

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PRAKTIK EKSPROPRIASI DI INDONESIA

(Studi Pada Perusahaan Publik Yang Terdaftar di BEI)

Oleh:

Novita Ayu Chandra Dewi
novitayutjandra@gmail.com

Dosen Pembimbing:

Drs. Imam Subekti, M.Si., Ak., Ph.D.

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi faktor-faktor yang berpengaruh terhadap praktik ekspropriasi di Indonesia. Sampel ditentukan melalui *purposive sampling* dari dua industri di Bursa Efek Indonesia. Analisa terhadap praktik ekspropriasi dilakukan dengan menggunakan regresi linier berganda (*Ordinary Least Squares*). Variabel yang diuji antara lain konsentrasi kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, proporsi dewan komisaris independen, profitabilitas perusahaan, leverage perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan afiliasi perusahaan. Praktik ekspropriasi diproksikan melalui transaksi yang dilakukan antar pihak berelasi. Transaksi pihak berelasi diklasifikasikan ke dalam dua kelompok, yaitu transaksi penjualan antar pihak berelasi dan transaksi pembelian antar pihak berelasi. Hasil penelitian model pertama menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, dewan komisaris independen, leverage dan afiliasi perusahaan berpengaruh signifikan terhadap transaksi penjualan antar pihak berelasi, sedangkan variabel profitabilitas, pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap transaksi penjualan antar pihak berelasi. Hasil penelitian model kedua menunjukkan bahwa variabel profitabilitas, leverage dan afiliasi perusahaan berpengaruh signifikan terhadap transaksi pembelian antar pihak berelasi, sedangkan variabel kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, dewan komisaris independen dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap transaksi pembelian antar pihak berelasi.

Kata kunci: Ekspropriasi, Hak Pemegang Saham Minoritas, Transaksi Pihak Berelasi, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, komisaris independen, profitabilitas, leverage, pertumbuhan perusahaan, afiliasi perusahaan.

1. PENDAHULUAN

Manajer perusahaan selain memperhatikan laba perusahaan juga harus memperhatikan keuntungan yang diterima oleh pemegang saham. Hal ini disebabkan karena perusahaan memiliki keterkaitan dengan para pemegang saham. Pemegang saham diklasifikasikan menjadi dua kelompok, yaitu pemegang saham dengan persentase kepemilikan besar atau lebih dari 50% saham disebut sebagai pemegang saham pengendali atau pemegang saham mayoritas dan pemegang saham diluar itu disebut sebagai pemegang saham minoritas atau pemegang saham non-pengendali. Pemegang saham pengendali memiliki kekuatan dalam mengendalikan perusahaan. Pemegang saham pengendali memiliki hak untuk mengangkat pengurus perusahaan, mengendalikan perusahaan dan mengambil keputusan penting bagi keberlangsungan perusahaan tersebut. Termasuk dalam hak pemegang saham pengendali adalah menentukan gaji dan fasilitas yang diterima oleh para pejabat perusahaan dan menentukan keuntungan yang boleh dibagikan sebagai deviden bagi para pemegang saham (Dijo, 2010). Sebaliknya pemegang saham minoritas tidak memiliki hak atau otoritas sebagaimana pemegang saham pengendali. Hak atau keuntungan

yang dapat diterima bagi pemegang saham minoritas ini adalah deviden. Tetapi keputusan dalam menuntukan pembagian deviden secara mutlak dilakukan oleh pemegang saham pengendali. Umumnya, kebijakan deviden yang dipilih oleh para pemegang saham pengendali tersebut hanya membagikan sebagian kecil keuntungan yang diterima perusahaan. Selain itu pemegang saham minoritas memiliki keterbatasan dalam akses informasi dibandingkan dengan pemegang saham mayoritas (Dijo, 2010).

Perkembangan selanjutnya yang perlu diperhatikan adalah hak pemegang saham minoritas di Indonesia. Indonesia merupakan negara yang menerapkan hukumnya berdasarkan *civil law*. Salah satu karakteristik negara yang menerapkan *civil law* adalah perlindungan hukum yang lemah terhadap pemegang saham (Hung, 2000). Hak pemegang saham minoritas ini sering kali kurang mendapatkan perhatian khusus oleh pemegang saham mayoritas terkait dengan pengambilan keputusan dalam perusahaan. Hal ini disebabkan perseroan terbatas adalah persekutuan modal dan saham dikuasai oleh beberapa pihak. Fenomena ini menyebabkan kedudukan yang lemah bagi para pemegang saham minoritas karena porsi saham yang kecil. Terdapat perbedaan struktur kepemilikan anantara perusahaan di Asia dengan perusahaan di Amerika dan Eropa. Perusahaan di Amerika dan Eropa sebagian besar memiliki struktur kepemilikan yang tersebar sedangkan di Asia lebih terkonsentrasi. Kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi menimbulkan hak kontrol dan hak arus kas berada pada pihak tertentu sebagai pemegang saham pengendali, misalnya keluarga, pemerintah, institusi keuangan yang dimiliki secara luas dan lain-lain. Struktur kepemilikan yang terkonsentrasi di Indonesia identik dengan konglomerasi atau grup bisnis. Grup bisnis didefinisikan sebagai kelompok usaha yang dimiliki oleh satu atau beberapa keluarga. Kelompok usaha ini terdiri dari beberapa perusahaan yang terdaftar maupun yang tidak terdaftar di bursa efek. Kadang hubungan afiliasi ini juga kurang jelas dan sulit untuk dideteksi. Selain itu juga tidak menutup kemungkinan satu perusahaan menjadi anggota dari beberapa grup bisnis.

Struktur kepemimpinan terkonsentrasi (*pyramid structure*) menimbulkan potensi bagi pemegang saham pengendali untuk terlibat lebih jauh dalam pengelolaan perusahaan (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1999b; Shleifer & Vishny, 1997). Pemegang saham pengendali memiliki kemungkinan untuk melakukan transfer dana dari satu perusahaan ke perusahaan lain dengan tujuan menguntungkan pihak pemegang saham pengendali (Friedman, Johnson, & Mitton, 2003). Kepemilikan terkonsentrasi memungkinkan adanya pemisahan hak aliran kas dan hak pengendalian. Kondisi seperti ini memberikan celah bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan praktik ekspropriasi. Hak aliran kas (*cash flow rights*) merupakan klaim keuangan oleh pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1999a). Sedangkan hak kendali (*control rights*) merupakan hak pemegang saham biasa untuk memilih dewan direksi dan kebijakan perusahaan seperti penerbitan sekuritas, pemecahan saham, dan perubahan substansial dalam operasi perusahaan.

Ekpropriasi merupakan suatu proses penggunaan hak kontrol atau hak kendali seseorang untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri atau kelompok tertentu dengan cara distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 1999b). Praktik ekspropriasi berkaitan dengan transaksi antar pihak terkait yang disebut sebagai *Related Party Transactions* (RPTs). Kasus riil praktik ekspropriasi yang terjadi di Indonesia adalah kasus Bank Century Tbk. dengan Rober Tantular sebagai pemegang saham pengendali yang mengucurkan dana kredit bagi kedua perusahaan miliknya. Praktik ekspropriasi dapat terjadi karena adanya keterbatasan *civil law* yang ada di Indonesia sehingga berdampak pada kualitas perlindungan pemegang saham yang rendah. Negara yang memiliki kualitas perlindungan investasi yang rendah cenderung

memiliki banyak perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi dengan sistem piramida. Dengan adanya struktur kepemilikan yang terkonsentrasi cenderung menimbulkan pergeseran konflik keagenan yaitu konflik yang terjadi antara prinsipal dengan agen yang disebut sebagai masalah keagenan tipe I menjadi konflik antara pemegang saham pengendali bersama manajer dengan pemegang saham non-pengendali. Pergeseran konflik keagenan tersebut disebut sebagai masalah keagenan tipe II. Permasalahan dalam hubungan agensi berdampak pada pihak internal perusahaan, direktur dan pemegang saham pengendali akan memposisikan dirinya dalam penggunaan kekuasaannya untuk melakukan transaksi dalam hal perampasan kekayaan dari pihak stakeholder eksternal (Ryngaert & Thomas, 2007). Dengan adanya hal yang sedemikian rupa, pemegang saham minoritas dipandang sebagai sesuatu yang tidak penting dan tidak diperhitungkan oleh pemegang saham mayoritas.

Peningkatan praktik ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali menimbulkan efek kubu (*entrenchment effect*). *Entrenchment* merupakan suatu tindakan yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali yang dilindungi oleh hak kontrolnya untuk melakukan ekspropriasi. Berdasarkan riset yang dilakukan oleh Fan dan Wong (2002) menegaskan bahwa terdapat penurunan kredibilitas informasi akuntansi ketika para pemegang saham pengendali dilindungi oleh hak kontrolnya. Selain itu, pemegang saham pengendali memiliki insentif dalam melakukan pengawasan terhadap manajer dan memaksimalkan keuntungan ketika pemegang saham pengendali mempunyai hak aliran kas yang substansial. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali berkomitmen untuk tidak melakukan ekspropriasi atau dapat disebut sebagai efek keselarasan (*alignment effect*). *Alignment* merupakan suatu tindakan pemegang saham pengendali yang selaras dengan dengan kepentingan para pemegang saham non-pengendali.

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi faktor-faktor yang berpengaruh terhadap praktik ekspropriasi di Indonesia yang diprosikan melalui transaksi pihak berelasi. Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Mustafa, Latif dan Taliyang (2011) yang menginvestigasi faktor yang berpengaruh terhadap praktik ekspropriasi dan sejauh mana ekspropriasi terjadi di Malaysia. Kontribusi penelitian ini antara lain membuktikan secara empiris mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi praktik ekspropriasi, adanya tambahan variabel independen berupa afiliasi perusahaan yang bertujuan untuk memberikan gambaran perusahaan yang melakukan ekspropriasi dan transaksi pihak berelasi dalam penelitian ini diklasifikasikan menjadi dua kelompok yaitu transaksi penjualan dan pembelian antar pihak berelasi.

Struktur artikel ini adalah sebagai berikut. Sesi 2 berupa penjelasan tentang beberapa literature yang relevan. Sesi 3 mendiskusikan pengembangan hipotesis, pengukuran variabel-variabel, pengumpulan data dan analisis yang digunakan dalam penelitian ini. Sesi 4 merupakan hasil dan temuan dari penelitian ini. Sesi terakhir merupakan kesimpulan dari penelitian.

2. TINJAUAN PUSTAKA

Perusahaan dapat melakukan transaksi antar pihak berelasi karena dengan transaksi tersebut dapat memberikan hasil kepada perusahaan. Salah satu hasil yang diperoleh oleh perusahaan adalah mendapatkan dan memberikan aset-aset yang substansial kepada pihak terkait. Hubungan pihak terkait dapat terjadi ketika suatu pihak mengikat pihak lain yang, dimana pihak tersebut memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak lainnya atau memberikan pengaruh yang signifikan atas pihak lain dalam membuat keputusan. Namun transaksi antar pihak terkait dipandang sebagai sesuatu yang merugikan bagi pemegang saham eksternal. Karyawan, direktur dan pemegang saham besar menempati posisi yang baik untuk menggunakan pengaruhnya dalam melakukan transaksi yang bersifat mengekspropriasi kekayaan dari pemegang saham eksternal (Ryngaert, 2007).

Ekspropriasi dapat dijelaskan dari perspektif teori keagenan (*agency theory*). Dalam kerangka teori keagenan terdapat tiga macam hubungan, yaitu 1) hubungan antara pemegang saham dengan manajemen, 2) hubungan antara pemegang saham dengan kreditur, dan 3) hubungan antara manajemen dengan pemerintah. Eisenhardt (1989) menjelaskan asumsi sifat dasar manusia sebagai dasar dalam pengembangan teori keagenan. Asumsi sifat dasar manusia tersebut antara lain 1) setiap individu dalam melakukan tindakan bertujuan untuk memaksimalkan kepentingan pribadi (*self interest*), 2) individu memiliki daya pikir yang terbatas mengenai persepsi di masa mendatang (*bounded rationality*) dan 3) individu cenderung menghindari risiko (*risk averse*).

Konsentrasi kepemilikan menyebabkan adanya pemegang saham besar yang mengendalikan perusahaan yang disebut sebagai pemegang saham pengendali. Pemegang saham pengendali diklasifikasikan ke dalam lima kategori yaitu 1) keluarga, 2) pemerintah, 3) institusi keuangan dengan kepemilikan luas, 4) perusahaan dengan kepemilikan luas dan 5) pemegang saham pengendali lainnya (misalnya investor asing) (Claessens, et al., 2000; Faccio & Lang, 2002; Porta, et al., 1999). Terdapat tiga penelitian yang telah dilakukan terkait dengan struktur kepemilikan yaitu penelitian yang dilakukan oleh Porta, Silanes dan Shleifer (1999), Claessens, Djankov dan Lang (2000) dan penelitian yang dilakukan oleh Faccio dan Lang (2002). Ketiga penelitian tersebut menggunakan pisah batas hak kontrol dalam menguji struktur kepemilikan. Hak kontrol adalah hak suara untuk dapat ikut serta dalam menentukan kebijakan perusahaan (Porta, et al., 1999). Dari ketiga penelitian tersebut mengindikasikan struktur kepemilikan terkonsentrasi hampir terjadi pada seluruh negara di dunia kecuali Amerika Serikat, Inggris dan Jepang.

Mekanisme yang pada umumnya dilakukan oleh pemegang saham pengendali dalam mengendalikan perusahaan lain ada dua, yaitu kepemilikan piramida (*pyramidal ownership*) dan kepemilikan lintas perusahaan (*cross-holding company*). Kepemilikan piramida adalah kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain, baik melalui perusahaan publik maupun non-publik. Struktur kepemilikan piramida banyak dianut oleh negara-negara berkembang (Porta, et al., 1999). Dengan pisah batas hak kontrol 20%, Porta, et al., (1999) menemukan bahwa struktur kepemilikan piramida paling tinggi terjadi di Belgia (79%), Israel dan Swedia (53%). Sedangkan Claessens, et al., (2000) dengan tingkat pisah batas hak kontrol yang sama mengindikasikan bahwa negara dengan struktur kepemilikan tertinggi adalah Indonesia (67%) dan Singapura (55%). Sedangkan untuk kawasan Eropa, struktur kepemilikan piramida paling tinggi di negara Norwegia (34%) dan Belgia (25%) (Faccio & Lang, 2002). Lintas kepemilikan adalah kepemilikan pemegang saham pengendali terhadap dua atau lebih perusahaan yang saling memiliki antara yang satu dengan yang lainnya. Dengan menggunakan pisah batas hak kontrol 20%, Porta, et al., (1999) menyatakan 3% perusahaan publik adalah perusahaan lintas kepemilikan. Sedangkan Claessens, et al., (2000) dan Faccio dan Lang (2002) menyatakan 10% perusahaan publik di Asia dan 1% perusahaan publik di Eropa adalah perusahaan lintas kepemilikan. Struktur kepemilikan terkonsentrasi merupakan konsekuensi atas lemahnya perlindungan terhadap pemegang saham minoritas (Porta, et al., 1999).

Ekspropriasi merupakan suatu proses pemanfaatan hak kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan suatu individu dengan melakukan distribusi kekayaan dari pihak lain. Cara yang dapat dilakukan dalam praktik ekspropriasi misalnya pemegang saham pengendali berusaha untuk memperkaya dirinya sendiri dengan tidak membayarkan deviden kepada pemegang saham minoritas, mentransfer keuntungan ke perusahaan lain yang juga berada dibawah kendalinya

(Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 1999a) dan juga melakukan transaksi penjualan dan pembelian dengan pihak berelasi. Terdapat beberapa kebijakan yang dapat memicu ekspropriasi misalnya kebijakan operasi perusahaan (gaji, tunjangan yang tinggi, bonus dan kompensasi yang besar, dana pension yang tinggi dan tidak membagikan deviden), kebijakan kontraktual antar perusahaan (harga transfer yang lebih murah pada perusahaan sepengendali, penjualan aktiva yang lebih murah daripada harga pasar kepada perusahaan sepengendali), kebijakan *freezing out* (menjual saham perusahaan kepada pihak lain yang masih terkait dengan pemegang saham pengendali dengan harga dibawah harga pasar).

Claessens, et al., (1999a) melakukan penelitian terhadap perusahaan di Asia Timur yang rawan terhadap praktik ekspropriasi dengan mengukur dampak pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol. Hasil penelitian menunjukkan hak aliran kas oleh perusahaan kepemilikan terkonsentrasi lebih tinggi daripada perusahaan dengan kepemilikan tersebar. Hal ini mengindikasikan terjadinya praktik ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Penelitian yang dilakukan oleh Cheung, Rau & Stouraitis (2006) dan Cheung, Jing, Lu, Rau & Stouraitis (2009) juga melakukan investigasi terhadap praktik ekspropriasi melalui transaksi dengan pihak terkait. Cheung, Rau & Stouraitis (2006) menginvestigasi tipe transaksi antar pihak terkait yang mengindikasikan adanya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas pada perusahaan publik di Hongkong. Sedangkan penelitian selanjutnya, Cheung, Jing, Lu, Rau & Stouraitis (2009) menginvestigasi praktik ekspropriasi melalui *tunneling* pada perusahaan publik di China. *Tunneling* merupakan suatu kondisi pada saat perusahaan menerima kas atau pinjaman dari pihak terkait atau dari pemegang saham pengendali. Misalnya, jika perusahaan melakukan akuisisi aset, barang atau jasa dari pihak terkait dengan harga dibawah harga pasar, maka transaksi ini dapat mengindikasikan tunneling (Cheung, et al., 2009). Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa tunneling lebih sering dilakukan oleh perusahaan publik di China disertai dengan minimalisasi pengungkapan informasi terkait dengan transaksi antar pihak terkait. *Tunneling* adalah pengalihan keluar atas aset dan keuntungan dari perusahaan anak untuk kepentingan perusahaan induk atau sebaliknya dengan tujuan memberikan keuntungan bagi pemegang saham pengendali (Johnson, Porta, Lopez-de-silanes, & Shleifer, 2000). Terdapat dua bentuk *tunneling* yaitu 1) pemegang saham pengendali memindahkan sumber daya perusahaan untuk kepentingan sendiri melalui transaksi pihak terkait yang dapat diatur sedemikian rupa atau dengan *self-dealing transaction* dan 2) pemegang saham pengendali dapat meningkatkan porsi sahamnya tanpa memberikan kontribusi aset apapun bagi perusahaan (saham dilutif).

Transaksi antar pihak berelasi adalah transaksi yang dilakukan antara perusahaan dengan *insiders*-nya atau afiliasinya (Chhaochharia & Grinstein, 2007). Transaksi antar pihak terkait merupakan salah mekanisme potensial bagi pihak intern perusahaan untuk melakukan tindakan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas melalui pengambilan keputusan secara sepihak (*self-dealing*). Transaksi antar pihak terkait (RPT) dapat terjadi dikarenakan adanya kontrak yang dilakukan antara direktur dengan pemegang saham mayoritas atau perusahaan lain yang masih dalam hubungan afiliasi. Sehingga pihak tersebut memiliki pengaruh terhadap transaksi untuk memaksimalkan kekayaan pribadi. Transaksi antar pihak terkait ini dinilai merugikan pihak pemegang saham minoritas. Namun tidak semua RPT mengindikasikan praktik ekspropriasi. Bagi beberapa pihak ada yang berpendapat bahwa RPT merupakan tindakan yang membahayakan pemegang saham minoritas, tetapi bagi pihak tertentu RPT memberikan beberapa manfaat (Ryngaert & Thomas, 2007). Ryngaert & Thomas (2007) mengklasifikasikan transaksi pihak berelasi menjadi dua berdasarkan waktu pelaksanaannya, yaitu transaksi *ex-ante* dan transaksi *ex-post*. Transaksi *ex-ante* didefinisikan sebagai transaksi yang terjadi ketika suatu

perusahaan melakukan transaksi dengan pihak terafiliasi sebelum perusahaan tersebut terdaftar di bursa saham atau dengan kata lain belum menjadi perusahaan publik atau pihak terafiliasi tersebut belum sah menjadi pihak terkait perusahaan. Sedangkan transaksi *ex-post* adalah transaksi yang dilakukan setelah perusahaan terdaftar sebagai perusahaan publik dan pihak lain telah sah sebagai pihak terkait dengan perusahaan.

Transaksi dengan pihak terkait umumnya dilakukan oleh direksi atau pemegang saham pengendali dengan pihak terkait diantara mereka sendiri dengan menggunakan wewenangnya dalam mempengaruhi kondisi transaksi agar sesuai dengan tujuan pribadi. Transaksi seperti ini juga akan memberikan peluang pada pemegang saham pengendali untuk mengambil alih kekayaan pemegang saham nonpengendali (*tunneling*) yang secara langsung mengeskpropriasi pemegang saham nonpengendali. Transaksi tersebut dilakukan antara lain melalui keputusan untuk membeli aset diatas harga pasar maupun tidak ada nilai tambah strategis bagi operasi perusahaan (E. A. Gordon & Henry, 2005). Dengan demikian, transaksi antar pihak terkait dapat menyebabkan penyimpangan kegiatan perusahaan yang menghambat upaya memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham nonpengendali.

Transaksi pihak berelasi dapat menyebabkan penyimpangan kegiatan perusahaan sehingga dapat menghambat upaya memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham non-pengendali (Dyanty, Utama, Rossieta, & Veronica, 2012). Transaksi pihak berelasi yang merugikan dapat dipandang sesuai dengan hipotesis konflik kepentingan yang merupakan salah satu dari konflik dari teori keagenan (E. A. Gordon & Henry, 2005). Selain itu juga transaksi antar pihak berelasi memiliki dua hipotesis yang bertolak belakang, yaitu transaksi pihak berelasi sebagai transaksi oportunistis atau sebagai transaksi yang efisien (A. E. Gordon, Henry, & Palia, 2004). Sebagai transaksi yang oportunistis, transaksi yang dilakukan antar pihak berelasi menyebabkan benturan kepentingan yang konsisten dengan teori keagenan, sebagaimana yang diungkapkan oleh Berle dan Means (1932) dan Jensen dan Meckling (1976). Transaksi pihak berelasi dapat digunakan sebagai alat untuk mengekspropriasi sumber daya perusahaan. Disisi lain, transaksi pihak berelasi dipandang sebagai transaksi efisiensi, dimana konsep ini dikembangkan oleh Coase (1937) dan Williamson (1975) yang menyatakan bahwa transaksi pihak berelasi tidak merugikan dan bahkan dapat memberikan manfaat terhadap pemegang saham (Chang & Hong, 2000; Jian & Wong, 2010; Khanna & Palepu, 2000; Stein, 1997).

Terdapat beberapa transaksi pihak berelasi yang mengarah pada praktik ekspropriasi misalnya, akuisisi aset yang dilakukan oleh perusahaan publik dari pihak terkait, penjualan aset dari perusahaan publik kepada pihak terkait, penjualan ekuitas oleh perusahaan publik kepada pihak terkait, hubungan perdagangan antara perusahaan publik dengan pihak terkait (misalnya transaksi penjualan barang dan jasa), pembayaran kas secara langsung atau penjaminan hutang oleh perusahaan publik kepada pihak terkait. Selain itu, terdapat transaksi yang tidak mengarah pada praktik ekspropriasi tetapi hanya memberikan keuntungan bagi perusahaan publik. Transaksi tersebut antara lain penerimaan kas oleh perusahaan publik (disebut sebagai *propping up*) dan transaksi yang terjadi antara perusahaan publik dengan anak perusahaannya. Transaksi yang sekiranya rasional dan tidak mengarah pada praktik ekspropriasi misalnya pengambilalihan dimana pihak terkait merupakan perusahaan publik yang membentuk formasi kerja *joint venture* (Cheung, et al., 2006).

3. METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Pengembangan Hipotesis

3.1.1 Konsentrasi Kepemilikan Institusional

Struktur kepemilikan perusahaan yang menyebar dapat memberikan kekuatan yang signifikan kepada manajer untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya dan bukan untuk kepentingan para pemegang saham dan hal ini akan memberikan pengaruh pada nilai pemegang saham yang tidak maksimal (Berle & Means, 1933). Penelitian terkait dengan konsentrasi kepemilikan pertama kali dilakukan oleh La-Porta, Silanes dan Shleifer (1999), hasil dari penelitian tersebut menunjukkan adanya suatu gambaran yang berbeda terkait dengan struktur kepemilikan perusahaan modern yang dilakukan oleh Berle dan Means pada tahun 1933. Berle dan Means menginvestigasi perusahaan yang berada di United States dimana sebagian besar kepemilikan perusahaan di negara tersebut tersebar. Sedangkan di luar United States, terutama pada negara yang memiliki perlindungan terhadap pemegang saham masih lemah, kepemilikan perusahaan cenderung terkonsentrasi. Penelitian lain dilakukan oleh Santiago dan Brown (2007) dalam menginvestigasi 97 perusahaan di Amerika Latin (Chili, Brazil dan Meksiko) mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan terkonsentrasi maka semakin besar pula potensi praktik ekspropriasi atas hak pemegang saham minoritas. Selain itu penelitian lain dilakukan oleh Berkman, Cole dan Fu (2009) pada perusahaan publik di China mengindikasikan bahwa kepemilikan terkonsentrasi memiliki potensi untuk melakukan praktik ekspropriasi atas hak pemegang saham minoritas. Bagaimanapun, hal ini juga dikuatkan oleh Claessens, et al. (1999b) bahwa belum ditemukannya bukti terkait praktik ekspropriasi pada perusahaan publik dengan struktur kepemilikan tersebar. Dengan demikian hipotesis yang dapat diajukan oleh peneliti adalah

H1a: Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap transaksi RP Sales pada perusahaan publik di Indonesia.

H1b: Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap transaksi RP Purchase pada perusahaan publik di Indonesia.

3.1.2 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang berbeda terhadap praktik ekspropriasi yang terjadi pada perusahaan publik. Dalam hal ini ukuran perusahaan dilihat dari total aset yang dimiliki oleh perusahaan, yang dapat digunakan untuk kegiatan operasi perusahaan. Jika sebuah perusahaan memiliki total aset yang besar, maka pihak manajemen cenderung lebih leluasa dalam menggunakan aset perusahaan tersebut. Penelitian mengenai pengaruh ukuran perusahaan terhadap praktik ekspropriasi telah diteliti oleh Berkman, et al. (2009) dimana dalam hasil penelitian tersebut menemukan bahwa semakin kecil perusahaan maka semakin kecil pula dilakukan praktik ekspropriasi. Hal ini konsisten dengan hipotesis bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi peluang untuk dilakukannya praktik ekspropriasi. Sesuai dengan sudut pandang teoritis yang dinyatakan oleh Ahmed dan Courtis (1999) bahwa ukuran perusahaan diharapkan berpengaruh positif dengan tingkat ekspropriasi. Dari beberapa penelitian terkait dengan pengaruh ukuran perusahaan terhadap praktik ekspropriasi, maka hipotesis yang dapat dirumuskan oleh peneliti adalah

H2a: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap transaksi RP Sales pada perusahaan publik di Indonesia.

H2b: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap RP Purchase pada perusahaan publik di Indonesia.

3.1.3 Proporsi Dewan Komisaris Independen

Dari sudut pandang pemegang saham minoritas, mereka membutuhkan dewan komisaris yang tidak memiliki keterkaitan langsung (independen) dengan perusahaan untuk menjamin kepentingannya. Para pemegang saham minoritas menaruh kepercayaan terhadap dewan

komisaris independen yang berperan sebagai lawan dari dewan komisaris yang memiliki keterikatan dengan manajemen perusahaan (dependen). Secara teoritis, semakin besar persentase dewan bebas maka semakin bagus tata kelola perusahaan dan semakin kecil tingkat ekspropriasi yang terjadi pada perusahaan (Kim, et al., 2007). Penelitian yang dilakukan oleh Jaggi, Leung dan Gul (2009) terkait pengaruh dewan komisaris terhadap manajemen laba menemukan bahwa ada pengaruh antara dewan komisaris independen dan jumlah dewan komisaris secara keseluruhan. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin kecil persentase dewan komisaris independen maka tidak adanya pengawasan yang efektif yang dapat membatasi praktik manajemen laba. Jika dikaitkan dengan ekspropriasi, maka semakin kecil persentase dewan komisaris independen, tingkat ekspropriasi semakin tinggi. Penelitian lain juga dilakukan oleh Santiago dan Brown (2007) yang dilakukan di Amerika Latin menemukan tidak ada hubungan antara dewan komisaris dan praktik ekspropriasi. Hal ini dapat terjadi disebabkan adanya perbedaan karakteristik dewan komisaris yang berpengaruh secara tidak langsung terhadap praktik ekspropriasi. Praktik ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas dapat terjadi jika tata kelola dalam suatu perusahaan kurang efektif. Efektivitas tata kelola perusahaan dipengaruhi oleh komposisi dewan komisaris, apalagi pada perusahaan di Asia yang pada umumnya berbentuk grup bisnis. Dengan demikian hipotesis yang dapat dirumuskan oleh peneliti adalah

H3a: Dewan Komisaris Independen berpengaruh negatif terhadap transaksi RP Sales pada perusahaan publik di Indonesia.

H3b: Dewan Komisaris Independen berpengaruh negatif terhadap transaksi RP Purchase pada perusahaan publik di Indonesia.

3.1.4 Profitabilitas Perusahaan

Profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi bagi para pemegang saham. Selain itu, tingkat profitabilitas yang tinggi juga disinyalir akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan. Tingkat profitabilitas dapat menunjukkan seberapa baik pengelolaan manajemen perusahaan, sehingga semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu perusahaan maka diharapkan akan semakin kecil praktik ekspropriasi yang terjadi pada perusahaan (Berkman, et al., 2009). Namun hasil penelitian yang diperoleh Berkman, et al. (2009) menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin besar nilai yang dapat diekspropriasi. Penelitian lain juga dilakukan oleh Mustafa, Latif dan Taliyang (2011) pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek Malaysia menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang rendah justru akan cenderung melakukan praktik ekspropriasi. Dengan kata lain, semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka memberikan manfaat kepada perusahaan untuk mengurangi potensi dilakukannya ekspropriasi hak pemegang saham minoritas di Malaysia. Dengan demikian hipotesis yang dapat dirumuskan oleh peneliti adalah

H4a: Tingkat profitabilitas berpengaruh negatif terhadap transaksi RP Sales pada perusahaan publik di Indonesia.

H4b: Tingkat profitabilitas berpengaruh negatif terhadap transaksi RP Purchase pada perusahaan publik di Indonesia.

3.1.5 Leverage Perusahaan

Leverage dapat diartikan sebagai indikator yang menunjukkan tingkat risiko yang melekat pada suatu perusahaan. Artinya semakin tinggi tingkat hutang suatu perusahaan maka semakin tinggi tingkat risiko investasinya. Semakin tinggi tingkat hutang suatu perusahaan maka hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut tidak mampu untuk melakukan pelunasan hutang karena total hutang lebih besar daripada total aset yang dimiliki oleh perusahaan tersebut

(Horne 1997).Faccio, Lang & Young (2007) meregresikan hutang yang terdapat dalam indeks perusahaan untuk mendeteksi praktik ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali. Semakin tinggi rasio hutang maka akan memberikan kendali sumber daya yang lebih besar kepada pemegang saham pengendali untuk diambil alih (expropriate). Hutang dapat digunakan untuk membatasi praktik ekspropriasi di perusahaan dengan struktur kepemilikan tersebar sebagaimana di Amerika, namun hutang juga dapat memfasilitasi praktik ekspropriasi pada perusahaan dengan struktur kepemilikan piramida sebagaimana perusahaan yang berada di wilayah Eropa dan Asia.

Bunkanwanicha, Gupta & Rokhim (2008) melakukan penelitian terkait dengan hubungan antara hutang dan tata kelola perusahaan pada negara berkembang dengan menggunakan data perusahaan yang terdaftar di Thailand dan Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat keterkaitan antara struktur hutang dengan tata kelola perusahaan. Beliau menemukan bahwa semakin tinggi tata kelola perusahaan dengan indikator *entrenchment effect* yang kecil, cenderung memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi. Dengan demikian, penelitian tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan dengan tingkat leverage yang lebih tinggi maka akan semakin memiliki kesempatan yang kecil untuk melakukan praktik ekspropriasi. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang diungkapkan oleh Jensen (1986) bahwa perusahaan yang tidak mampu untuk membayar deviden dikarenakan memiliki tingkat hutang yang tinggi cenderung memiliki tingkat ekspropriasi pemegang saham minoritas yang lebih kecil. Dengan demikian hipotesis yang dapat dirumuskan oleh peneliti adalah

H5a: Tingkat leverage berpengaruh negatif terhadap transaksi RP Sales pada perusahaan publik di Indonesia.

H5b: Tingkat leverage berpengaruh negatif terhadap transaksi RP Purchase pada perusahaan publik di Indonesia.

3.1.6 Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan sebuah indikator yang menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu untuk meningkatkan ukuran perusahaan. Suatu perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung membutuhkan dana yang besar yang diperoleh dari eksternal perusahaan dan melakukan pembuatan keputusan terkait dengan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan (Rajan & Zingales, 1998).Berkman, et al., (2009) yang mengindikasikan bahwa kesempatan pemegang saham pengendali untuk melakukan praktik ekspropriasi cenderung lebih besar pada perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih lemah. Selain itu juga *tunneling* mengindikasikan dapat mengurangi pertumbuhan aset dimana hal tersebut akan berpengaruh pada kesempatan pertumbuhan suatu perusahaan. Pertumbuhan perusahaan diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan yang timbul antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Dengan kata lain, pertumbuhan perusahaan diharapkan dapat mengurangi terjadinya praktik ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham minoritas. Singkatnya, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi didominasi oleh pemegang saham minoritas (outside stakeholder) sedangkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah didominasi oleh pemegang saham pengendali (Akhtaruddin & Hossain, 2008). Dengan demikian hipotesis yang dapat dirumuskan oleh peneliti adalah

H6a: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap transaksi RP Sales pada perusahaan publik di Indonesia.

H6b: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap transaksi RP Purchase pada perusahaan publik di Indonesia.

3.1.7 Afiliasi Perusahaan

Perusahaan afiliasi (*affiliated company*) adalah perusahaan yang secara efektif dikendalikan oleh perusahaan lain, atau tergabung dengan perusahaan atau beberapa perusahaan lain karena kepentingan atau kepemilikan atau pengurus yang sama. Dalam melaksanakan proses bisnisnya, tidak jarang perusahaan melakukan transaksi afiliasi. Transaksi afiliasi adalah transaksi yang dilakukan oleh perusahaan atau perusahaan terkendali dari perusahaan atau afiliasi dari anggota Direksi, anggota Dewan Komisaris atau pemegang saham utama perusahaan. Transaksi afiliasi dapat memicu benturan kepentingan (*conflict of interest*) dan transaksi seperti ini berpotensi untuk merugikan pemegang saham, terutama pemegang saham minoritas. Hal ini dapat disebabkan karena pengelolaan perusahaan dilakukan secara tidak benar dan perusahaan tersebut tidak menerapkan tata kelola yang baik. Tata kelola perusahaan juga dipengaruhi oleh latar belakang perusahaan itu sendiri. Perusahaan yang berlatar belakang dari perusahaan keluarga yang belum memisahkan fungsi pengelolaan dan kepemilikan perusahaan membuat para pemegang saham tidak dapat menggunakan haknya dengan benar sehingga membuat potensi tindakan yang mengandung konflik kepentingan semakin besar, terutama transaksi afiliasi.

Khusus mengenai transaksi afiliasi, penerapan tata kelola perusahaan bertujuan dan bermanfaat untuk memberikan perlindungan terhadap kepentingan para pemegang saham sebagai pihak yang dirugikan apabila dalam transaksi tersebut mengandung benturan kepentingan yang dapat merugikan pemegang saham. Transaksi afiliasi yang tidak dikelola dengan baik, akan memicu terjadinya praktik ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas. Perlindungan kepentingan pemegang saham (minoritas) terhadap benturan kepentingan dalam transaksi afiliasi salah satunya dengan menerapkan tata kelola perusahaan yang baik. Dengan adanya tata kelola perusahaan yang baik, maka kerugian yang diakibatkan oleh adanya benturan kepentingan dalam suatu transaksi afiliasi dapat dihindarkan. Dengan demikian hipotesis yang dapat dirumuskan oleh peneliti adalah

H7a: Afiliasi perusahaan berpengaruh negatif terhadap transaksi RP Sales pada perusahaan publik di Indonesia.

H7b: Afiliasi perusahaan berpengaruh negatif terhadap transaksi RP Purchase pada perusahaan publik di Indonesia.

3.2 Pengukuran Variabel

3.2.1 Variabel Dependen

Mengukur ekspropriasi pemegang saham minoritas dapat menjadi suatu hal yang rumit karena adanya beberapa definisi dari praktik ekspropriasi itu sendiri. Sehingga dalam penelitian ini menggunakan transaksi pihak terkait untuk merepresentasikan ekspropriasi terhadap pemegang saham secara tidak langsung. Penelitian ini mengikuti penelitian Cheung et al. (2006) dalam mengidentifikasi transaksi pihak terkait yang dapat mengindikasikan praktik ekspropriasi. Penelitian ini hanya menggunakan beberapa dari Panel A sebagai proksi atas transaksi yang terindikasi praktik ekspropriasi, transaksi tersebut antara lain akuisis aset oleh perusahaan terdaftar dari pihak terkait, penjualan aset oleh perusahaan dengan pihak terkait, hubungan perdagangan antar perusahaan dengan pihak terkait, pembayaran kas langsung dari perusahaan dengan pihak terkait. Kemudian transaksi pihak terkait penulis klasifikasikan ke dalam dua kategori, yaitu transaksi penjualan antar pihak terkait dan transaksi pembelian antar pihak terkait. Semua informasi yang terkait dengan transaksi pihak terkait tersedia dalam Catatan Atas Laporan Keuangan dalam Laporan Tahunan perusahaan. Penelitian ini mengumpulkan besaran atau jumlah dari setiap transaksi dan kemudian dijumlahkan berdasarkan kategori. Untuk

nilai total transaksi penjualan dibagi dengan total penjualan perusahaan, sedangkan nilai total pembelian dibagi dengan total pembelian perusahaan.

3.2.2 Variabel Independen

Penelitian ini menggunakan tujuh variabel independen yaitu, konsentrasi kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, proporsi dewan komisaris independen, profitabilitas, leverage, pertumbuhan perusahaan dan afiliasi perusahaan.

- 1) Konsentrasi kepemilikan institusional: penelitian ini melihat persentase kepemilikan oleh institusi asing maupun lokal di setiap akhir periode, dengan mengabaikan kepemilikan direksi.
- 2) Ukuran perusahaan: ukuran perusahaan dihitung melalui logaritma total aset yang dimiliki oleh perusahaan di setiap akhir periode.
- 3) Proporsi dewan komisaris independen: proporsi dewan komisaris independen dihitung dari jumlah dewan komisaris independen dibagi dengan total dewan komisaris yang ada di perusahaan untuk setiap akhir periode.
- 4) Profitabilitas: profitabilitas dihitung melalui rasio laba operasi sebelum pajak terhadap total aset perusahaan.
- 5) Leverage: leverage dihitung melalui rasio total liabilitas terhadap total ekuitas untuk setiap akhir periode.
- 6) Pertumbuhan perusahaan: pertumbuhan perusahaan dihitung melalui rasio harga pasar saham biasa (*closing price*) terhadap nilai buku lembar saham biasa.
- 7) Afiliasi perusahaan: afiliasi perusahaan bertindak sebagai variabel *dummy*, sehingga jika perusahaan tersebut bertindak sebagai perusahaan induk (*holding company*) maka diberi nilai 1, sedangkan jika perusahaan tersebut merupakan perusahaan individual maka diberi nilai 0.

3.3 Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan publik industri manufaktur dan industri perdagangan yang terdaftar di BEI pada tahun 2009-2011. Sampel ditentukan berdasarkan *purposive sampling* dengan kriteria-kriteria tertentu, sehingga jumlah perusahaan sampel yang diteliti sebanyak 56 perusahaan. Kriteria pemilihan sampel tersebut diantaranya, perusahaan manufaktur dan perdagangan yang terdaftar sebagai perusahaan publik di BEI dari tahun 2009-2011, menerbitkan laporan tahunan dari tahun 2009-2011 secara berturut-turut, laporan tahunan yang disajikan dengan menggunakan mata uang rupiah, perusahaan tersebut melakukan transaksi penjualan dan pembelian dengan pihak berelasi dan terdapat kelengkapan data yang dibutuhkan mulai tahun 2009-2011. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa Laporan Tahunan perusahaan. Laporan tahunan perusahaan diperoleh penulis melalui Pojok BEI Universitas Brawijaya dan *website* BEI (www.idx.co.id).

4. HASIL TEMUAN DAN PEMBAHASAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang termasuk dalam industri manufaktur dan industri perdagangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009-2011. Pemilihan sampel dilakukan dengan *purposive sampling*. Setelah melalui proses pemilihan sampel berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, maka diperoleh sampel sebanyak 56 perusahaan setiap tahunnya. Penelitian ini menggunakan 168 data observasi.

4.1 Hasil Analisis Diskriptif dan Uji Asumsi Klasik

Analisis statistik diskriptif memberikan gambaran suatu data yang dilihat dari nilai minimum, maksimum, rerata dan deviasi standar dari setiap variabel penelitian. Dari hasil analisis diskriptif, menunjukkan bahwa *RP Sales* memiliki rentang nilai antara -0,30 sampai 1,99 dengan rerata sebesar 0,7627 dan deviasi standar sebesar 0,71916. Di samping itu, *RP Purchase*

memiliki rentang nilai antara -0,30 sampai dengan 2,00 dengan rerata sebesar 0.9782 dan deviasi standar sebesar 0,65124. Dari kedua hasil statistik diskriptif tersebut menunjukkan data yang normal, hal ini ditunjukkan melalui nilai rerata yang lebih besar dari deviasi standar.

Uji asumsi klasik normalitas dilakukan dengan menggunakan grafik *normal probability plot* dan uji statistik dengan *Kolmogorov-Smirnov Z*. Pengujian tersebut menunjukkan data terdistribusi normal. Hal ini ditunjukkan oleh titik-titik yang menyebar dan mengikuti arah garis diagonal pada grafik *normal probability plot*. Berdasarkan uji *Kolmogorov-Smirnov*, nilai *Kolmogorv Smirnov (Z)* untuk model 1 sebesar 1,033 dengan nilai signifikansi (Asymp. Sig. (2-tailed)) sebesar 0,236 dan untuk model 2 sebesar 1,02 dengan nilai signifikansi (Asyp. Sig. (2-tailed)) sebesar 0.250. Model 1 dan 2 memiliki nilai signifikansi lebih besar dari α (0,05), sehingga keputusan yang dapat diambil adalah sebaran residual untuk model 1 dan 2 berdistribusi normal. Uji multikolinearitas menggunakan *Variance Inflation Factor (VIF)*. Apabila nilai $VIF > 10$, menunjukkan adanya multikolinearitas dan apabila nilai $VIF < 10$ menunjukkan tidak terjadi multikolinearitas. Dari hasil uji menunjukkan bahwa tidak terjadi masalah multikorelasi antar variabel independen dalam model regresi. Uji autokorelasi menggunakan uji statistik *Durbin-Watson*. Suatu model regresi tidak memiliki masalah autokorelasi jika $d_U < d_W < 4 - d_U$ (Ghozali, 2006). Hasil menunjukkan nilai d_W untuk model 1 dan 2 berturut-turut yaitu sebesar 2,107 dan 1,981 (dapat dilihat pada lampiran 4.4). Nilai kritis *Durbin-Watson* untuk $n = 168$ dan $k = 7$ adalah $d_U = 1,834$ dan $4 - d_U = 2,166$. Karena nilai d_W untuk model 1 dan 2 terletak diantara d_U dan $4 - d_U$ maka hal ini menunjukkan tidak terjadi autokorelasi antar residual sehingga asumsi terpenuhi. Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini menggunakan grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (dependen) (ZPRED) dengan residualnya (SRESID). Hasil uji menunjukkan bahwa titik-titik pada gambar *scatterplot* tersebar secara acak untuk model 1 dan 2, sehingga dapat disimpulkan bahwa ragam residual homogen.

4.2 Hasil Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis pada penelitian ini menggunakan regresi berganda. Berdasarkan hasil pengolahan data dengan menggunakan *software SPSS 18* diperoleh ringkasan sebagai berikut:

Tabel 4.5
Ringkasan Analisis Regresi Berganda Model 1

| Variabel | Koefisien | t_{hitung} | p Value (1-tailed test) | Keterangan |
|---------------------------------|-----------|--------------|---------------------------|------------------|
| Konstanta | -0.129 | | | |
| INS | 0.007 | 2.026 | 0.022 | Signifikan |
| INDEP_COM | -1.614 | -3.025 | 0.001 | Signifikan |
| SIZE | 0.087 | 2.250 | 0.013 | Signifikan |
| PROF | 0.001 | 0.094 | 0.462 | Tidak Signifikan |
| LVRG | 0.032 | 1.806 | 0.036 | Signifikan |
| GRW | -0.008 | -0.444 | 0.329 | Tidak Signifikan |
| AFL | -0.261 | -2.042 | 0.021 | Signifikan |
| α | | = 0.050 | | |
| R | | = 0.364 | | |
| Koefisien Determinasi (R^2) | | = 0.133 | | |
| F-hitung | | = 3.500 | | |
| F-tabel ($F_{7,160,0.05}$) | | = 2.067 | | |

$$\frac{t\text{-tabel } (t_{160,0.05})}{= 1.645}$$

Berdasarkan hasil perhitungan paa tabel diatas, nilai koefisien determinasi (*adjusted R²*) sebesar 0,133 yang berarti kontribusi dari variabel independen yang disertakan dalam persamaan regresi terhadap variabel dependen (RP *Sales*) sebesar 13,3%, sedangkan 86,7% lainnya disumbangkan oleh variabel lain yang tidak disertakan dalam penelitian ini. Berdasarkan hasil uji F, nilai probabilitas statistik sebesar 0,002 yang menunjukkan bahwa variabel yang disertakan dalam penelitian ini secara serentak signifikan mempengaruhi RP *Sales*. Hasil uji t untuk masing-masing variabel menunjukkan bahwa kepemilikan institusional (INS), ukuran perusahaan (SIZE), dewan komisaris independen (INDEP_COM), *leverage* (LVRG) dan afiliasi perusahaan (AFL) berpengaruh signifikan terhadap transaksi RP *Sales*. Sedangkan variabel profitabilitas (PROF) dan pertumbuhan perusahaan (GRW) tidak berpengaruh terhadap transaksi RP *Sales*.

Hasil pengujian variabel kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap transaksi RP *Sales*. Oleh karena itu hipotesis pertama yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap transaksi RP *Sales* diterima (H_{1a} diterima). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Jian & Wong (2003) yang dibuktikan dengan ditemukannya tingginya tingkat penjualan dengan transaksi pihak berelasi, terutama pada pemegang saham kendali dan anggota perusahaan dalam grup atau afiliasi. Transaksi pihak berelasi lebih banyak dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang berada dalam grup dibandingkan dengan perusahaan yang beroperasi *independent* (Feliana, 2007).

Hasil pengujian variabel ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap transaksi RP *Sales*. Oleh karena itu, hipotesis kedua yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap transaksi RP *Sales* diterima (H_{2a} diterima). Hasil penelitian ini mendukung penelitian Berkman, et al. (2009) yang menyatakan bahwa semakin kecil ukuran perusahaan maka semakin kecil pula praktik ekspropriasi. Selain itu hasil penelitian ini juga sesuai dengan sudut pandang teoritis yang dinyatakan oleh Ahmed dan Courtis (1999) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan diharapkan berpengaruh positif terhadap tingkat ekspropriasi.

Hasil pengujian variabel dewan komisaris berpengaruh signifikan terhadap transaksi RP *Sales*. Oleh karena itu, hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh negatif terhadap transaksi RP *Sales* diterima (H_{3a} diterima). Hasil penelitian ini sesuai dengan sudut pandang teoritis oleh Kim, et al. (2007) yang menyatakan bahwa semakin besar persentase dewan komisaris independen maka semakin bagus tata kelola perusahaan. Tata kelola perusahaan yang bagus memberikan dampak pada semakin kecilnya tingkat ekspropriasi yang terjadi di perusahaan.

Hasil pengujian variabel profitabilitas tidak signifikan terhadap transaksi RP *Sales*. Oleh karena itu, hipotesis keempat yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap transaksi RP *Sales* ditolak (H_{4a} ditolak). Penjelasan yang dapat diberikan adalah profitabilitas perusahaan yang digunakan sebagai sampel memiliki keragaman, dimana ada perusahaan dengan profitabilitas tinggi dan rendah.

Hasil pengujian variabel *leverage* signifikan terhadap transaksi RP *Sales*. Oleh karena itu, hipotesis kelima yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap transaksi RP *Sales* ditolak (H_{5a} ditolak). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap transaksi penjualan antar pihak berelasi. Artinya semakin tinggi *leverage* perusahaan maka meningkatkan jumlah transaksi penjualan antar pihak berelasi.

Hasil pengujian variabel pertumbuhan perusahaan tidak signifikan terhadap transaksi RP *Sales*. Oleh karena itu, hipotesis keenam yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan

berpengaruh negatif terhadap transaksi RP *Sales* ditolak (H_{6a} ditolak). Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Berkman et al. (2009) yang menemukan bahwa kemungkinan ekspropriasi lebih kecil pada perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang lebih tinggi karena ekspropriasi akan menurunkan arus kas yang diperoleh di masa mendatang. Sehingga perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang tinggi memiliki tingkat kewaspadaan yang lebih tinggi dan tidak melakukan ekspropriasi.

Hasil pengujian variabel afiliasi perusahaan signifikan terhadap transaksi RP *Sales*. Oleh karena itu, hipotesis ketujuh yang menyatakan bahwa afiliasi perusahaan berpengaruh negatif terhadap transaksi RP *Sales* diterima (H_{7a} diterima). Penjelasan yang dapat diberikan dari hasil penelitian ini adalah perusahaan yang memiliki hubungan afiliasi cenderung memiliki tata kelola yang bagus. Dengan adanya tata kelola perusahaan yang baik memberikan manfaat berupa perlindungan terhadap kepentingan para pemegang saham sebagai pihak yang dirugikan jika dalam transaksi tersebut mengandung benturan kepentingan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hubungan afiliasi berpengaruh negatif terhadap transaksi pihak berelasi, yang artinya hubungan afiliasi sudah memiliki tata kelola perusahaan yang baik sehingga menurunkan transaksi pihak berelasi.

Tabel 4.6
Ringkasan Analisis Regresi Model 2

| Variabel | Koefisien | t_{hitung} | P Value (1-tailed test) | Keterangan |
|---------------------------------|-----------|--------------|---------------------------|------------------|
| Konstanta | 1.217 | | | |
| INS | 0.004 | 1.219 | 0.112 | Tidak Signifikan |
| INDEP_COM | -0.547 | -1.120 | 0.132 | Tidak Signifikan |
| SIZE | -0.021 | -0.589 | 0.278 | Tidak Signifikan |
| PROF | 0.010 | 1.858 | 0.032 | Signifikan |
| LVRG | 0.047 | 2.964 | 0.002 | Signifikan |
| GRW | -0.009 | -0.543 | 0.294 | Tidak Signifikan |
| AFL | -0.210 | -1.797 | 0.037 | Signifikan |
| α | | = 0.050 | | |
| R | | = 0.336 | | |
| Koefisien Determinasi (R^2) | | = 0.113 | | |
| F-hitung | | = 2.918 | | |
| F-tabel ($F_{7,160,0.05}$) | | = 2.067 | | |
| t-tabel ($t_{160,0.05}$) | | = 1.645 | | |

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel di atas, nilai koefisien determinasi (*adjusted R²*) sebesar 0,113 yang berarti kontribusi dari variabel independen yang disertakan dalam persamaan regresi terhadap variabel dependen (RP *Purchase*) sebesar 11,3%, sedangkan 88,7% lainnya disumbangkan oleh variabel lain yang tidak disertakan dalam penelitian ini. Berdasarkan hasil uji F, nilai probabilitas statistik sebesar 0,007 yang menunjukkan bahwa variabel yang disertakan dalam penelitian ini secara serentak signifikan mempengaruhi RP *Purchase*. Hasil uji t untuk masing-masing variabel menunjukkan bahwa profitabilitas (PROF), *leverage* (LVRG) dan afiliasi perusahaan (AFL) berpengaruh signifikan terhadap RP *Purchase*. Sedangkan variabel kepemilikan institusional (INS), ukuran perusahaan (SIZE), dewan komisaris independen (INDEP_COM) dan pertumbuhan perusahaan (GRW) tidak berpengaruh signifikan terhadap RP *Purchase*.

Hasil uji variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap transaksi RP *Purchase*. Oleh karena itu, hipotesis pertama yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap transaksi RP *Purchase* ditolak (H_{1b} ditolak). Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Mustafa, Latif dan Taliyang (2011) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh terhadap praktik ekspropriasi di Malaysia. Penjelasan yang dapat diberikan adalah untuk transaksi pembelian, sebagian besar tidak dilakukan dengan pihak berelasi.

Hasil uji variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap transaksi RP *Purchase*. Oleh karena itu, hipotesis kedua yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap transaksi RP *Purchase* ditolak (H_{2b} ditolak). Penjelasan yang dapat diberikan adalah transaksi RP *Purchase* dapat terjadi karena setiap perusahaan, baik perusahaan besar, sedang maupun kecil dapat melakukan transaksi pembelian antar pihak berelasi. Hal ini dibuktikan melalui transaksi RP *Purchase* yang tetap terjadi pada perusahaan sampel yang diobservasi.

Hasil uji variabel dewan komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap transaksi RP *Purchase*. Oleh karena itu, hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh positif terhadap transaksi RP *Purchase* ditolak (H_{3b} ditolak). Hasil penelitian ini mendukung penelitian Santiago dan Brown (2007) yang menemukan bahwa dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap praktik ekspropriasi di Amerika Latin. Hasil penelitian ini menemukan adanya perusahaan yang belum mematuhi peraturan dari BAPEPAM yang mensyaratkan proporsi komisaris independen dalam perusahaan publik sekurang-kurangnya 30% dari jumlah keseluruhan dewan komisaris yang ada, yaitu dalam statistik deskriptif terdapat perusahaan yang masih memiliki proporsi komisaris independen sebesar 25% dari total komisaris yang ada. Rendahnya proporsi komisaris independen memiliki pengaruh yang lemah terhadap fungsi monitoring dan pengendalian terhadap raksaksi pihak berelasi.

Hasil uji variabel profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap transaksi RP *Purchase* dengan arah koefisien positif. Oleh karena itu, hipotesis keempat yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap transaksi RP *Purchase* ditolak (H_{4b} ditolak). Tingkat profitabilitas dapat dipengaruhi oleh tingginya pendapatan dan kecilnya beban yang dikeluarkan oleh perusahaan. Pembelian yang dilakukan dengan pihak berelasi dapat memperkecil beban pembelian sehingga perusahaan cenderung lebih memilih melakukan transaksi afiliasi. Koefisien positif mengindikasikan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi cenderung untuk melakukan pembelian dengan pihak terkait. Hal ini dapat dibuktikan melalui data penelitian yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi, sebagian besar melakukan transaksi RP *Purchase* yang tinggi.

Hasil uji variabel leverage berpengaruh signifikan terhadap transaksi RP *Purchase* dengan arah koefisien regresi positif. Oleh karena itu, hipotesis kelima yang menyatakan bahwa leverage berpengaruh negatif terhadap transaksi RP *Purchase* ditolak (H_{5b} ditolak). Hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis yang diungkapkan oleh Jensen dan Meckling (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan yang tidak mampu membayar deviden dikarenakan memiliki tingkat hutang yang tinggi, cenderung memiliki tingkat ekspropriasi pemegang saham minoritas yang lebih kecil. Selain itu hasil penelitian ini juga tidak mendukung penelitian Faccio et al. (2007) dan Bunkanwanicha et al. (2008) yang menyatakan bahwa hutang dapat digunakan untuk membatasi ekspropriasi yang dihubungkan dengan tata kelola perusahaan yang baik. Sehingga perusahaan yang memiliki leverage tinggi akan memiliki kesempatan yang lebih kecil untuk melakukan ekspropriasi.

Hasil uji variabel pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap transaksi RP *Purchase*. Oleh karena itu, hipotesis keenam yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap transaksi RP *Purchase* ditolak (H_{6b} ditolak). Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Berkman et al. (2009) yang menemukan bahwa kemungkinan ekspropriasi lebih kecil pada perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang lebih tinggi karena ekspropriasi akan menurunkan arus kas yang diperoleh di masa mendatang. Sehingga perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang tinggi memiliki tingkat kewaspadaan yang lebih tinggi dan tidak melakukan ekspropriasi.

Hasil uji variabel afiliasi perusahaan berpengaruh signifikan terhadap transaksi RP *Purchase*. Oleh karena itu, hipotesis ketujuh yang menyatakan bahwa afiliasi perusahaan berpengaruh negatif terhadap transaksi RP *Purchase* diterima (H_{7b} diterima). Penjelasan yang dapat diberikan dari hasil penelitian ini adalah perusahaan yang memiliki hubungan afiliasi cenderung memiliki tata kelola yang bagus. Dengan adanya tata kelola perusahaan yang baik memberikan manfaat berupa perlindungan terhadap kepentingan para pemegang saham sebagai pihak yang dirugikan jika dalam transaksi tersebut mengandung benturan kepentingan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hubungan afiliasi berpengaruh negatif terhadap transaksi pihak berelasi, yang artinya hubungan afiliasi sudah memiliki tata kelola perusahaan yang baik sehingga menurunkan transaksi pihak berelasi.

5. KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai faktor-faktor yang menjadi determinan dari praktik ekspropriasi pada perusahaan publik di Indonesia. Teori utama yang mendasari penelitian ini adalah teori keagenan. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa variabel konsentrasi kepemilikan institusional, komisaris independen, ukuran perusahaan, profitabilitas, leverage, pertumbuhan perusahaan dan afiliasi perusahaan berpengaruh secara nyata terhadap transaksi penjualan antar pihak berelasi (RP *Sales*) dan transaksi pembelian antar pihak berelasi (RP *Purchase*). Secara keseluruhan, hasil penelitian ini mendukung teori keagenan Jensen & Meckling (1976) bahwa transaksi pihak berelasi (RPT) mengandung potensi benturan kepentingan, yaitu adanya masalah keagenan antara pihak manajemen dengan pemegang saham atau antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

Penelitian ini masih memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, periode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini selama tiga tahun, yaitu 2009-2011 yang tergolong pendek, sehingga belum dapat menggambarkan kondisi yang sebenarnya. Periode yang tergolong pendek ini disebabkan karena keterbatasan waktu dan dana yang dimiliki oleh peneliti. Kedua, tingkat *adjusted R²* dari model yang diuji dalam penelitian ini masih tergolong rendah. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat kemungkinan pengaruh dari variabel lain yang tidak diikutsertakan di dalam penelitian ini. Ketiga, penelitian ini menggunakan proksi transaksi pihak sebagai indikator praktik ekspropriasi. Hal ini merupakan keterbatasan karena transaksi pihak berelasi merupakan salah satu proksi ekspropriasi yang sifatnya tidak langsung (*indirect*). Transaksi pihak berelasi dapat dilakukan oleh perusahaan baik secara efisiensi maupun oportunistik.

Berdasarkan keterbatasan yang ada dalam penelitian ini, peneliti mengajukan beberapa rekomendasi yang diharapkan dapat mengurangi keterbatasan penelitian, yaitu penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang dan menggunakan periode terkini agar dapat memperoleh gambaran kondisi yang sebenarnya terkait dengan praktik ekspropriasi yang ada di Indonesia. Selain itu, penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi lain dari praktik ekspropriasi seperti mempertimbangkan hak aliran kas dan hak pengendalian, penerbitan penjaminan hutang oleh perusahaan kepada pemegang blok pengendali (*controlling*

blockholder). Penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan variabel yang berelasi dengan faktor ekspropriasi, seperti tata kelola perusahaan dan kepemilikan keluarga. Penelitian ini tidak mengikutsertakan perusahaan asing dimana sebenarnya pemiliknya merupakan pemilik dari Indonesia, sehingga penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah sampel penelitian terkait dengan praktik ekspropriasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, K., & Curtis, J. K. (1999). ASSOCIATIONS BETWEEN CORPORATE CHARACTERISTICS AND DISCLOSURE LEVELS IN ANNUAL REPORTS: A META-ANALYSIS. *The British Accounting Review*, 31(1), 35-61.
- Akhtaruddin, M., & Hossain, M. (2008). Investment Opportunity Set, Ownership Control and Voluntary Disclosures in Malaysia. *JOAAG*, 3(2).
- Asnawi, S. K., & Wijaya, C. (2005). *Riset Keuangan : Pengujian-Pengujian Emipiris*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Tama.
- Berkman, H., Cole, R. A., & Fu, L. J. (2009). Expropriation through loan guarantees to related parties: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 141-156.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1933). The Modern Corporation and Private Property. *Indiana Law Journal*, 8(8).
- Bunkanwanicha, P., Gupta, J., & Rokhim, R. (2008). Debt and entrenchment: Evidence from Thailand and Indonesia. *European Journal of Operational Research*, 185(3), 1578-1595.
- Carslaw, C. A. P. N., & Kaplan, S. E. (1991). An Examination of Audit Delay: Further evidence from New Zealand. *Accounting Business Research*.
- Chang, S. J., & Hong, J. (2000). Economic Performance of Group Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transaction. *Academy of Management Journal*, 43(3), 429-448.
- Cheung, Y.-L., Jing, L., Lu, T., Rau, P. R., & Stouraitis, A. (2009). Tunneling and propping up: An analysis of related party transactions by Chinese listed companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(3), 372-393.
- Cheung, Y.-L., Rau, P. R., & Stouraitis, A. (2006). Tunneling, propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong. *Journal of Financial Economics*, 82(2), 343-386.
- Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. (2007). Corporate Governance and Firm Value: the Impact of the 2002 Governance Rules. *Johnson School Research Paper Series No. 23-06*.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. (1999a). Expropriation of Minority Shareholder : Evidence from East Asia. *World Bank Working Paper*.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. (1999b). Expropriation of Minority Shareholder in East Asia. 51.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6).
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Cooper, D., & Emory, C. W. (1996). *Metode Penelitian Bisnis*. Jakarta: Erlangga.
- Dijo, S. (2010). Nilai Riil Saham. *Kompasiana.com*. Retrieved from <http://ekonomi.kompasiana.com/bisnis/2010/02/25/nilai-riil-saham-81335.html>
- Durnev, A., Errunza, V., & Molchanov, A. (2009). Property Rights Protection, Corporate Transparency and Growth. *Journal of International Business Studies*, 40, 1533-1562.
- Dyanty, V., Utama, S., Rossieta, H., & Veronica, S. (2012). Pengaruh Kepemilikan Pengendali Akhir Terhadap Transaksi Pihak Berelasi.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory : An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14 57-74.
- Faccio, M., Lang, L., & Young, L. (2007). Debt and Expropriation. *Purdue CIBER Working Paper, Paper 50*.

- Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- 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.
- Feliana, Y. K. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Perusahaan Dan Transaksi dengan Pihak– Pihak yang Memiliki Hubungan Istimewa Terhadap Daya Informasi Akuntansi. *Simposium Nasional Akuntansi X, Makasar*.
- Friedman, E., Johnson, S., & Mitton, T. (2003). Propping and tunneling. *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 732-750.
- Gordon, A. E., Henry, E., & Palia, A. (2004). Related Party Transactions and Corporate Governance. *Advances in Financial Economics* 9, 1-27
- Gordon, E. A., & Henry, E. (2005). Related Party Transaction and Earning Management. *Working Paper*
- Harahap, S. S. (1998). *Analisis Kritis atas Laporan Keuangan*. Jakarta: PT Rajagrafindo Pustaka.
- Hartono, J. (2004). *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman*. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Hermawan, A. (2005). *Penelitian Bisnis : Paradigma Kuantitatif*. Jakarta: PT Grasindo, anggota IKAPI.
- Hung, M. (2000). Accounting standards and value relevance of financial statements: An international analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 30(3), 401-420.
- Indriantoro, N., & Supomo, B. (2002). Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen
- Irfan, A. (2002). Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi. *Lintasan Ekonomi*, 19 (2), 83-95.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Coporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jian, M., & Wong, T. J. (2010). Propping Through Related Party Transactions. *Review of Accounting Studies*.
- Johnson, S., Porta, R. L., Lopez-de-silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *Discussion Paper Number 1887*
- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. *The Journal of Finance*, 55(2), 867-891.
- Kim, K. A., Kitsabunnarat-Chatjuthamard, P., & Nofsinger, J. R. (2007). Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: Evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 859-880.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999a). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999b). Law and Finance. *Journal of Politican Economy*.
- Nawari. (2010). *Analisis Regresi dengan Ms. Excel 2007 dan SPSS 17*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Nugroho, A. (2008). *Analisis Pertumbuhan Perusahaan* University of Indonesia, Jakarta.

- Porta, R. L., Silanes, F. L. D., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54(2).
- Putri, I. F., & Nasir, M. (2006). Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, 1-25.
- Raharjaputra, H. S. (2009). *Manajemen Keuangan dan Akuntansi untuk Eksekutif Perusahaan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *The American Economics Review*, 88(3), 559-586.
- Ryngaert, M. D., & Thomas, S. E. (2007). Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effects.
- Santiago-Castro, M., & Brown, C. J. (2007). Ownership structure and minority rights: A Latin American view. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 430-442.
- Santoso, S. (2010). *Statistik Multivariat*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Shkolnikov, A. (2006). Protecting Minority Shareholder in Emerging Markets. *Centre for International Private Enterprise*.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Singarimbun, M., & Effendi. (1995). *Metode Penelitian Survei*: Penerbit LP3ES.
- Siregar, B. (2009). Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas Dalam Struktur Kepemilikan Ultimat *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 11.
- Situmorang, S. H. (2010). *Analisi Data : Untuk Riset Manajemen dan Bisnis*
- Stein, J. C. (1997). Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources. *The Journal of Finance*, 52(1), 111-133.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Weston, J. F., & Copeland, T. E. (1997). *Manajemen Keuangan* (A. B. W. d. Kribandoko, Trans. Nineth ed.). Jakarta: Binarupa Aksara.