

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Konflik keagenan yang terjadi di Indonesia berbeda dengan yang terjadi pada negara-negara di Amerika dan Eropa. Konflik keagenan yang terjadi di Amerika dan Eropa terjadi antara manajemen dengan pemegang saham (Tipe I), sedangkan konflik keagenan di Indonesia terjadi antara pemegang saham mayoritas (pengendali) dan pemegang saham minoritas (non-pengendali) (Tipe II) seperti yang disebutkan oleh (Villalonga & Amit, 2006). Hal ini disebabkan perbedaan struktur kepemilikan, Indonesia dan negara Asia lainnya memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi, sedangkan negara-negara di Amerika dan Eropa memiliki struktur kepemilikan tersebar. Kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi menimbulkan hak kontrol dan hak arus kas berada pada pihak tertentu sebagai pemegang saham pengendali, misalnya keluarga dan pemerintah. Penelitian yang dilakukan oleh (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002) mengenai struktur kepemilikan perusahaan di sembilan negara Asia menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan publik di Asia mempunyai struktur kepemilikan terkonsentrasi dalam kepemilikan keluarga.

Struktur kepemilikan terkonsentrasi (*pyramid structure*) menimbulkan potensi bagi pemegang saham pengendali untuk terlibat lebih jauh dalam pengelolaan perusahaan (La-Porta, Silanes dan Shleifer, 1999; Shleifer dan Vishny 1997) serta memiliki kemungkinan untuk melakukan transfer dana dari satu perusahaan ke perusahaan lain dengan tujuan menguntungkan pihak pemegang saham pengendali (Friedman, Johnson dan Mitton, 2003). (La-Porta, Lopez-de-silanes, Shleifer, & Vishny, 2000) menjelaskan bahwa pemegang saham pengendali mempunyai motivasi yang kuat untuk membuat transaksi

yang “tidak adil” untuk mengalihkan sumber daya perusahaan untuk meningkatkan kemakmuran sendiri. Kondisi seperti ini memberikan celah bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan praktik ekspropriasi yang akan merugikan pemegang saham minoritas. Salah satu cara yang biasa digunakan oleh pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi kekayaan pemegang saham non-pengendali, yaitu melalui transaksi pihak berelasi/*related party transaction* (RPT). RPT ini menjadi isu yang berkembang beberapa tahun terakhir (Cheung, Rau dan Stouraitis, 2006; Cheung, Qi, Rau, dan Stouraitis, 2009a) serta menjadi isu yang lebih dipertimbangkan pada negara-negara berkembang yang memiliki perlindungan investor yang rendah.

Salah satu bentuk ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas adalah *tunneling*. *Tunneling* adalah transfer aset dan keuntungan keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham mayoritas (Johnson, La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 2000), misalnya dengan kegiatan transaksi jual-beli barang dan jasa di luar harga pasar, penyewaan (*leasing*) aset maupun pemberian jaminan atas pinjaman yang dilakukan oleh perusahaan afiliasi. Beberapa hasil penelitian empiris yang mendeteksi adanya *tunneling* melalui RPT, antara lain, Nurazi, Santi dan Usman (2015), Johnson, *et al.* (2000), Friedman, *et al.* (2003), (Cheung, Jing, Lu, Rau, dan Stouraitis, 2009b), dan (Juliarto, Tower, Zahn, dan Rusmin, 2013). Transaksi pihak berelasi yang merugikan dapat dipandang sesuai dengan hipotesis konflik kepentingan yang merupakan salah satu dari konflik dari teori keagenan (Gordon, Henry, dan Palia, 2004).

Fenomena kasus yang terjadi di Indonesia terkait ekspropriasi yang merugikan pemegang saham minoritas salah satunya, yaitu kasus PT. Sumalindo Lestari Jaya Tbk (SULI) yang terjadi dalam rentang waktu tahun 2011-2013. Kasus ini berawal saat Deddy Hartawan Jamin selaku pemegang

saham minoritas merasa dirugikan atas pengalihan 60% saham anak usaha SULI, PT Sumalindo Hutani Jaya ke PT Tjiwi Kimia dengan harga yang tidak wajar dan murah. Deddy menganggap manajemen SULI mengabaikan asas *good corporate governance*, dan banyak mengabaikan keputusan hukum yang sudah berlaku sehingga merugikan banyak pihak (www.nasional.kontan.co.id dan www.liputan6.com). Perusahaan juga menyalahi prosedur dalam penjualan/pengalihan surat utang tanpa bunga atau *zero coupon bond* kepada Marshall Enterprise (MEL) dan melakukan kesalahan prosedur dalam mengajukan permohonan persetujuan pengalihan saham kepada Menteri Kehutanan tanpa didahului persetujuan RUPS SULI.

Selain itu, SULI juga melakukan penambangan batubara secara besar-besaran di area PT Sumalindo Hutani Jaya namun semua aktivitas penambangan dan keuntungannya tidak pernah dilaporkan dalam laporan keuangan perusahaan (www.liputan6.com). Hal tersebut memungkinkan terjadi karena adanya konspirasi antar direksi dan para pemegang saham mayoritas yang terkait dengan PT SULI. Presiden Direktur PT SULI pada tahun 2009 hingga 2010 adalah Amir Sunarko dengan Komisaris Utama Ambran Sunarko. Aris Sunarko, Ambran Sunarko, dan Amir Sunarko adalah kakak beradik kandung. Di sisi lain, pemegang saham mayoritas PT SULI adalah PT Sumber Graha Sejahtera (SGS) yang pemegang saham dan direksinya dikendalikan oleh Aris Sunarko yang juga kakak kandung dari Amir dan Ambran Sunarko. Fakta hubungan kekerabatan di antara direksi dan pengendali saham mayoritas PT SULI ini sangat memengaruhi semua kebijakan yang terjadi yang berorientasi kepada keuntungan sepihak dan sesaat juga telah merugikan kepentingan pemegang saham minoritas atau publik.

Pemegang saham minoritas, yaitu Deddy Hartawan Jamin (8,52% kepemilikan saham) dan Imam United Pte.Ltd (5,26% kepemilikan saham)

merasa dirugikan dan mengajukan gugatan pada manajemen, direksi, dan pemegang saham mayoritas SULI (PT Sumber Graha Sejahtera dengan induk PT Samko Timber LTD Singapore dan Hasan Sunarko). Perusahaan dianggap melakukan tindakan merugikan perusahaan sehingga mengalami kebangkrutan dan merugikan pemilik saham publik. Gugatan berupa ganti rugi materiil maupun immateriil sebesar Rp18,7 triliun serta meminta untuk melakukan audit oleh tim audit independen dari pemegang saham publik namun ditolak oleh SULI. Pada Desember 2013, pengadilan memutuskan tidak menerima gugatan atas perbuatan melawan hukum tersebut.

Dari kasus tersebut dapat disimpulkan bahwa masih rendahnya perlindungan terhadap hak-hak pemegang saham minoritas sehingga terjadi praktik ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas. Hal ini selaras dengan kenyataan bahwa Indonesia menganut sistem *civil law*, salah satu karakteristik negara yang menerapkan *civil law* adalah perlindungan hukum yang lemah terhadap pemegang saham (Hung, 2000). Untuk menghindari RPT yang cenderung merugikan pemegang saham minoritas, terdapat Peraturan BAPEPAM dan LK Nomor IX.E.1 tentang Transaksi Afiliasi dan Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu yang harus dilaporkan pada publik serta Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No.7 tentang Pengungkapan Pihak-Pihak Berelasi. Peraturan ini memberi pedoman bagi para emiten atas pengungkapan dan pelaporan transaksi yang memiliki sifat benturan kepentingan, termasuk pengungkapan dan pelaporan atas RPT.

Beberapa penelitian mengenai ekspropriasi mayoritas meneliti faktor-faktor apa saja yang dapat memengaruhi ekspropriasi, misalnya pengaruh struktur kepemilikan (La Porta, Silanes dan Shleifer, 1999; Shleifer dan Vishny, 1997; Lemmon dan Lins 2003), pengaruh selisih hak arus kas, dan hak kendali yang menyebabkan ekspropriasi lebih tinggi (Johnson, *et al.*, 2000; Claessens *et al.*,

2002; Baek, Kang dan Park, 2004), serta (Mustafa, Latif, dan Taliyang (2011) yang dalam penelitiannya menyimpulkan hasil bahwa dewan direksi independen meningkatkan risiko ekspropriasi, sedangkan profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan dapat menurunkan risiko ekspropriasi. Dari beberapa penelitian tersebut jarang yang fokus untuk meneliti faktor apa saja yang dapat menurunkan risiko ekspropriasi sehingga penelitian ini akan berfokus untuk meneliti faktor-faktor yang dapat menurunkan risiko ekspropriasi.

Banyak penelitian mengklaim masalah *tunneling* di Asia terjadi karena sistem tata kelola yang lemah dan struktur kepemilikan terkonsentrasi (Claessens, *et al.* 2000; Gao dan Kling 2008; La-Porta, Silanes dan Shleifer, 1999;). Berdasarkan teori agensi, masalah ekspropriasi dapat diatasi dengan mekanisme tata kelola yang baik. Beberapa penelitian yang fokus pada keefektifan tata kelola terhadap ekspropriasi masih terbatas dan hasilnya tidak konsisten. Yeh, Shu dan Su (2012), Gao dan Kling (2008), Hamid, Ting, dan Kweh (2016) menemukan bahwa praktik tata kelola dapat mencegah aktivitas *tunneling*, serta Lo, Wong dan Firth (2010) menyimpulkan bahwa kualitas tata kelola dapat menghalangi penggunaan manipulasi harga transfer pada transaksi penjualan pihak berelasi.

Sebaliknya, penelitian Juliarto, Tower, Zahn, dan Rusmin (2013) menyimpulkan bahwa mekanisme tata kelola berupa struktur kepemilikan asing, tata kelola tingkat nasional, serta direktur independen bukan faktor yang efektif untuk mengendalikan *tunneling*. Tidak terdukungnya mekanisme tata kelola dalam mengatasi *tunneling* tersebut dapat terjadi karena investor asing hanya fokus pada *profit taking*, dan tidak memedulikan potensi ancaman kelangsungan jangka panjang perusahaan oleh tindakan *tunneling*. Peraturan mengenai tata kelola di Asia belum berjalan efektif serta jumlah direktur independen yang ada hanya memenuhi jumlah syarat minimum dari peraturan yang ada sehingga

tidak dapat mengurangi *tunneling*. Selain itu, pengukuran *tunneling* yang diukur dengan pinjaman pada pihak berelasi dibagi dengan total aset kemungkinan masih belum dapat merepresentasikan indikasi *tunneling* dengan akurat.

Sari dan Taman (2011) menguji pengaruh mekanisme tata kelola pada pengendalian risiko *tunneling* pada aktivitas merger dan akuisisi yang memperoleh hasil bahwa penerapan tata kelola tidak mampu menurunkan kecenderungan *tunneling*, peneliti mengindikasikan penyebab tidak terdukungnya hipotesis disebabkan pengukuran tata kelola menggunakan struktur kepemilikan bukan efektivitas tata kelola. Begitu pula dengan penelitian Sari, Djajadikarta, dan Baridwan (2014) yang menyimpulkan bahwa secara keseluruhan mekanisme tata kelola (struktur kepemilikan, direktur independen, dan komite audit) pada perusahaan yang melakukan *tunneling* maupun tidak melakukan *tunneling* tidak dapat dibedakan sehingga mekanisme tata kelola bukan merupakan faktor yang efektif untuk mencegah *tunneling*. Penyebab mekanisme tata kelola tidak efektif dalam mencegah *tunneling* adalah karena lemahnya mekanisme tata kelola perusahaan yang terdaftar di BEI. Tidak terdukungnya mekanisme tata kelola dalam mencegah ekspropriasi diperkuat oleh Claessens dan Fan (2003) yang menyatakan bahwa mekanisme tata kelola konvensional di Asia (pengambilalihan dan dewan direksi) tidak cukup kuat untuk mengatasi masalah keagenan di Asia.

Dari beberapa hasil penelitian yang tidak konsisten tersebut, serta penyebab tidak terdukungnya mekanisme tata kelola berupa struktur kepemilikan serta direktur independen dalam mencegah *tunneling* maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian yang menguji kembali mekanisme tata kelola terhadap ekspropriasi. Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Hamid, *et al.* (2016) dan Lo, *et al.*, (2010) yang menguji pengaruh tata kelola terhadap ekspropriasi.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah bahwa pada penelitian sebelumnya mayoritas menguji secara individu komponen mekanisme tata kelola terhadap praktik ekspropriasi, maka pada penelitian ini ingin menguji secara keseluruhan mekanisme tata kelola sebagai satu kesatuan terhadap praktik ekspropriasi sehingga penelitian ini menggunakan skor tata kelola. Skor penilaian tata kelola yang digunakan akan dihitung dengan menggunakan pedoman yang dikembangkan oleh *Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI)* untuk dapat melihat lebih luas *proxy* tata kelola dibandingkan penelitian-penelitian sebelumnya sehingga akan bermanfaat untuk membuat *proxy* mekanisme tata kelola menjadi lebih baik.

Pada penelitian ini *proxy* ekspropriasi yang digunakan adalah transaksi penjualan pihak berelasi. *Proxy* ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Lo, *et al.* (2010). Untuk menjembatani ketidakkonsistenan hasil penelitian, penelitian ini menambahkan variabel moderasi berupa kebijakan dividen. Pemilihan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi disebabkan bahwa kebijakan dividen dapat menjadi mekanisme pengendalian yang efektif untuk mengurangi praktik ekspropriasi pemegang saham minoritas karena dapat menarik penggunaan kas yang tersedia bagi pemegang saham pengendali (Cesari, 2012). Selain itu, Faccio, M., Larry H. P. Lang, dan Young, L. (2001) menyatakan bahwa dividen berhubungan erat dengan masalah keagenan, dividen dapat berperan dalam membatasi ekspropriasi karena dapat memindahkan kekayaan perusahaan dari pengendalian pemegang saham pengendali. Penggunaan kebijakan dividen dalam mengatasi masalah keagenan juga didukung oleh penelitian Easterbrook (1984) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen dapat mengurangi biaya keagenan yang timbul akibat adanya kesenjangan antara prinsipal dan agen.

Penggunaan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi diharapkan dapat memperkuat pengaruh tata kelola terhadap praktik ekspropriasi dengan alasan bahwa semakin tingginya kebijakan dividen atau pengeluaran dividen untuk pemegang saham maka akan dapat mengurangi kas bebas yang ada diperusahaan sehingga mengurangi penggunaan kas oleh pemegang saham pengendali yang dapat digunakan sebagai bentuk ekspropriasi. Dengan penerapan tata kelola yang baik untuk menurunkan praktik ekspropriasi, maka kebijakan dividen dapat memperkuat pengaruh tersebut.

1.2 Motivasi Penelitian

Mayoritas perusahaan-perusahaan di Indonesia memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi sehingga dapat meningkatkan praktik ekspropriasi pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham minoritas yang akan merugikan pemegang saham minoritas. Untuk mengatasi hal tersebut, perlu dilakukan penelitian mengenai faktor apa yang dapat mengurangi praktik ekspropriasi. Di Indonesia sendiri masih belum banyak penelitian yang fokus untuk mencari faktor yang dapat mengurangi praktik ekspropriasi.

Menurut teori keagenan, tata kelola dapat mengurangi masalah keagenan seperti praktik ekspropriasi namun hasil penelitian empiris sebelumnya masih menunjukkan hasil yang konflik. Penelitian yang mendukung pengaruh tata kelola dapat mengurangi praktik ekspropriasi adalah Yeh, *et al.*, (2012), Gao dan Kling (2008), Lo, *et al.*, (2010) dan Hamid, *et al.*, (2016), sedangkan penelitian yang tidak mendukung pengaruh tata kelola dapat mengurangi praktik ekspropriasi adalah Sari, *et al.*, (2014), Sari dan Taman (2011) dan Juliarto, *et al.* (2013). Penelitian yang tidak mendukung peran tata kelola dalam mengurangi ekspropriasi berargumen bahwa tata kelola yang digunakan berupa struktur kepemilikan sehingga perlu menggunakan efektivitas tata kelola. Selain itu, juga

terdapat dugaan kurang efektifnya mekanisme tata kelola di Indonesia. Pada penelitian terdahulu di Indonesia masih menggunakan mekanisme tata kelola konvensional yang diuji secara individual tiap variabelnya sehingga belum ada yang menggunakan skor tata kelola untuk menilai mekanisme tata kelola secara keseluruhan.

Berdasarkan ketidakkonsistenan hasil penelitian sebelumnya serta alasan yang telah dikemukakan sebelumnya maka peneliti ingin melakukan pengujian kembali terkait pengaruh tata kelola terhadap praktik ekspropriasi dengan menambahkan variabel moderasi berupa kebijakan dividen yang diyakini berhubungan erat dengan masalah keagenan serta dapat digunakan sebagai mekanisme untuk perlindungan terhadap pemegang saham (Lee dan Xiao, 2002). Dengan menambahkan variabel moderasi kebijakan dividen diharapkan dapat menjadi mekanisme penunjang dalam memperkuat pengaruh negatif tata kelola terhadap ekspropriasi. Selain itu, berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang menguji secara individu komponen mekanisme tata kelola secara parsial maka penelitian ini menguji mekanisme tata kelola secara keseluruhan berupa skor tata kelola.

1.3 Rumusan Masalah

Mayoritas perusahaan di Indonesia memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi yang berpotensi terjadinya praktik ekspropriasi karena pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol dan hak arus kas lebih besar daripada pemegang saham non-pengendali, tentunya hal ini menyebabkan kerugian bagi pemegang saham non-pengendali. Untuk mengatasi hal tersebut, perusahaan perlu mengetahui faktor-faktor yang dapat menurunkan praktik ekspropriasi. Penelitian-penelitian sebelumnya mayoritas meneliti tentang faktor-faktor yang

dapat memengaruhi praktik ekspropriasi namun jarang yang fokus untuk meneliti faktor-faktor yang dapat mengurangi praktik ekspropriasi.

Mekanisme tata kelola dapat digunakan untuk mengatasi masalah keagenan misalnya ekspropriasi. Hal ini didukung oleh Yeh, *et al.* (2012), Gao dan Kling (2008), Hamid, *et al.* (2016) yang menemukan bahwa praktik tata kelola dapat mencegah aktivitas *tunneling* sebagai salah satu bentuk ekspropriasi. Sebaliknya, Juliarto, *et al.* (2013) menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan asing dan direktur independen sebagai mekanisme tata kelola bukan faktor yang efektif untuk mengendalikan *tunneling*. Oleh karena itu, perlu untuk diteliti kembali apakah manajemen perusahaan perlu menerapkan tata kelola untuk mengurangi praktik ekspropriasi yang dapat merugikan pemegang saham non-pengendali.

Berdasarkan fenomena di atas, masalah-masalah yang diangkat dalam penelitian ini dirumuskan dalam beberapa pertanyaan penelitian yang akan berusaha dijawab sebagai tujuan dari penelitian, yaitu sebagai berikut:

1. Apakah tata kelola berpengaruh terhadap praktik ekspropriasi?
2. Apakah kebijakan dividen dapat memperkuat pengaruh tata kelola terhadap praktik ekspropriasi?

1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian yang hendak dicapai dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Untuk menguji secara empiris pengaruh tata kelola terhadap praktik ekspropriasi
2. Untuk menguji secara empiris peran moderasi kebijakan dividen terhadap pengaruh tata kelola terhadap praktik ekspropriasi.

1.5 Kontribusi Penelitian

Penelitian ini dapat memberikan kontribusi, baik berupa kontribusi teori maupun kontribusi praktik, antara lain:

1.5.1 Kontribusi Teori

Hasil penelitian ini berkontribusi pada teori keagenan tipe II, yaitu teori yang membahas tentang konflik yang terjadi antara pemegang saham pengendali dan non-pengendali. Untuk mengatasi masalah keagenan khususnya mengenai praktik ekspropriasi pada perusahaan publik yang ada di Indonesia dapat dilakukan dengan menerapkan mekanisme tata kelola yang baik.

1.5.2 Kontribusi Praktik

Hasil penelitian yang menunjukkan mekanisme tata kelola dapat mengurangi praktik ekspropriasi dapat menjadi masukan bagi investor mengenai dampak risiko ekpropriasi pada perusahaan publik yang memiliki mekanisme tata kelola yang kurang baik yang dapat diketahui dari skor penilaian tata kelola serta dapat dijadikan sebagai salah satu dasar dalam pertimbangan keputusan investasi. Selain itu, hasil penelitian ini dapat menjadi masukan bagi manajemen perusahaan serta pemegang saham mayoritas dan minoritas agar semakin menyadari pentingnya penerapan aturan terkait ekspropriasi, seperti peraturan BAPEPAM dan LK No. IX.E.1 dan PSAK No.7.

1.5.3 Kontribusi Kebijakan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa mekanisme tata kelola dapat mengurangi praktik ekspropriasi. Hasil penelitian ini menjadi dasar bagi regulator, seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) serta Dewan Standar Akuntansi Keuangan untuk membuat peraturan yang dapat memberikan perlindungan

hukum kepada pemegang saham minoritas maupun investor dari tindakan ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali. Selain itu, hasil penelitian diharapkan dapat memperbaiki dan mengembangkan peraturan terkait perlindungan pemegang saham seperti BAPEPAM dan LK No. IX.E.1 mengenai Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu dan PSAK No.7 mengenai Pengungkapan Pihak-pihak Berelasi, serta peraturan mengenai penerapan tata kelola seperti Peraturan OJK No. 21 Tahun 2015 mengenai penerapan pedoman tata kelola perusahaan terbuka dan Undang-undang No. Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.