

## Kepemilikan ultimate perusahaan di Indonesia: Praktik *Tunneling*

Fadli Fendi Malawat<sup>1\*</sup>, Condro Widodo<sup>2</sup>

<sup>1</sup>IAIN Ambon, Indonesia

<sup>2</sup>Universitas Pembangunan Nasional Veteran Jawa Timur, Indonesia

### Abstract

The purpose of this study is to analyze the effect of separation control rights and cash flow rights on tunneling activities. control rights indicator is interpreted through a socioemotional perspective. Furthermore, the main focus of the research is to investigate the divergence between control rights and cash flow right by ultimate structure ownership on tunneling activities through the size of related party transactions (RPT's) from the agency theory. The regression analysis technique was used to test the hypothesis developed in the study, the population is manufacturing companies on the Indonesia Stock Exchange (IDX), with a sampling technique using a purposive sampling method. The results of the study prove a significant influence between control rights on tunneling activities, showing that the motivation for control rights is not socioemotional. Meanwhile, cash flow rights have a significant influence on tunneling activities. Furthermore, the results of the study provide empirical evidence that higher divergence can lead to greater tunneling activities. The theoretical contribution of this research is to visualize agency theory and socioemotional perspective. It is hoped that further research can examine company ownership in Indonesia from a socioemotional perspective.

Keywords: Related party transactions, tunneling, control rights, cash flow rights, socioemotional.

### Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh pemisahan hak kontrol dan hak arus kas terhadap aktivitas *tunneling*. Indikator hak kontrol ditafsirkan melalui perspektif *socioemotional*. Lebih lanjut, fokus utama penelitian yaitu, menginvestigasi divergensi antara hak kontrol dan hak arus kas kepemilikan akhir terhadap aktivitas *tunneling* melalui besaran transaksi pihak berelasi dari perspektif teori agensi. Teknik analisis regresi digunakan untuk menguji hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian, dengan berfokus pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Hasil penelitian membuktikan pengaruh signifikan antara hak kontrol terhadap aktifitas *tunneling*, menunjukkan motivasi hak kontrol yang dimiliki bukan sebagai sosioemotional. Sedangkan hak arus kas memiliki pengaruh signifikan terhadap aktivitas *tunneling*. Sementara itu, hasil penelitian memberikan bukti empiris dari divergensi yang semakin tinggi dapat menyebabkan semakin besar aktifitas *tunneling*. Kontribusi secara teori dalam penelitian ini yaitu memvisualisasikan teori agensi dan perspektif sosioemosional. Diharapkan penelitian selanjutnya dapat mengkaji kepemilikan perusahaan di Indonesia dari perspektif *socioemotional*.

Kata kunci: Transaksi pihak berelasi, *tunneling*, hak kontrol, hak arus kas, *socioemotional*.

Permalink/DOI : <https://doi.org/10.21067/jem.v18i1.6391>

How to cite : Malawat, F. F., & Widodo, C. (2022). Kepemilikan ultimate perusahaan di Indonesia: Praktik Tunneling. *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, 18(1), 120-131

Article info : Received: Dec 2021; Revised: Feb 2022; Accepted: March 2022

\*Corresponding Author:

Fakultas Syariah dan Ekonomi Islam IAIN Ambon, Indonesia

Jl. Dr. H. Tarmizi Taher, Jalan Kebun Cengkeh, Batu Merah, Kota Ambon, Maluku

E-mail: [fadlimalawat@iainambon.ac.id](mailto:fadlimalawat@iainambon.ac.id)

ISSN 0216-373X (print)

ISSN 2502-4578 (online)



## Pendahuluan

Perusahaan-perusahaan di Kawasan Asia umumnya memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000) dan lazim ditemukan di Indonesia melalui kepemilikan keluarga atau bisnis grub, sebagai pemegang saham pengendali/mayoritas/*ultimate shareholder* (Malawat, 2018). Kelompok-kelompok bisnis tersebut akan menciptakan rekombinasi input yang kompleks dibandingkan dengan perusahaan yang berdiri sendiri dengan memanfaatkan transaksi pihak berelasi atau *related party transaction* (RPT), bertujuan menciptakan bisnis yang efisien (Habib *et al.*, 2015; Kohlbeck & Mayhew, 2017). Efisiensi RPT yang terjadi pada perusahaan disebabkan karena adanya sosioemosional oleh pihak keluarga yang terlibat dalam manajerial untuk melestarikan dan melindungi perusahaan (Alessandri *et al.*, 2018; Jara *et al.*, 2019; Li & Lin, 2021).

Namun demikian, skandal akuntansi yang pernah melanda Enron, WorldCom, Adelphia, dan Tyco di Amerika Serikat telah mengguncang pasar keuangan dunia karena terindikasi melakukan transaksi pihak berelasi yang bersifat oportunistik (Bona-Sánchez *et al.*, 2017; Malawat, 2018). Keputusan untuk melakukan RPT pada bisnis grub, dapat dipengaruhi oleh kepentingan pemegang saham mayoritas melalui mekanisme kepemilikan piramida (Kang *et al.*, 2014; Malawat *et al.*, 2018; Malawat, 2018). Divergensi hak kontrol yang lebih besar dibandingkan jumlah lembar saham yang dimiliki pada perusahaan (Kang *et al.*, 2014), menyebabkan pemegang saham mayoritas akan lebih leluasa menentukan arah dan kebijakan perusahaan. Hal ini dapat menyebabkan penurunan valuasi perusahaan, karena mendominasi jabatan dewan direksi dan manajemen puncak, sehingga dapat melakukan *tunneling activities*, yang dijumpai oleh RPT (Chen *et al.*, 2014). Praktik *tunneling* merupakan aktifitas

transfer kekayaan yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas di antara perusahaan berafiliasi melalui *self-dealing transactions* (Chang 2003; Johnson *et al.* 2000; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, *et al.* 1999; La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer 1999a).

RPT dianggap sebagai alat pemegang saham mayoritas untuk melakukan tindakan ekspropriasi atas pemegang saham minoritas melalui berbagai mekanisme, misalnya, *related party loans, endorsements, asset sales, and even trading relationships* (Agnihotri & Bhattacharya, 2019; Cho & Lim, 2018). Pada kondisi tertentu, RPT yang dilakukan perusahaan dapat mengorbankan hak kekayaan pemegang saham minoritas. Dibuktikan dengan catatan dari OECD (2009) menganggap RPT sebagai tantangan terhadap integritas pasar modal Asia karena konsentrasi kepemilikan pada kelompok bisnis dan hubungan informal di antara perusahaan berafiliasi. Hal ini telah menyoroiti RPT sebagai transaksi afiliasi yang bersifat merugikan, yang dapat mengestrak kekayaan minoritas (Diab *et al.*, 2019).

Kasus mengenai transaksi pihak berelasi yang terjadi pada perusahaan di Indonesia, telah menyeret PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk (AISA). Berdasarkan hasil audit Kantor Akuntan Publik Ernst & Young, bahwa terdapat transaksi yang mengandung benturan kepentingan. Ditemukannya aliran dana senilai Rp1,78 triliun di antara grub bisnis yang memiliki hubungan afiliasi dengan AISA. Lebih lanjut, rendahnya asas transparansi atas pengungkapan (*disclosure*) RPT kepada pemangku kepentingan (*stake holders*) termasuk pemegang saham minoritas.

Selain itu, kasus RPT juga menyeret PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk (SULI). Berdasarkan Analisa penelitian Kartika *et al.* (2017), Malawat *et al.* (2018), dan Malawat (2018), telah menguraikan, serta mengkaji adanya transaksi yang dianggap mengandung benturan kepentingan serta

rendahnya asas transparansi yang merugikan pemegang saham minoritas, karena tindakan oportunistik dari dewan direksi dan pemegang saham pengendali melalui RPT. Beberapa transaksi yang dianggap merugikan PT. SULI yaitu; pertama, Transaksi inbreng aset Hutan Tanaman Industri (HTI), yang tidak diungkapkan pada RUPS dan RUPS-LB tahun 2008 atau 2009 kepada pemegang saham minoritas. Kedua, Pembelian Zero Coupon Bond (ZCB) yang diterbitkan oleh PT. Sumalindo Hutani Jaya (SHJ) yang merugikan pemegang saham minoritas. Fakta hubungan kekerabatan pemegang saham mayoritas dan dewan direksi dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan, dan akan menguntungkan pemegang saham pengendali sehingga dapat merugikan pihak minoritas.

Untuk memvisualisasikan fenomena permasalahan yang telah diuraikan sebelumnya, maka teori agensi akan digunakan dalam menyikapi hal tersebut. Dalam bingkai penelitian ini, peneliti akan mengkaji konflik kepentingan yang bukan tercermin pada dasar teori agensi yang diprakarsai oleh Jensen & Meckling (1976), tentang pemilik (*principal*) dan manajer (*agent*), melainkan mengalami perkembangan yang cukup luas. Menurut, Du *et al.* (2013), perusahaan yang dikendalikan oleh pihak keluarga sebagai pemegang saham mayoritas, dapat memicu konflik kepentingan antara pemegang saham pengendali dan non-pengendali, bukan lagi konflik tradisional antara pemilik dan manajer, yang oleh Agnihotri & Bhattacharya, (2019) dan Bona-Sánchez *et al.* (2017) disebut sebagai *agency problem* tipe II. oleh karena itu tujuan dari penelitian ini adalah mengkaji aktifitas tunneling pada perusahaan keluarga di Indonesia sebagai akibat dari tingginya hak kontrol melebihi hak arus kas dari pemegang saham mayoritas melalui struktur kepemilikan piramida.

Masalah agensi antara pemegang saham mayoritas dan minoritas semakin jelas terlihat pada negara-negara emerging

market, sehingga menjadi penting untuk ditelusuri. Sebab pemegang saham mayoritas akan melakukan aktifitas *tunneling* terhadap pemegang minoritas, seperti transfer kekayaan perusahaan dengan memanfaatkan RPT (Malawat, 2018; Malawat *et al.*, 2018; Wang *et al.*, 2019).

Aturan *one share-one vote* menjelaskan bahwa setiap pemegang saham memiliki hak klaim terhadap laba/hak arus kas atau *cash flow right* pada proporsi yang sama dengan hak suara atau *voting right* (Malawat, 2018). Lebih lanjut, aturan tersebut seakan dipisahkan oleh “sekat” karena dianggap memberikan implikasi yang berbeda kepada perusahaan. Lebih lanjut, Malawat (2018), mengungkapkan bahwa, pemisahan antara hak kontrol dan hak arus kas dapat mereduksi konflik kepentingan yang terjadi pada perusahaan.

Hak suara merupakan hak kontrol (*control right*) yang dimiliki oleh pemegang saham untuk ikut berpartisipasi menentukan arah kebijakan perusahaan (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999). Memfungsikan hak kontrol sebagaimana mestinya, merupakan tujuan yang diinginkan oleh setiap *stakeholders*, sebab pada kondisi tertentu pemegang saham akan berupaya untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan kontrol yang dimilikinya. Hal ini didukung oleh argumen Jara *et al.* (2019) bahwa kontrol pemegang saham pengendali dapat dipengaruhi oleh socioemotional. Sebab keterlibatan pemegang saham mayoritas dalam manajemen, tidak hanya dipengaruhi oleh faktor ekonomi namun juga faktor non-ekonomi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pemegang saham mayoritas tampaknya memiliki motivasi tambahan untuk menciptakan nilai dan meningkatkan alokasi modal dibandingkan hanya mementingkan diri mereka sendiri.

Lebih lanjut, hasil penelitian Alessandri *et al.* (2018) dan Li & Lin, (2021) menunjukkan bahwa hak kontrol yang tinggi oleh pemegang saham mayoritas dapat memperketat manajemen

keuangan perusahaan menjadi semakin baik. Akibatnya, dapat mengurangi kendala keuangan perusahaan dan meningkatkan kinerja perusahaan, misalnya; dengan memanfaatkan RPT secara efisien melalui *Propping-up* perusahaan (Bona-Sánchez *et al.*, 2017; Li & Lin, 2021). Oleh karenanya dengan kontrol yang tinggi berlandaskan perspektif sosioemotional dapat mengurangi aktifitas *tunneling* yang merugikan.

Hak aliran kas merupakan sumber insetif atas tiap lembar saham yang dimiliki oleh pemegang saham melalui laba perusahaan. Hak aliran kas yang semakin besar menyebabkan semakin tinggi kesejahteraan pemegang saham, tercermin pada pendapatan deviden (Claessens *et al.*, 2000; La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999). Oleh karenanya, ketika hak aliran kas dari pemegang saham mayoritas terpenuhi, maka kemungkinan aktifitas *tunneling* yang akan merugikan pemegang saham minoritas tidak akan terjadi (Kang *et al.*, 2014). Hasil penelitian Du, (2014), mendukung hal tersebut dengan memanfaatkan keyakinan dan ajaran agama Budah untuk memitigasi aktivitas *tunneling* pada perusahaan di China. hasil penelitiannya menunjukan bahwa semakin besar hak arus kas pada perusahaan dapat meminimaisasi terjadinya *tunneling* sampai batas tertentu. Artinya pemegang saham dapat mengalokasikan dan memanfaatkan arus kas tersebut untuk kesejahteraan perusahaan.

H1a. Hak kontrol secara sosioemotional memiliki pengaruh negatif terhadap aktifitas *tunneling*

H1b. Hak arus kas yang semakin tinggi memiliki pengaruh negatif terhadap aktifitas *tunneling*

Berdasarkan penelitian Hamid *et al.* (2016); Malawat (2018); Malawat *et al.* (2018) mengklaim bahwa upaya peningkatan kontrol perusahaan melalui mekanisme konsentrasi kepemilikan piramida biasa terjadi pada negara-negara berkembang termasuk di Indonesia. Kepemilikan

terkonsentrasi akan menyebabkan divergensi melalui ketidakseimbangan antara hak kontrol dan hak arus kas, sehingga pemegang saham akan berupaya meningkatkan kontrol pada perusahaan. Pada akhirnya mereka akan memiliki motivasi untuk mengejar kepentingannya, dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham minoritas melalui RPT.

Beberapa hasil penelitian yang membuktikan upaya peningkatan kontrol pemegang saham mayoritas dalam kepemilikan piramida, Hamid *et al.* (2016); Kang *et al.* (2014) menemukan adanya transaksi penjualan diantara perusahaan, sebagai upaya peningkatan pendapatan untuk kualifikasi pencatatan lanjutan. Hal ini menyiratkan bahwa dengan kontrol pemegang saham mayoritas, mereka dapat memanfaatkan penjualan RPT untuk meningkatkan laba. Bahkan penelitian yang dilakukan oleh Bona-Sánchez *et al.* (2017), menemukan adanya penurunan deviden ketika perusahaan terlibat melakukan RPT.

Mendukung hal tersebut Diab *et al.*, (2019), menemukan bahwa pemegang saham minoritas mengalami kerugian yang signifikan ketika perusahaan melakukan RPT, seperti akuisisi, penjualan aset, penjualan ekuitas, perdagangan dan pembayaran tunai. RPT umumnya digunakan sebagai alat eksploitasi di Asia Timur dengan perlindungan investor dan mekanisme tata kelola perusahaan relatif lemah (Claessens *et al.*, 2000; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, *et al.*, 1999a).

Lebih lanjut, hasil penelitian Malawat (2018), dan Malawat *et al.* (2018), tidak menemukan indikasi aktifitas *tunneling* yang dilakukan oleh perusahaan keluarga dengan memanfaatkan konsentrasi kepemilikannya. Berbeda dengan hasil penelitian Kang *et al.* (2014) dan Utama (2015), bahwa adanya hubungan signifikan positif antara upaya peningkatan kontrol terhadap aktifitas *tunneling*. Oleh karenanya, semakin besar deviasi antara hak kontrol dan hak arus kas, mengindikasikan semakin tinggi motivasi pemegang saham mayoritas

untuk meningkatkan kontrol pada perusahaan, sehingga aktifitas *tunneling* melalui RPT akan dimungkinkan terjadi.

H2. konsentrasi kepemilikan yang tinggi memiliki pengaruh negatif terhadap aktifitas *tunneling*

### Metode

Penelitian ini menganalisis aktifitas *tunneling* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia di *Indonesia Stock Exchange* (IDX). Fokus penelitian ini pada perusahaan manufaktur dengan kepemilikan saham terkonsentrasi melalui mekanisme kepemilikan piramida, sehingga dapat teridentifikasi kepemilikan pengendali akhir melalui rantai kepemilikan. Data sekunder pada laporan keuangan dan laporan tahunan, akan menjadi sumber utama melakukan analisis aktifitas *tunneling* yang terjadi pada tiap perusahaan. Metode *purposive sampling* akan digunakan untuk memilih sampel dari populasi penelitian berdasarkan kriteria tertentu. Oleh karenanya perusahaan yang akan dijadikan sampel harus memenuhi kriteria sebagaimana pada Tabel 1.

### Pengukuran variabel

Variabel dependen yang digunakan pada penelitian ini mengacu kepada penelitian terdahulu Malawat (2018); Malawat *et al.* (2018); Utama (2015). Pengukuran aktivitas *tunneling* diproksikan pada RPTs dengan menjumlahkan besaran transaksi pihak berelasi pada akun penjualan transaksi pihak berelasi, dan beban atau

pembelian transaksi pihak berelasi, sehingga akan dibagikan dengan total ekuitas.

Pengukuran variabel independen pada penelitian ini mengacu pada penelitian Kang *et al.* (2014), Malawat (2018), dan Malawat *et al.* (2018). Dalam penelitian tersebut, dilakukan pemisahan hak kontrol (Cr) dan hak arus kas (Cf) guna mengidentifikasi implikasi kedua indikator tersebut sebagai visualisasi antara teori agensi dan teori sosioemosional (Alessandri *et al.*, 2018; Jara *et al.*, 2019).

Lebih lanjut, penelitian ini berupaya untuk mengidentifikasi adanya divergensi atas ketidakseimbangan antara hak kontrol dan hak arus kas dalam mekanisme kepemilikan terkonsentrasi pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Hal ini mencerminkan upaya peningkatan kontrol oleh pemegang saham pengendali untuk memaksimalkan kepentingannya (Kang *et al.*, 2014; La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Lin *et al.*, 2014). Konsentrasi kepemilikan akan diproksikan pada *cash flow right leverage* (CFR\_lev) yang diperoleh dari selisih antara Cr dan Cf. Karena hak kontrol lebih besar atau minimal sama dengan hak aliran kas, maka *cash flow right leverage* adalah positif atau nol (Malawat, 2018).

### Persamaan Model Penelitian

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan jenis analisis regresi linier. Tujuan penggunaan analisis ini untuk menguji pengaruh antara variabel

Tabel 1. Kriteria Sampel

KRITERIA	JUMLAH
Jumlah perusahaan manufaktur saat penelitian	145
Perusahaan manufaktur yang tidak listing berturut-turut selama tiga tahun	(12)
Perusahaan yang tidak melakukan RPT berturut-turut selama tiga tahun	(39)
<b>SAMPEL</b>	<b>94</b>
Jumlah Pengamatan Selama 3 Tahun	282
Data Outlier SPSS	(57)
<b>TOTAL</b>	<b>225</b>

independen dan dependen. Berikut persamaan regresi :

$$RPT = \alpha + \beta_1 Cr_{it} + \beta_2 Cf_{it} + \beta_3 CFR_{lev}$$

Keterangan :

RPT<sub>s</sub> : Aktivitas *Tunneling* melalui melalui *sales* dan *expenses* dalam transaksi pihak berelasi pada perusahaan *i* tahun ke *t*

Cr : Hak kontrol berdasarkan sosioemosional pada perusahaan *i* tahun ke *t*

Cf : Hak Aliran kas pada perusahaan *i* tahun ke *t*

CFR<sub>lev</sub> : selisih antara Cr dan Cf perusahaan *i* pada tahun ke *t*

A : Konstanta

β<sub>1</sub>-β<sub>3</sub> : Koefisien variable independen pada perusahaan *i* tahun ke *t*

ε : *Error*

### Hasil

Tabel 2 menyajikan nilai rata-rata RPT<sub>s</sub> (*Log*) memiliki nilai rata-rata 3,98 yang artinya *tunneling activities* yang dilakukan melalui transaksi pihak berelasi *sales* dan *expenses*. Oleh karena itu pemegang minoritas dimungkinkan akan merasakan *tunneling* yang dilakukan pemegang saham pengendali. Sementara itu, variabel Cr memiliki nilai rata-rata sebesar 48,12 mengindikasikan bahwa pemanfaatan hak kontrol dengan menggunakan sosioemotional oleh pihak pengendali perusahaan di Indonesia masih cenderung sedikit.

Sementara itu, variabel Cf yang menunjukkan nilai rata-rata sebesar 7,19 yang artinya bahwa hak arus kas yang diperoleh pemegang saham pengendali hanya sebagian kecil yang dialokasikan untuk kesejahteraan perusahaan. Lebih lanjut, berdasarkan nilai

rata-rata variabel CFR<sub>Lev</sub> sebesar 0,48 memiliki makna indikasi adanya aktivitas *tunneling* yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Penelitian ini melakukan uji asumsi klasik, dengan melakukan uji normalitas, uji multikoloniaritas, dan heterokedastiditas. Hasil uji normalitas berdasarkan grafik (*P-P Plot of regression Standarized Residual*), terdapat penyebaran titik-titik pada garis diagonal, yang menunjukkan uji asumsi klasik terpenuhi. Hasil pengujian multikoloniaritas (lihat lampiran) menunjukkan, model regresi terbebas dari masalah multikoloniaritas, karena semua variabel memiliki nilai VIF kurang dari 10 dan nilai tolerance lebih dari 0,1 seperti pada tabel 3.

Lebih lanjut, untuk mendeteksi heteroskedasitas metode yang di gunakan adalah dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID). Menunjukkan penyebaran titik-titik di bagian bawah dan atas angka nol pada sumbu Y, Namun tidak terdapat titik-titik yang membentuk suatu pola. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas.

Hasil analisis Regresi pada Tabel 3 menunjukkan signifikansi dengan nilai koefisien variabel Cr sebesar 0,40. Sementara itu variabel Cf memiliki signifikansi dengan nilai koefisien sebesar -0,02. Lebih lanjut, variabel CFR<sub>Lev</sub> memiliki signifikansi dengan nilai koefisien sebesar -0,02.

Tabel 2. Statistik Deskriptif RPT<sub>s</sub>

Variabel	N	Minimum	Maximum	Rata-rata	Std. Deviasi
RPT <sub>s</sub> (Y)	225	2,74	4,53	3,9792	0,32632
Cr (X1)	225	0,00	91,82	48,1246	19,79796
Cf (X2)	225	.00	59,22	7,1895	10,80832
CFR <sub>Lev</sub> (X3)	225	-1,71	21,05	0,4875	1,47938

Defenisi variabel : Aktifitas *tunneling* diprosikan pada RPT<sub>s</sub>, Hak kontrol sosioemotional diprosikan pada Cr, Hak arus kas diprosikan pada Cf, dan kosentrasi kepemilikan ultimate diprosikan pada CFR<sub>Lev</sub>.

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi

Variabel	Koefisien Regresi	Nilai T	Tolerance	VIF	Keterangan
Konstanta (a)	-1,424	-3,553			Persamaan 1 & 2
Cr	0,400*	2,608	0,317	3,150	(Hipotesis
Cf	-0,015*	-2,981	0,223	4,293	H1a, H1b & H2)
CFR_Lev	-0,015*	-2,035	0,043	2,414	
R-square	0,040				
Adj. R-Square	0,027				
Nilai F	3,038				

Sumber: Data diolah, 2021.

### Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan variabel Cr memiliki pengaruh positif terhadap RPT's sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis H1a tidak didukung. Hal ini menunjukkan bahwa, mekanisme hak kontrol yang dimiliki oleh pihak keluarga sebagai pemegang saham mayoritas melalui mekanisme kepemilikan piramida memiliki efek berlawanan dengan teori sosialemosional pada perusahaan. Sehingga argumentasi awal hipotesis bahwa pemegang saham mayoritas enggan merusak reputasi keluarga dan perusahaan dengan aktifitas *tunneling*.

Kontrol pemegang saham mayoritas berdasarkan *voting right* dalam skema privatisasi, dapat mengakibatkan lebih besar insentif pihak keluarga untuk menyimpang dari tujuan maksimalisasi nilai perusahaan. Skema privatisasi yang dilakukan akan memudahkan kerabat dari pihak keluarga sebagai pengendali seperti keponakan, sepupu, atau paman, dan teman-teman pemegang saham mayoritas dalam memanipulasi proses pemungutan suara, akibatnya mereka akan mengambil ahli perusahaan melalui skema tersebut. Oleh karena itu, dimungkinkan hak kontrol yang didominasi oleh pihak keluarga akan menimbulkan aktivitas *tunneling* melalui RPT yang akan terjadi pada perusahaan.

Sementara itu, variabel Cf memiliki pengaruh negative terhadap RPT's sehingga

dapat disimpulkan bahwa hipotesis H1b didukung. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Kang *et al.* (2014), yang membuktikan bahwa aktifitas *tunneling* tidak akan terjadi di dalam perusahaan ketika hak aliran kas dari pemegang saham mayoritas terpenuhi. Hak arus kas dapat berkontribusi pada kesejahteraan seluruh pemangku kepentingan perusahaan dan terkhususnya untuk kesejahteraan perusahaan dalam jangka waktu yang panjang. Dengan hak arus kas yang terpenuhi, perusahaan dapat melakukan ekspansi dengan mengalokasikan dan memanfaatkan sebagian besar hak arus kasnya (Du, 2014; Wang *et al.*, 2019). Hasil penelitian Du (2014), menemukan bahwa hak arus kas yang semakin besar dapat meminimisasi terjadinya aktifitas *tunneling* melalui RPT sampai pada batas tertentu, bahkan dapat meningkatkan performa perusahaan dalam hal pengembalian aset (Wang *et al.*, 2019).

Penelitian-penelitian sebelumnya telah memberikan secara kontras bukti empiris tentang pemanfaatan pasar internal dalam kelompok bisnis berafiliasi yang berdampak positif pada kinerja perusahaan (Fan *et al.*, 2016). Pada akhirnya, perusahaan akan mengoptimalkan sumber daya secara maksimal agar anak-perusahaannya yang memiliki akses terbatas ke pendanaan atau mungkin di negara-negara dengan pasar modal yang ketat, bisa mendapatkan keuntungan dari

dukungan keuangan dari perusahaan lain dalam grup, melalui transfer *cashflow*.

Lebih lanjut, Hasil regresi pada table 3 menunjukkan variabel CFR\_Lev memiliki pengaruh negatif terhadap RPTs, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis H2 didukung. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya, yang menjustifikasi bahwa perusahaan keluarga di Indonesia akan cenderung mempertahankan kendalinya melalui rantai hubungan kepemilikan dengan investasi lebih sedikit. Struktur piramida dapat mengakibatkan insentif orang dalam untuk menyimpang dari tujuan maksimalisasi nilai (Claessens *et al.*, 2000, 2002).

Struktur tersebut menyebabkan semakin besar divergensi pemisahan antara hak kontrol dan hak arus kas, memberikan efek ganda pada kepentingan keluarga dan pemegang saham non-keluarga. Jika sebuah perusahaan memiliki tingkat perbedaan yang lebih rendah antara kontrol dan hak arus kas atau ( $CFR\_Lev = < 0$ ), maka konflik kepentingan yang diharapkan mungkin tidak muncul. Oleh karena itu, dalam situasi tingkat pemisahan hak yang lebih rendah, pembuat keputusan di perusahaan keluarga bertindak sebagai pelayan pemegang saham minoritas dan kekayaan keluarga (Jara *et al.*, 2019; Li & Lin, 2021).

Namun demikian, terlepas dari pelayanan pemegang saham minoritas, upaya untuk melakukan ekspropriasi akan terjadi melalui aktifitas tunneling yang tercermin dari lebih tinggi selisih antara hak kontrol dan arus kas ( $CFR\_Lev = < 0$ ). Hasil penelitian ini membuktikan bahwa CFR\_Lev memiliki pengaruh negatif sehingga dimungkinkan adanya motivasi yang tinggi dari pemegang saham pengendali dalam mekanisme kepemilikan piramida, untuk melakukan aktivitas tunneling yang akan merugikan pemegang saham minoritas. Lebih lanjut hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Lin *et al.* (2014), Malawat (2018) dan Malawat *et al.*, (2018) juga menemukan hasil yang serupa.

## Simpulan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hak kontrol yang tinggi mengindikasikan adanya tujuan oportunistik melalui RPT yang akan dilakukan pemegang saham pengendali dibandingkan untuk tujuan sosioemotional. Sementara itu, Hak arus kas cenderung dimanfaatkan oleh pemegang saham pengendali untuk melakukan suntikan dana pada perusahaan-perusahaan yang memiliki hubungan afiliasi melalui RPT. Hal ini akan berdampak positif bagi kesejahteraan seluruh pemegang saham dalam waktu jangka panjang.

Secara keseluruhan terdapat konsentrasi kepemilikan dengan mekanisme piramida yang terjadi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Hasil penelitian memberikan bukti empiris adanya indikasi aktivitas tunneling yang cenderung dilakukan melalui RPT, khususnya pada transaksi pembelian dan transaksi penjualan. Hal ini dipengaruhi oleh otoritas pengendali akhir dengan investasi minimum namun mampu mengendalikan perusahaan-perusahaan yang berada pada lapisan bawah melalui rantai kepemilikan. Oleh karena itu, besaran transaksi pihak berelasi menjadi hal penting yang harus diperhatikan oleh pemegang saham minoritas guna mengamankan kekayaannya.

Lebih lanjut, hasil penelitian ini dapat berkontribusi kepada pihak regulasi guna membuat kebijakan yang menguntungkan pemegang saham minoritas sehingga dapat menjamin dan memberikan perlindungan kepada mereka. Pihak regulasi dapat membuat peraturan tentang pembatasan kepemilikan saham bagi pihak-pihak keluarga, serta membatasi dominasi pihak keluarga dalam manajemen perusahaan.

Keterbatasan penelitian terletak pada periode penelitian, dan identifikasi kepemilikan keluarga melalui rantai kepemilikan. Diharapkan untuk penelitian selanjutnya perlu mengkaji konsentrasi kepemilikan keluarga dalam rantai kepemilikan. Lebih lanjut, diharapkan untuk penelitian selanjutnya untuk



mengkaji kebijakan *corporate governance* guna mereduksi aktifitas *tunneling*, dan menggunakan pendekatan dari perspektif *sosioemosional*, sebab pengelolaan perusahaan oleh pemegang saham pengendali tidak selamanya sebagai tujuan ekonomi melainkan tujuan non-ekonomi (Alessandri et al., 2018; Jara et al., 2019).

### Daftar Pustaka

- Agnihotri, A., & Bhattacharya, S. (2019). Internationalization, related party transactions, and firm ownership structure: Empirical evidence from an emerging market. *Research in International Business and Finance*, 48, 340–352. <https://doi.org/10.1016/J.RIBAF.2019.02.004>
- Alessandri, T. M., Mammen, J., & Eddleston, K. (2018). Managerial incentives, myopic loss aversion, and firm risk: A comparison of family and non-family firms. *Journal of Business Research*, 91, 19–27. <https://doi.org/10.1016/J.JBUSRES.2018.05.030>
- Bona-Sánchez, C., Fernández-Senra, C. L., & Pérez-Alemán, J. (2017). Related-party transactions, dominant owners and firm value. *BRQ Business Research Quarterly*, 20(1), 4–17. <https://doi.org/10.1016/J.BRQ.2016.07.002>
- Chang, S. J. (2003). Ownership structure, expropriation, and performance of group-affiliated companies in Korea. *Academy of Management Journal*, 46(2), 238–253. <https://doi.org/10.2307/30040617>
- Chen, X., Hu, N., Wang, X., & Tang, X. (2014). Tax avoidance and firm value: evidence from China. *Nankai Business Review International*, 5(1), 25–42. <https://doi.org/10.1108/NBRI-10-2013-0037>
- Cho, S., & Lim, K. M. (2018). Tunneling by Related-party Transactions: Evidence from Korean Conglomerates. *Asian Economic Journal*, 32(2), 147–164. <https://doi.org/10.1111/ASEJ.12146>
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- 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. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- Diab, A. A., Aboud, A., & Hamdy, A. (2019). The impact of related party transactions on firm value: Evidence from a developing country. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17(3), 571–588. <https://doi.org/10.1108/JFRA-08-2018-0064/FULL/XML>
- Du, J., He, Q., & Yuen, S. W. (2013). Tunneling and the decision to go private: Evidence from Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 22(1), 50–68. <https://doi.org/10.1016/J.PACFIN.2012.10.001>
- Du, X. (2014). Does Religion Mitigate Tunneling? Evidence from Chinese Buddhism. *Journal of Business Ethics*, 125(2), 299–327. <https://doi.org/10.1007/S10551-013-1917-6>
- Fan, J. P. H., Jin, L., & Zheng, G. (2016). Revisiting the Bright and Dark Sides of Capital Flows in Business Groups. *Journal of Business Ethics*, 134(4), 509–528. <https://doi.org/10.1007/S10551-014-2382-6>
- Habib, A., Jiang, H., & Zhou, D. (2015). Related Party Transactions and Audit Fees: Evidence from China. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2448088>

- Hamid, M. A., Ting, I. W. K., & Kweh, Q. L. (2016). The Relationship between Corporate Governance and Expropriation of Minority Shareholders' Interests. *Procedia Economics and Finance*, 35, 99–106. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)00014-9](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)00014-9)
- Jara, M., López-Iturriaga, F. J., & Torres, J. P. (2019). Firm value and pyramidal structures: New evidence for family firms. *Journal of Business Research*, 127, 399–412. <https://doi.org/10.1016/J.JBUSRES.2019.10.063>
- 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. [https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johnson, S., La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90(2), 22–27. <https://doi.org/10.1257/AER.90.2.22>
- 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. <https://doi.org/10.1016/J.PACFIN.2014.04.006>
- Kartika, V., Budiharto, & Mahmudah, S. (2017). Tanggung Jawab Direksi dalam Hal Terjadi Transaksi Afiliasi yang Mengandung Benturan Kepentingan pada Kasus PT. Sumalindo Lestari Jaya Tbk. *Diponegoro Law Journal*, 6(2), 1–20.
- Kohlbeck, M., & Mayhew, B. W. (2017). Are Related Party Transactions Red Flags? *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 900–928. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12296>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). Investor protection: Origins, consequences, reform. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(00)00065-9)
- Li, C., & Lin, D. (2021). Does overcapacity prompt controlling shareholders to play a propping role for listed companies? *China Journal of Accounting Research*, 14(1), 63–81. <https://doi.org/10.1016/J.CJAR.2021.01.001>
- Lin, C. Y., Chen, Y. S., & Yen, J. F. (2014). On the determinant of bank loan contracts: The roles of borrowers' ownership and board structures. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 54(4), 500–512. <https://doi.org/10.1016/J.QREF.2014.04.005>
- Malawat, F. F. (2018). *Pengaruh Pyramid of Structure dan Pengungkapan Transaksi Pihak Berelasi Terhadap Tindakan Ekspropriasi, Dimoderasi oleh Tata Kelola Perusahaan - Brawijaya Knowledge Garden*. <https://doi.org/http://repository.ub.ac.id/id/eprint/171124>
- Malawat, F. F., Sutrisno, S., & Subekti, I. (2018). Pyramid of Structure, Pengungkapan Transaksi Pihak Berelasi, dan Tata Kelola Perusahaan: Indikasi Ekspropriasi. *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, 14(1), 1–15. <https://doi.org/10.21067/JEM.V14I1.2377>
- OECD. (2009). Guide on Fighting Abusive Related Party Transactions in Asia. *OECD Publishing*, 1–67.
- Utama, C. A. (2015). Penentu Besaran Transaksi Pihak Berelasi: Tata Kelola,

Tingkat Pengungkapan, Dan Struktur Kepemilikan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 11(1), 37–54. <https://doi.org/10.21002/jaki.2015.03>

Wang, H. Da, Cho, C. C., & Lin, C. J. (2019). Related party transactions,

business relatedness, and firm performance. *Journal of Business Research*, 101, 411–425. <https://doi.org/10.1016/J.JBUSRES.2019.01.066>

## Lampiran



