas, ditemukanlah konflik keagenan lain yaitu masalah keagenan terjadi akibat perbedaan kepentingan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham non-pengendali (Villalonga dan Amit, 2006).

Hak kendali menjadi penting karena dengan tingginya hak kendali, pemegang saham pengendali dapat mengarahkan keputusan-keputusan strategis maupun operasional yang sesuai dengan tujuan pemegang saham pengendali., seperti posisi direktur utama dan direktur keuangan (Francis, Schipper, dan Vincent, 2005). Dengan kemampuan menempatkan orang-orang di jabatan tersebut, maka pemegang saham pengendali dapat dengan mudah mengarahkan aktivitas operasional sehingga seluruh kebijakan strategis yang diambil akan menguntungkan pihak mereka.

Besarnya hak pengendalian sehingga pemegang saham pengendali mampu mengarahkan jalannya aktivitas perusahaan disebut dengan *entrenchment effect* (Claessens et al, 2002). *Entrenchment effect* dapat bersifat positif jika hak pengendalian pemegang saham pengendali digunakan untuk mengawasi kinerja manajemen. Akan tetapi, *entrenchment effect* dapat bersifat negatif jika pemegang saham pengendali menggunakannya untuk tujuan oportunistik seperti penempatan keluarga pada posisi-posisi strategis yang dapat memudahkan proses penyetujuan keputusan yang sebenarnya membutuhkan persetujuan pemegang saham non-pengendali melalui Rapat Umum Pemegang Saham (Francis, Schipper, dan Vincent, 2005).

Adanya perbedaan hak arus kas perusahaan dengan hak kendali dapat memunculkan *negative entrenchment effect* salah satunya melalui tindakan ekspropriasi hak pemegang saham non-pengendali oleh pemegang saham pengendali (Morck et al., 1988, Johnson et al., 2000; Claessens et al, 2002; Joh, 2003; Baek et al, 2004; Kang et al, 2014). Oleh karena itu, ketika hak kendali lebih tinggi dibandingkan hak arus kas, maka perusahaan telah dijalankan oleh pemegang saham pengendali, bukan manajer (La Porta, Silanes, dan Shleifer, 1999). Terlalu tingginya pengendalian pada struktur piramida berdampak pada berbagai aspek. Ditemukan bahwa besarnya hak kendali pemegang saham pengendali akan mengurangi tingkat informasi (*informativeness*) laporan keuangan (Fan dan Wong, 2002; Francis, Schipper, dan Vincent, 2005), mengurangi akuntabilitas (Grossman dan Hart, 1988 dalam Francis, Schipper, dan Vincent, 2005), dan memberikan insentif bagi manajemen untuk melakukan *tunneling* (Mork, Wolfenzon, dan Yeung, 2005).

2.2 Transaksi Pihak Berelasi

Kegiatan pengalihan sumber daya antarperusahaan di dalam satu grup yang sama dikenal sebagai transaksi pihak berelasi (Riyanto dan Toolsema, 2008). Di Indonesia, definisi transaksi pihak berelasi yang umum digunakan mengacu pada PSAK 7 (Revisi 2010): Pengungkapan Pihak-Pihak Berelasi yang diadopsi dari IAS 24: *Related Party Disclosures*. Berdasarkan PSAK 7 (Revisi 2010) paragraf 9, yang dimaksud transaksi pihak berelasi adalah pengalihan sumber daya, jasa atau kewajiban antara entitas pelapor dengan pihak-pihak berelasi, terlepas apakah ada harga yang dibebankan.

Transaksi berelasi umum dilakukan oleh grup perusahaan di dunia terutama jika grup tersebut memiliki diversifikasi usaha (OECD, 2009; Kang et al, 2014). Dengan adanya transaksi pihak berelasi, maka kegiatan operasional akan semakin efisien karena dapat mengurangi biaya transaksi (Chang dan Hong, 2000). Transaksi pihak berelasi yang efisien serta memenuhi kebutuhan ekonomis perusahaan dikenal sebagai *efficient transaction hypothesis* (Chang dan Hong, 2000; Khanna dan Palepu, 2000). Teori ini menjadi dasar bahwa transaksi berelasi akan memberikan keuntungan bagi perusahaan.

Chien dan Hsu (2010) menemukan bahwa terdapat hubungan positif antara laba dengan penjualan transaksi pihak berelasi. Selain itu, ditemukan juga bukti dimana dampak negatif dari *industry earning*

shock dapat dikurangi dengan transaksi penjualan dengan pihak berelasi (Chien dan Hsu, 2010). Di Indonesia, transaksi pihak berelasi terkait liabilitas terbukti dapat meningkatkan nilai perusahaan (Utama dan Utama, 2013 dalam Al Aggugi, 2014). Hubungan positif transaksi pihak berelasi di Indonesia dengan nilai perusahaan juga ditegaskan oleh Singetenta (2012).

Akan tetapi, terdapat inkonsistensi dari penelitian pendukung *efficient transaction hypothesis*. Transaksi pihak berelasi yang umum ditemukan di Asia berpotensi digunakan sebagai salah satu cara ekspropriasi hak pemegang saham non-pengendali (Johnson et al, 2000). Transaksi pihak berelasi erat kaitannya dengan diversifikasi usaha (OECD, 2009; Kali dan Sarkar, 2011; Kang et al, 2014) dan struktur piramida (Shleifer dan Vishny, 1997; Morck et al, 2005; Riyanto dan Toolsema, 2008; Peng, Wei, dan Yang, 2011; Kang et al, 2014), sehingga ketika struktur piramida jarang ditemukan di negara dengan tata kelola serta perlindungan pemegang saham tinggi, transaksi berelasi seringkali ditantang (*challenged*) melalui jalur hukum (Riyanto dan Toolsema, 2008). Oleh karena itu, keluarlah teori kedua yang menyatakan transaksi berelasi lebih bersifat *abusive* (Chen, Wang, dan Li, 2012) karena tingginya peluang ekspropriasi hak pemegang saham non-pengendali (Morck et al, 2005; Djankov et al, 2008; Peng, Wei, dan Yang, 2011) yang dikenal dengan *conflict of interest hypothesis* (Chien dan Hsu, 2010; Kohlbeck dan Mayhew, 2010).

2.3 Pengembangan Hipotesis

Berbagai penelitian telah mengkonfirmasi pengaruh positif antara *negative entrenchment effect* terhadap transaksi pihak berelasi (Morck, Wolfenzon, dan Yeung, 2005; Riyanto dan Toolsema, 2008; Chen, Wang, dan Li, 2012) dimana semakin tinggi *control-ownership wedge* yang merupakan proksi dari *negative entrenchment effect*, maka transaksi pihak berelasi yang dilakukan akan semakin bersifat *abusive* dan berujung pada ekspropriasi hak pemegang saham non-pengendali (Peng, Wei, dan Yang, 2011). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa transaksi pihak berelasi di perusahaan dengan mekanisme pengendali berstruktur piramida dimana hak kendali melebihi hak arus kas memiliki kecenderungan untuk bersifat *abusive* dan sejalan dengan *conflict of interest hypothesis* (Fan dan Wong, 2002; Morck, Wolfenzon, dan Yeung, 2005; Peng, Wei, dan Yang, 2011). Dengan demikian hipotesis berikutnya adalah :

Hipotesis 1: *Negative entrenchment effect* berpengaruh positif terhadap transaksi pihak berelasi.

Melalui mekanisme kepemilikan struktur piramida, grup-grup konglomerasi pada akhirnya memiliki insentif untuk melakukan diversifikasi bisnis (OECD, 2009). Lewat diversifikasi bisnis inilah grup melakukan banyak transaksi pihak berelasi (Kim dan Yi, 2006; Riyanto dan Toolsema, 2008; Kali dan Sarkar, 2011). Perusahaan dianggap akan memperoleh manfaat dari unit usaha yang terdiversifikasi karena dapat mengatasi keterbatasan yang muncul dari pasar modal, pasar produk, serta pasar tenaga kerja (Khanna dan Palepu, 2000 dalam Lins dan Servaes, 2002). Selain itu, dengan adanya diversifikasi perusahaan juga dapat mengurangi biaya transaksi (Stein, 1997; Shin dan Park, 1999; Kang et al., 2014).

Namun, diversifikasi usaha baik secara horizontal maupun vertikal tidak terbukti dapat meningkatkan nilai perusahaan anggota grup konglomerasi (Kim dan Yi, 2006) sehingga terdapat dugaan transaksi pihak berelasi bertujuan untuk *tunneling* aset (Kang et al, 2014); bukan untuk tujuan efisiensi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, dapat ditarik kesimpulan bahwa pada perusahaan milik grup konglomerasi terdapat peluang *negative entrenchment effect* yang lebih tinggi sebagai akibat dari struktur piramida yang mendorong diversifikasi usaha dan berujung pada tingginya transaksi pihak berelasi. Dengan demikian hipotesis berikutnya adalah

Hipotesis 2a: Kepemilikan oleh grup konglomerasi memperkuat pengaruh *negative entrenchment effect* transaksi pihak berelasi.

Grup konglomerasi dapat melakukan diversifikasi usaha baik yang terkait maupun yang tidak terkait dengan aktivitas utama perusahaan induk. Dengan menggunakan asumsi diversifikasi bertujuan untuk mengurangi biaya transaksi (Stein, 1997; Shin dan Park, 1999), maka grup konglomerasi akan banyak melakukan transaksi pihak berelasi operasional dari diversifikasi terkait dengan kegiatan bisnis utama. Akan tetapi, asumsi tersebut belum dapat diterima seluruhnya karena berbagai penelitian menyatakan diversifikasi tidak meningkatkan nilai perusahaan (Lins dan Servaes, 1999; Kali dan Sarkar, 2011) sehingga terdapat kemungkinan perusahaan anggota grup konglomerasi telah menggunakan transaksi pihak berelasi operasional melalui *transfer pricing* yang muncul akibat dari diversifikasi terkait aktivitas utama induk (*related business diversification*) sebagai mekanisme

tunneling karena transaksi pihak berelasi operasional tersebut tersamar dan terjadi di sepanjang periode akuntansi (Kang et al, 2014). Dengan demikian hipotesis berikutnya adalah:

Hipotesis 2b: Kepemilikan oleh grup konglomerasi memperkuat *negative entrenchment effect* transaksi pihak berelasi operasional.

3. METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Menggunakan metode *purposive sampling*, sampel akhir penelitian berjumlah 322 tahun-perusahaan seperti yang tertera pada table 1.

Tabel 3.1: Pemilihan Sampel

Kriteria Sampel	Jumlah Perusahaan
Populasi: Perusahaan tercatat di BEI tahun 2013	484
-/- Perusahaan tercatat setelah tahun 2012	(31)
-/- Perusahaan industri keuangan dan investasi	(79)
-/- Perusahaan dengan ekuitas negatif	(8)
-/- Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan tahunan lengkap	(18)
-/- Perusahaan dengan mata uang pelaporan selain Rupiah	(64)
-/- Perusahaan yang tidak mengungkap transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian	(112)
-/- Perusahaan yang tidak dapat ditelusuri struktur kepemilikannya	(11)
Total sampel perusahaan	161
Jumlah tahun observasi	x2
Total sampel penelitian	322

3.2 Model Penelitian

Model 1: Digunakan untuk menguji hipotesis 1 yaitu pengaruh *negative entrenchment effect* terhadap nilai total transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian.

$$RPT_i = \beta_0 + \beta_1 DVC_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 ROA_i + \beta_5 AVOID_i + \beta_6 MB_i + \beta_7 CGI_i + \sum Year_i + \varepsilon_i$$

Model 2: Digunakan untuk menguji hipotesis 2a dan 2b yaitu pengaruh perusahaan dalam group konglomerasi pada dampak *negative entrenchment effect* terhadap nilai total transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian.

$$RPT_i = \beta_0 + \beta_1 DVC_i + \beta_2 GROUP_i + \beta_3 DVC \times GROUP_i + \beta_4 SIZE_i + \beta_5 LEV_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 AVOID_i + \beta_8 MB_i + \beta_9 CGI_i + \sum Year_i + \varepsilon_i$$

Deskripsi variabel

RPT	Nilai total transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian / nilai pasar ekuitas;
RPT_O	[Nilai transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian operasional] / nilai pasar ekuitas;
DVC	Rasio <i>control-ownership wedge</i> dari pemegang saham pengendali;
GROUP	1 jika perusahaan dimiliki oleh grup konglomerasi, dan 0 jika tidak;
SIZE	Logaritma natural dari penjualan bersih (dalam juta Rupiah);
LEV	Total utang / total ekuitas;
ROA	Pendapatan bersih / total aset;
AVOID	1 jika $0 < ROA < 2\%$, dan 0 jika tidak;
MB	Nilai pasar dari ekuitas / nilai buku dari ekuitas;
CGI	Indeks tata kelola perusahaan dengan proksi peran dewan komisaris dan peran komite audit;
Year	Indikator tahun.

3.3. Operasionalisasi Variabel

Variabel Dependen :

Perhitungan transaksi pihak berelasi untuk pengujian hipotesis 1 dan 1a dilakukan dengan cara sebagai berikut:

$$RPT_i = \frac{\text{Total transaksi pihak berelasi}_i}{\text{Nilai pasar dari ekuitas}_i}$$

Sementara pengujian hipotesis 1b menggunakan jenis transaksi pihak berelasi yaitu operasional yang diperoleh dengan cara berikut.

$$RPT_{O_i} = \frac{\text{Transaksi pihak berelasi operasional (=transaksi penjualan dan pembelian operasional)}_i}{\text{Nilai pasar dari ekuitas}_i}$$

3.2.2 Pengukuran *negative entrenchment effect*

Menggunakan rasio *control-ownership wedge* (DVC) sebagai proksi *negative entrenchment effect*, DVC dihitung dari perbedaan antara hak kendali dan hak aruskas yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali. Hak kendali dihitung dengan cara melihat hak kendali terkecil (*weakest link*) yang dimiliki oleh setiap pemegang saham individu di setiap rantai struktur kepemilikan. Pemegang saham individu tersebut kemudian ditelusuri identitasnya untuk mengetahui ada atau tidaknya hubungan

keluarga dengan pemegang saham lain. Penelusuran ini akan berujung pada informasi siapa keluarga yang bertindak sebagai pemegang saham pengendali akhir (*ultimate owner*). Jika terdapat hubungan keluarga dengan pemegang saham lain, maka hak kendali anggota keluarga akan dijumlah dan dibandingkan kembali dengan *weakest link* rantai struktur kepemilikan. Sementara hak arus kas dihitung dengan mengalikan hak arus kas pemegang saham pengendali dari kepemilikannya di sepanjang rantai struktur kepemilikan.

$$Wedge (DVC)_i = (1 + \text{hak kendali}_i) \div (1 + \text{hak arus kas}_i)$$

4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Statistik Deskriptif

Dari 322 observasi, dapat terlihat variabel total transaksi pihak berelasi (RPT), dan transaksi pihak berelasi operasional (RPT_O) memiliki standar deviasi yang tinggi. Hal ini disebabkan sifat dari transaksi yang berbeda-beda untuk setiap perusahaan di tahun berjalan. Rerata nilai transaksi pihak berelasi (RPT) adalah 40% dari nilai pasar dengan nilai minimum 0 yang berarti tidak terdapat transaksi di tahun 2012 (3 perusahaan) atau 2013 (7 perusahaan). Nilai tertinggi RPT 1.410,9% berasal transaksi pihak berelasi yang dilakukan oleh PT Wilmar Cahaya Indonesia (CEKA).

Rata-rata perusahaan Indonesia melakukan transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian operasional 30,4% dari nilai pasar. Transaksi penjualan dan pembelian operasional terbesar terjadi pada tahun 2013 oleh PT Eterindo Wahanatama (ETWA) dengan nilai mencapai 365% nilai pasar.

Tabel 4.1: Hasil Statistik Deskriptif Seluruh Observasi

n = 322				
Variabel	Mean	Std. Dev.	Min	Max
RPT	0.401	1.100	0.000	14.109
RPT_O	0.304	0.600	0.000	3.650
DVC	1.051	0.088	1.000	1.343
SIZE	7,422,882	18,800,000	9,023	194,000,000
LEV	28.669	22.863	0.000	101.910
ROA	0.104	0.154	-0.610	0.850
AVOID	0.152	0.360	0.000	1.000
MB	2.946	3.333	-15.47	19.73
CGI	58.025	8.047	22.000	80.000

Keterangan Tabel

RPT = Nilai total transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian. **RPT_O** = Nilai transaksi pihak berelasi operasional. **DVC** = Rasio *control-ownership wedge* pemegang saham pengendali akhir ; $(1+VR) / (1+CR)$. **SIZE** = Ukuran perusahaan; logaritma natural (ln) penjualan bersih. **LEV** = Rasio *leverage* ; total utang dibagi dengan total ekuitas. **ROA** = Rasio *return on asset* ; pendapatan bersih dibagi total aset. **AVOID** = Variabel *dummy* ; bernilai 1 jika $0\% < ROA < 2\%$. **MB** = *Market-to-book value* . Nilai pasar ekuitas dibagi dengan nilai buku ekuitas. **CGI** = Indeks tata kelola perusahaan dengan proksi peran dewan komisaris dan komite audit.

Variabel DVC menunjukkan *control-ownership wedge* dalam bentuk rasio. Rerata *wedge* adalah 5,1% dengan nilai minimum 1 yang berarti perusahaan dimiliki langsung sehingga tidak terdapat pemisahan hak kendali dan hak arus kas. Rasio *wedge* tertinggi adalah 34,3% yang dapat menjadi bukti bahwa struktur kepemilikan di Indonesia masih berstruktur piramida yang ditandai dengan pemisahan hak kendali dan hak arus kas (Claessens, 2000).

Akan tetapi, terdapat keterbatasan untuk variabel DVC. Dari 322 observasi, 185 observasi atau 57,45% sampel memiliki *wedge* 0. Hal ini disebabkan banyaknya perusahaan yang dimiliki oleh perusahaan asing sehingga struktur kepemilikan tidak dapat dicari lebih lanjut. Hanya dua perusahaan asing yang dapat ditelusuri kepemilikannya yaitu CAB Holding yang dikendalikan oleh Grup Salim serta Pacific Asia Holdings Limited yang dimiliki oleh Grup Lippo. Temuan lain adalah, pemegang saham pengendali grup konglomerasi Indonesia umumnya menjadi pemegang saham terbesar setelah pemegang saham pengendali asing (MNCN, KPIG tahun 2012) atau pemerintah (JRPT, PJAA) sehingga menyebabkan bias pada perhitungan *control-ownership wedge* dan status perusahaan sebagai bagian dari grup konglomerasi.

Ukuran perusahaan (SIZE) juga beragam dengan rerata penjualan Rp 7 triliun. Menggunakan proksi penjualan bersih, Grup Astra melalui ASII menempati posisi teratas dengan penjualan bersih tahun 2013 sebesar Rp 194 triliun yang diikuti oleh TLKM dan HMSP.

Sumber pendanaan perusahaan di Indonesia mayoritas masih diperoleh dari pinjaman dengan rerata *leverage* 28%. Tingginya tingkat utang dapat meningkatkan konflik keagenan karena terdapat peluang bagi pemegang saham pengendali untuk memanipulasi laba melalui transaksi pihak berelasi (Kang et al, 2014).

Tingkat pengembalian penjualan bersih terhadap aset ditunjukkan melalui variabel ROA dimana rerata perusahaan Indonesia yang menjadi sampel penelitian memberikan tingkat pengembalian 10,4%. Akan tetapi, standar deviasi ROA cukup tinggi. Di tahun 2012 dan 2013, 20 perusahaan mengalami kerugian bersih yang berdampak pada ROA yang bernilai minus.

Sejalan dengan ROA, perusahaan dengan kinerja yang buruk cenderung untuk melakukan manajemen laba yang bersifat oportunistik (Kang et al, 2014). Di tahun 2012 dan 2013, sebanyak 49

perusahaan memiliki peluang untuk melakukan manajemen laba ketika $0 < ROA < 2\%$ yang ditunjukkan melalui variabel AVOID. Rerata variabel AVOID cukup rendah yaitu 0,152 yang berarti mayoritas perusahaan di Indonesia masih memiliki kinerja yang baik.

Rasio nilai pasar terhadap nilai buku (MB) perusahaan Indonesia masih tergolong kecil yaitu 2,946%. Nilai buku tertinggi dimiliki oleh HMSP di tahun 2012 (19,73%) sementara terendah adalah ARGO (-15,47%). Perusahaan dengan *market-to-book-value* tinggi maupun rendah memiliki peluang yang sama untuk melakukan ekspropriasi melalui transaksi pihak berelasi (Kang et al, 2014).

Menggunakan total 84 pertanyaan dalam *checklist* Hermawan (2009), rerata perusahaan Indonesia mendapatkan nilai 58,02 (69,07%) atau 2 poin di atas nilai minimum untuk indeks tata kelola perusahaan. Hasil di atas menunjukkan tata kelola perusahaan sudah cukup baik namun masih dibutuhkan banyak perbaikan.

Statistik Deskriptif Grup dan Non-Grup Konglomerasi

Total sampel sebanyak 322 observasi terbagi menjadi dua kelompok yaitu perusahaan yang tergolong dalam grup konglomerasi dan non-grup konglomerasi. Setelah dilakukan identifikasi pemilik, ditemukan 150 observasi (46,58%) tergolong dalam grup konglomerasi dan 172 (53%) adalah perusahaan non-grup konglomerasi. Hasil perhitungan statistik menunjukkan rerata transaksi pihak berelasi (RPT) non-grup konglomerasi lebih tinggi dibandingkan dengan grup konglomerasi. Nilai transaksi pihak berelasi operasional (RPT_O) grup konglomerasi memiliki rerata 26,4% dari nilai pasar. Jumlah ini lebih rendah jika dibandingkan dengan transaksi pihak berelasi operasional non-grup konglomerasi yang berada di kisaran 33% nilai pasar. Hal ini menunjukkan perusahaan yang melakukan transaksi pihak berelasi unuk non group konglomersasi memiliki nilai pasar ekuitas yang lebih tinggi yang dapat diartikan investor lebih menganggap transaksi pihak berelasi untuk non group konglomerasi lebih bersifat efisien dan investor berespon positif atas transaski tersebut.

Tabel 4.2: Hasil Statistik Deskriptif Grup dan Non-Grup Konglomerasi

Variabel	Group (n = 150)		Non-Group (n = 172)	
	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.
RPT	0.331	0.789	0.463	1.313
RPT_O	0.264	0.572	0.338	0.624
DVC	1.101	0.105	1.007	0.030
SIZE	8,955,020	24,000,000	6,086,715	12,500,000
LEV	30.717	22.470	26.883	23.118
ROA	0.091	0.131	0.114	0.171
AVOID	0.133	0.341	0.169	0.375
MB	2.558	2.786	3.285	3.722
CGI	57.687	6.985	58.320	8.880

Keterangan Tabel

RPT = Nilai total transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian. **RPT_O** = Nilai transaksi pihak berelasi operasional. **DVC** = Rasio *control-ownership wedge* pemegang saham pengendali akhir ; $(1+VR) / (1+CR)$. **SIZE** = Ukuran perusahaan; logaritma natural (ln) penjualan bersih. **LEV** = Rasio *leverage* ; total utang dibagi dengan total ekuitas. **ROA** = Rasio *return on asset* ; pendapatan bersih dibagi total aset. **AVOID** = Variabel *dummy* ; bernilai 1 jika $0\% < ROA < 2\%$. **MB** = *Market-to-book value* . Nilai pasar ekuitas dibagi dengan nilai buku ekuitas. **CGI** = Indeks tata kelola perusahaan dengan proksi peran dewan komisaris dan komite audit.

Control-ownership wedge (DVC) grup konglomerasi lebih tinggi dibandingkan dengan non-grup. Hasil ini sejalan dengan Claessens et al (2000) yang menyatakan negara di kawasan Asia umumnya berstruktur terkonsentrasi yang ditandai dengan tingginya pemisahan hak kendali dan hak arus kas. Pada grup konglomerasi, rerata rasio adalah 10% sementara rerata rasio non-grup sebesar 0,70%.

Sumber pendanaan perusahaan anggota grup juga lebih banyak bersumber dari pinjaman dengan rerata *leverage* 30%. Rerata ROA grup konglomerasi lebih rendah yaitu 9% dibandingkan non-grup yang sebesar 11%. Perusahaan anggota grup konglomerasi dianggap memiliki peluang ekspropriasi yang lebih tinggi oleh pasar. Hal ini terlihat pada nilai rerata *market-to-book-value* (MB) sebesar 2,55. Nilai tersebut lebih rendah dari rerata MB perusahaan non-grup konglomerasi yang memiliki nilai MB 3,28. Hasil di atas membuktikan pasar telah melakukan *discount* untuk mengantisipasi peluang ekspropriasi.

Jika dilihat variabel dari AVOID, non-grup konglomerasi memiliki peluang yang lebih tinggi untuk melakukan ekspropriasi dengan nilai rerata 0,16. Indeks tata kelola grup lebih rendah dibanding

non-grup dengan nilai 57, 68. Akan tetapi, perbedaan ini tidak begitu jauh dimana non-grup konglomerasi memiliki rerata nilai 58,32.

4.2 Pengaruh *negative entrenchment effect* terhadap transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian

Ditemukan pengaruh negatif antara *negative entrenchment effect* terhadap transaksi pihak berelasi (Tabel 4.3) sehingga hipotesis 1 ditolak. Dari hasil tersebut, maka dapat diambil kesimpulan bahwa tindakan ekspropriasi hak pemegang saham non-pengendali tidak dilakukan melalui transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian. Hasil ini berbeda dengan Kang et al (2014) yang menemukan pengaruh positif antara *negative entrenchment effect* terhadap transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian.

Terdapat dua kemungkinan yang menyebabkan perbedaan arah dari variabel ini. Pertama, kualitas pengungkapan transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian di Indonesia masih rendah sehingga nilai transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian yang diungkap pada laporan keuangan belum menunjukkan transaksi pihak berelasi yang sebenarnya terjadi. Kedua, masih banyaknya perusahaan asing yang bertindak sebagai pemegang saham pengendali dan tidak dapat diselidiki struktur kepemilikannya sehingga dianggap sebagai kepemilikan langsung. Ketiga, selain dimiliki oleh perusahaan asing, dugaan lain adalah adanya kendali langsung oleh keluarga seperti yang ditemukan pada perusahaan Grup Maspion dimana perusahaan memang berstruktur piramida namun seluruh pemegang saham dalam struktur tersebut merupakan satu keluarga sehingga hak kendali dan hak arus kas yang diperoleh tetap 100%.

Tabel 4.3: Hasil Uji Hipotesis 1

Hipotesis 1:

Negative entrenchment effect berpengaruh positif terhadap transaksi pihak berelasi.

Model:

$$RPT_i = \beta_0 + \beta_1 DVC_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 ROA_i + \beta_5 AVOID_i + \beta_6 MB_i + \beta_7 CGI_i + \sum Year_i + \varepsilon_i$$

Hipotesis 1				
RPT				
Variabel	Prediksi	Koefisien	Probabilita	Keterangan
Konstanta	+ / -	1.461	0.000	
DVC	+	-0.875	0.000	***
SIZE	+	-0.017	0.108	
LEV	+	0.004	0.000	***
ROA	-	0.251	0.062	*
AVOID	+	-0.104	0.082	*
MB	+ / -	-0.032	0.000	***
CGI	-	-0.001	0.312	
Year	+ / -	-0.004	0.461	
R-Squared	0.1621			
Prob > F	0.0000			

*** Signifikan pada level 1%, ** Signifikan pada level 5%, * Signifikan pada level 10%

Keterangan Tabel:

RPT = Nilai total transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian. **DVC** = Rasio *control-ownership wedge* pemegang saham pengendali akhir; $(1+VR) / (1+CR)$. **SIZE** = Ukuran perusahaan; logaritma natural (ln) penjualan bersih. **LEV** = Rasio *leverage*; total utang dibagi dengan total ekuitas. **ROA** = Rasio *return on asset*; pendapatan bersih dibagi total aset. **AVOID** = Variabel *dummy*; bernilai 1 jika $0\% < ROA < 2\%$. **MB** = *Market-to-book value*. Nilai pasar ekuitas dibagi dengan nilai buku ekuitas. **CGI** = Indeks tata kelola perusahaan dengan proksi peran dewan komisaris dan komite audit. **Year** = Indikator tahun.

4.3 Pengaruh *negative entrenchment effect* grup konglomerat terhadap transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian

Ditemukan pengaruh positif dari *negative entrenchment effect* terhadap transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian ketika dilakukan uji interaksi antara variabel DVC dengan GROUP. Pada tabel 4.4, koefisien DVCXGROUP bernilai 0,629 dengan signifikansi 0,066. Dari hasil ini dapat diambil kesimpulan terdapat peluang ekspropriasi hak pemegang saham non-pengendali melalui transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian ketika suatu perusahaan dimiliki oleh grup konglomerasi sehingga hipotesis 2 diterima. Hasil ini sesuai dengan prediksi dan mendukung teori *conflict of interest hypothesis* untuk transaksi pihak berelasi.

Riyanto dan Toolsema (2008) menyatakan *negative entrenchment effect*, telah memberikan insentif bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan kegiatan *self-dealing* dengan memanfaatkan hak suara atas pemegang saham non-pengendali. Transaksi pihak berelasi pada perusahaan berstruktur piramida yang umumnya dikendalikan oleh grup konglomerasi memiliki

tujuan antara *tunneling* atau *propping* (Riyanto dan Toolsema, 2008; Peng, Wei, dan Yang, 2010). *Tunneling* adalah aktivitas transfer sumber daya dari perusahaan anak ke perusahaan induk pada struktur piramida (Riyanto dan Toolsema, 2008) dengan tujuan untuk mengembalikan hak arus kas ke pemilik pengendali (Bertrand, Mehta, dan Mullainathan, 2000). Sebaliknya, *propping* adalah transfer sumber daya dari perusahaan induk ke perusahaan anak yang bertujuan untuk mencegah bangkrutnya perusahaan anak (Friedman, Johnson, dan Mitton, 2003). Oleh karena itu, *propping* umum dilakukan ketika perusahaan anak berada pada kondisi kesulitan keuangan (*financial distress*) (Ying dan Wang, 2013).

Transaksi pihak berelasi yang bertujuan *tunneling* jelas merupakan bentuk ekspropriasi hak pemegang saham minoritas di perusahaan anak (Riyanto dan Toolsema, 2008) sehingga dapat dipahami jika transaksi pihak berelasi di perusahaan berstruktur piramida akan direspon negatif oleh pasar seperti yang ditemukan oleh Peng, Wei, dan Yang (2011). Ketika perusahaan dalam kondisi baik, maka pemegang saham pengendali akan cenderung melakukan transaksi pihak berelasi bentuk *tunneling* dan pasar akan memberikan respon negatif atas pengumuman transaksi tersebut (Peng, Wei, dan Yang, 2011).

Meskipun ada dua pendapat berbeda mengenai tujuan transaksi pihak berelasi, kesimpulan yang dapat diambil adalah: pertama, transaksi pihak berelasi *tunneling* jelas merupakan bentuk ekspropriasi hak pemegang saham non-pengendali di perusahaan anak. Kedua, perusahaan dengan struktur piramida yang umumnya dimiliki oleh grup konglomerasi dan ditandai dengan pemisahan hak suara dan hak arus kas memicu *negative entrenchment effect* melalui transaksi pihak berelasi bersifat *abusive* baik menggunakan mekanisme *tunneling* ataupun *propping*.

Tabel 4.4: Hasil Uji Hipotesis 1a

Hipotesis 1a:

Kepemilikan oleh grup konglomerasi memperkuat pengaruh *negative entrenchment effect* transaksi pihak berelasi.

Model:

$$RPT_i = \beta_0 + \beta_1 DVC_i + \beta_2 GROUP_i + \beta_3 DVC \times GROUP_i + \beta_4 SIZE_i + \beta_5 LEV_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 AVOID_i + \beta_8 MB_i + \beta_9 CGI_i + \sum Year_i + \varepsilon_i$$

Hipotesis 1a				
RPT				
Variabel	Prediksi	Koefisien	Probabilita	Keterangan
Konstanta	+ / -	1.733	0.000	
DVC	+	-1.155	0.000	***
GROUP	+	0.021	0.319	
DVCXGROUP	+	0.629	0.066	*
SIZE	+	-0.016	0.120	
LEV	+	0.004	0.000	***
ROA	-	0.245	0.067	*
AVOID	+	-0.101	0.089	*
MB	+ / -	-0.032	0.000	***
CGI	-	-0.002	0.283	
Year	+ / -	-0.003	0.467	
R-Squared	0.1631			
Prob > F	0.0000			

*** Signifikan pada level 1%, ** Signifikan pada level 5%, * Signifikan pada level 10%

Keterangan Tabel:

RPT = Nilai total transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian. **DVC** = Rasio *control-ownership wedge* pemegang saham pengendali akhir; $(1+VR) / (1+CR)$. **GROUP** = Variabel *dummy*; bernilai 1 jika perusahaan dimiliki oleh grup konglomerasi. **DVCXGROUP** = Interaksi antara DVC dan GROUP. **SIZE** = Ukuran perusahaan; logaritma natural (ln) penjualan bersih. **LEV** = Rasio *leverage*; total utang dibagi dengan total ekuitas. **ROA** = Rasio *return on asset*; pendapatan bersih dibagi total aset. **AVOID** = Variabel *dummy*; bernilai 1 jika $0\% < ROA < 2\%$. **MB** = *Market-to-book value*. Nilai pasar ekuitas dibagi dengan nilai buku ekuitas. **CGI** = Indeks tata kelola perusahaan dengan proksi peran dewan komisaris dan komite audit. **Year** = Indikator tahun.

4.4 Pengaruh *negative entrenchment effect* grup konglomerasi terhadap transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian operasional

Negative entrenchment effect melalui transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian operasional ditemukan saat suatu perusahaan adalah anggota grup konglomerasi seperti yang ditunjukkan dari variabel DVCXGROUP pada tabel 4.5 sehingga hipotesis 1b diterima. Salah satu alasan dipilihnya transaksi pihak berelasi operasional sebagai cara *tunneling* aset adalah, transaksi pihak berelasi operasional relatif lebih mudah dilakukan karena aktivitas *transfer pricing* serta penjualan dan pembelian hasil produksi atau bahan baku akan terjadi di sepanjang siklus akuntansi sebab berkaitan dengan kegiatan operasional perusahaan. Jika transaksi pihak berelasi non-operasional bernilai kecil, bisa dipastikan grup konglomerasi akan memilih transaksi non-operasional sebagai cara *tunneling* karena tingginya unsur subjektifitas (Kang et al, 2014). Akan tetapi, transaksi

pihak berelasi non-operasional biasanya bernilai tinggi dan material bahkan tidak jarang berpotensi mengandung benturan kepentingan (Sari, Djajadikerta, dan Baridwan, 2013) sehingga mengundang perhatian dari regulator serta pemegang saham non-pengendali (Kang et al, 2014).

Tabel 4.8: Hasil Uji Hipotesis 1b

Hipotesis:

Kepemilikan oleh grup konglomerasi memperkuat *negative entrenchment effect* transaksi pihak berelasi operasional.

Model:

$$RPT_O_i = \beta_0 + \beta_1 DVC_i + \beta_2 GROUP_i + \beta_3 DVC \times GROUP_i + \beta_4 SIZE_i + \beta_5 LEV_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 AVOID_i + \beta_8 MB_i + \beta_9 CGI_i + \sum Year_i + \varepsilon_i$$

Hipotesis 1b				
Variabel	Prediksi	RPT_O		
		Koefisien	Probabilita	Keterangan
Konstanta	+ / -	1.714	0.000	
DVC	+	-1.149	0.000	***
GROUP	+	0.020	0.324	
DVCXGROUP	+	0.630	0.064	*
SIZE	+	0.016	0.125	
LEV	+	0.004	0.000	***
ROA	-	0.244	0.069	*
AVOID	+	-0.104	0.084	*
MB	+ / -	-0.031	0.000	***
CGI	-	-0.002	0.275	
Year	+ / -	-0.003	0.470	
R-Squared		0.1622		
Prob > F		0.0000		

*** Signifikan pada level 1%, ** Signifikan pada level 5%, * Signifikan pada level 10%

Keterangan Tabel:

RPT_O = Nilai total transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian operasional. **DVC** = Rasio *control-ownership wedge* pemegang saham pengendali akhir; $(1+VR) / (1+CR)$. **GROUP** = Variabel *dummy*; bernilai 1 jika perusahaan dimiliki oleh grup konglomerasi. **DVCXGROUP** = Interaksi antara DVC dan GROUP. **SIZE** = Ukuran perusahaan; logaritma natural (ln) penjualan bersih. **LEV** = Rasio *leverage*; total utang dibagi dengan total ekuitas. **ROA** = Rasio *return on asset*; pendapatan bersih dibagi total aset. **AVOID** = Variabel *dummy*; bernilai 1 jika $0\% < ROA < 2\%$. **MB** = *Market-to-book value*. Nilai pasar ekuitas dibagi dengan nilai buku ekuitas. **CGI** = Indeks tata kelola perusahaan dengan proksi peran dewan komisaris dan komite audit. **Year** = Indikator tahun.

4.5 Analisis variabel kontrol

Variabel lain yang terbukti berpengaruh terhadap transaksi pihak berelasi adalah *leverage*, *return on asset*, *AVOID*, dan *market-to-book-value*. Untuk variabel *leverage* (LEV), meningkatnya transaksi pihak berelasi sejalan dengan peningkatan risiko keuangan saat sebagian besar pembiayaan perusahaan diperoleh dari utang. Hasil ini sesuai prediksi awal yaitu perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi cenderung melakukan manajemen laba melalui transaksi pihak berelasi.

Koefisien positif pada *return on asset* (ROA) menandakan perusahaan dengan kinerja baik cenderung tinggi melakukan transaksi pihak berelasi. Hasil konsisten dengan Kang et al (2014) dan dapat menjadi bukti bahwa perusahaan dengan kinerja baik dan buruk sama-sama memiliki peluang untuk melakukan manajemen laba melalui transaksi pihak berelasi. Sebaliknya, ketika ROA perusahaan di bawah 2%, transaksi pihak berelasi mengalami penurunan seperti yang terlihat pada koefisien variabel *AVOID* yang memiliki arah negatif.

Terdapat perbedaan arah koefisien antara prediksi dengan hasil regresi untuk variabel *AVOID*. Perbedaan tersebut diduga akibat dari sampel penelitian yang mengambil perusahaan di tahun 2012 dan 2013 dimana perusahaan yang kegiatan operasionalnya berupa ekspor produk masih mengalami tekanan dari krisis ekonomi global yang melanda kawasan Eropa di tahun 2010. Dampaknya adalah, perusahaan berbasis ekspor memiliki *return on asset* rendah saat melakukan transaksi dengan pihak eksternal terutama transaksi penjualan kepada pelanggan yang berdomisili di luar negeri. Jika melihat variabel *AVOID*, maka transaksi pihak berelasi sesuai dengan *efficient transaction hypothesis* seperti yang ditemukan oleh Chien dan Hsu (2010) yaitu transaksi pihak berelasi dapat mengurangi risiko keuangan saat terjadi *industry shock earning*.

Variabel *market-to-book-value* (MB) terbukti berpengaruh negatif terhadap total transaksi pihak berelasi dan transaksi pihak berelasi operasional. Temuan ini berbeda dengan Skinner dan Sloan (2002) dimana perusahaan dengan *market-to-book-value* tinggi cenderung melakukan transaksi pihak berelasi *abusive* untuk mencegah penurunan harga saham. Pengaruh negatif antara *market-to-book-value* konsisten dengan temuan Kang et al (2014) yang menyatakan ketika perusahaan memiliki peluang tinggi untuk tumbuh, maka keuntungan transaksi dengan pihak ketiga jauh lebih tinggi. Dari

hasil ini dapat terlihat bahwa perusahaan sebenarnya menganggap transaksi pihak berelasi bukan merupakan transaksi yang efisien.

5. KESIMPULAN, KETERBATASAN, SARAN DAN IMPLIKASI PENELITIAN

5.1 Kesimpulan

Struktur kepemilikan yang terkonsentrasi membuat konflik keagenan pada perusahaan di Indonesia terjadi antara pemegang saham pengendali dengan non-pengendali. Ketika hak kendali yang dimiliki besar, maka pemegang saham pengendali mampu mengarahkan kebijakan yang akan dijalankan oleh perusahaan. Inilah yang disebut *entrenchment effect*. *Entrenchment effect* dapat bersifat positif ketika tingginya hak kendali dapat meningkatkan fungsi pengawasan kepada manajemen yang berujung pada peningkatan nilai perusahaan. Di sisi lain, tingginya hak kendali berpeluang pada tindak ekspropriasi terutama jika hak kendali lebih tinggi dibandingkan dengan hak arus kas sehingga *entrenchment effect* akan bersifat negatif (*negative entrenchment effect*).

Penelitian ini melihat pengaruh *negative entrenchment effect* terhadap transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian. Hasil dari penelitian ini adalah, *negative entrenchment effect* berpengaruh negatif terhadap transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian sehingga dapat disimpulkan bahwa ekspropriasi hak pemegang saham non-pengendali tidak dilakukan melalui transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian.

Akan tetapi, penelitian ini berhasil membuktikan bahwa kepemilikan oleh grup konglomerasi memperkuat *negative entrenchment effect* baik pada total transaksi pihak berelasi maupun pada transaksi pihak berelasi penjualan-pembelian operasional. Ketika perusahaan dimiliki oleh grup konglomerasi, terdapat kemungkinan adanya praktek *tunneling* melalui transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian sebagai akibat dari diversifikasi usaha yang dilakukan oleh grup. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang membuktikan transaksi pihak berelasi di negara-negara dengan struktur kepemilikan perusahaan terkonsentrasi di bawah kendali grup perusahaan cenderung bersifat *abusive* dan berpeluang menyebabkan ekspropriasi hak pemegang saham non-pengendali.

5.2 Keterbatasan dan Saran

Berikut adalah keterbatasan yang ditemukan dalam penelitian ini serta saran untuk pengembangan penelitian selanjutnya.

1. Transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian hanya menggunakan informasi yang terdapat pada laporan keuangan bagian Catatan atas Laporan Keuangan dan tidak melihat transaksi benturan kepentingan yang terdapat pada publikasi yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia sebagaimana yang dilakukan oleh Sari, Djajadikerta, dan Baridwan (2014). Untuk penelitian selanjutnya, transaksi benturan kepentingan yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia dapat dimasukkan ke dalam komponen transaksi pihak berelasi non-operasional
2. Nilai transaksi pihak berelasi adalah transaksi pihak berelasi total dan tidak dilakukan pemisahan untuk transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian. Penelitian selanjutnya dapat melakukan regresi untuk masing-masing kategori transaksi pihak berelasi penjualan dan pembelian. Pemisahan ini membantu untuk menjelaskan variabel AVOID dan MB. Perusahaan dengan *return on asset* rendah dan *market-to-book ratio* tinggi kemungkinan cenderung memilih transaksi penjualan dengan pihak eksternal dibandingkan dengan transaksi pembelian karena memberikan insentif yang lebih tinggi.

5.3 Implikasi Penelitian

Bagi regulator

Persyaratan pengungkapan transaksi pihak berelasi yang terdapat pada PSAK 7 (Revisi 2010) dan Peraturan Bapepam-LK No.VIII. G. 7 Tahun 2000 sebenarnya telah cukup untuk mengurangi risiko ekspropriasi hak pemegang saham non-pengendali dari transaksi pihak berelasi yang bersifat *abusive*. Akan tetapi, dalam prakteknya, kualitas pengungkapan transaksi pihak berelasi di Indonesia masih rendah karena tidak semua poin dalam peraturan tersebut diungkapkan oleh emiten. Oleh karena itu, diperlukan adanya pengawasan dari regulator untuk memastikan seluruh elemen pengungkapan terkait transaksi pihak berelasi telah dipaparkan dengan lengkap.

DAFTAR REFERENSI

- Al Aggugi, A. F. 2014. *Analisis pengaruh tata kelola perusahaan dan kepemilikan keluarga terhadap hubungan transaksi pihak berelasi dengan nilai perusahaan.*(Unpublished undergraduate thesis). Program Sarjana Akuntansi, Universitas Indonesia, Depok.
- BDO. (2014, July 1). *IFRS at a Glance: IAS 24 Related Party Disclosures.* <http://www.bdointernational.com/Services/Audit/IFRS/IFRS%20at%20a%20Glance/Documents/IAS%2024.pdf>. [diakses pada tanggal 11/8/2014]
- Baek, J.S., Kang, J.K., & Park, K.S. (2004). Corporate Governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71, 265-313.
- Bertrand, M, Mehta., P, & Mullainathan, S. (2002). Ferreting out tunneling: An Application to Indian Business Groups. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 121-148.
- Chang, S., & Hong, J. (2000). Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intergroup resource sharing and internal business transactions. *Academic Management Journal*, 43 (3), 429-448.
- Chen, S., Wang, K., & Li, X. (2012). Product market competition, ultimate controlling structure, and related party transactions. *China Journal of Accounting Research*, 5, 293-306.
- Cheung, Y.L., Rau, P., & Stouraitis, A. (2006). Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong. *Journal of Financial Economics*, 82, 343-386.
- Chien, Y.C., & Hsu, J.C. (2010). The role of corporate governance in related party transactions. *SSRN Working Paper Series*. <http://search.proquest.com/docview/189859536?accountid=17242>. [diakses pada tanggal 12/8/2014]
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. (2000). The Separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial and Economics*, 58, 81-112.
- Claessens, S., & Fan, J. (2002). Corporate governance in Asia: a survey. *International Review of Finance*, 3(2), 71-103.
- Djankov, S., La Porta, F., Silanes, L., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self dealing. *Journal of Financial Economics*, 88 (3), 430-465.
- Fan, J.P.H., & Wong, T.J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 401-425.
- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2005). Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 329-360.
- Friedman, E., Johnson, S., & Mitton, T. (2003). Propping and tunneling. *Journal of Comparative Economics*, 31, 732-750.
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2012). *Standar Akuntansi Keuangan No. 1 Penyajian Laporan Keuangan Revisi 2009*. Jakarta: Ikatan Akuntan Indonesia.
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2012). *Standar Akuntansi Keuangan No. 7 Pengungkapan Pihak-Pihak Berelasi Revisi 2010*. Jakarta: Ikatan Akuntan Indonesia.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Joh, S.W. (2003). Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*, 68, 287-322.
- Johnson, S., La Porta, R., Silanes, L., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90 (1), 20-27.
- Jung, K., Kwon, S.Y. (2002). Ownership structure and earnings informativeness: Evidence from Korea. *International Journal of Accounting*, 37 (3), 301-325.

- Kang, M., Lee, H. Y., Lee, M. G., & Park, J. C. (2014). The association between related party transactions and control-ownership wedge: Evidence from Korea. *Pacific Basin Finance Journal*, 29, 272-296.
- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is group affiliation profitable in emerging markets. *Harvard Business Review*, 76, 323-329.
- Kim, J., & Yi, C. (2006). Ownership structure, business group affiliation, listing status, and earnings management: Evidence from Korea. *Contemporary Accounting Research*, 23 (2), 427-464.
- Kohlbeck, M., & Mayhew, B.W. (2010). Valuation of firms that disclose related party transactions. *Journal of Accounting Public Policy*, 29, 115-137.
- La Porta, R., Silanes, L., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Lins, K.V., & Servaes, H. (1999). International evidence on the value of corporate diversification. *Journal of Finance*, 54, 2215-2239.
- Lins, K.V., & Servaes, H. (2002). Is corporate diversification beneficial in emerging markets?. *Journal of Financial Management*, 31.
- Morck, R., Sheleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management and ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43, 657-722.
- Munir, S., Saleh, N. M., Jaffar, R., & Yatim, P. (2013). Family ownership, related party transactions, and earnings quality. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 9 (1), 129-153.
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). 2009. *Guide on Fighting Abusive Related Party Transactions in Asia*. <http://www.oecd.org>. [diakses pada tanggal 3/8/2014]
- Peng, W. Q., Wei, K. J. C., & Yang, Z. (2011). Tunneling or propping: Evidence from connected transactions in China. *Journal of Corporate Finance*, 17, 305-325.
- Riyanto, Y.E., & Toolsema, L. A. (2008). Tunneling and propping: A justification for Pyramidal Ownership. *Journal of Banking and Finance*, 32, 2178-2187.
- Sari, C.S., Djajadikerta, H.G., & Baridwan, Z. (2014). *Asset tunneling: Does corporate governance matter? Evidence from Indonesia*. Working Paper.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.
- Shin, H., & Park, Y.S. (1999). Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean Chaebols. *Journal of Corporate Finance*, 5, 169-194.
- Singetenta, D.A. 2012. *Analisis pengaruh kepemilikan keluarga terhadap hubungan transaksi pihak berelasi dengan nilai perusahaan*. (Unpublished undergraduate thesis). Program Sarjana Akuntansi, Universitas Indonesia, Depok.
- Skinner, D., Sloan, R. (2002). Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7, 289-312.
- Stein, J. (1997). Internal Capital Markets and the competition for corporate resources. *Journal of Finance*, 52, 111-133.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do a family ownership, control, and management affected firm value?. *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417
- Wild, J.J., Shaw, K. W., & Chiapetta, B. 2013. *Fundamental Accounting Principles 20th Edition*. McGraw-Hill Companies, Inc.
- Ying, Q., & Wang, L. (2013). Propping by controlling shareholders, wealth transfer, and firm performance: Evidence from Chinese listed companies. *China Journal of Accounting Research*, 6, 133-147.