

PENGARUH TATA KELOLA TERHADAP PRAKTIK EKSPROPRIASI DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI

Dewi Diah Fakhriyyah, Bambang Purnomosidhi dan Imam Subekti

Universitas Brawijaya

dewi.d.fakh@gmail.com, pur@ub.ac.id dan subekti@ub.ac.id

Abstract. The concentrated ownership structure that occurred in Indonesia led to the agency conflicts between the controlling shareholder and the non-controlling shareholder will lead expropriation. This study aims to examine the effect of governance on expropriation practices. In addition, the study also aims to examine the moderation role of dividend policy in strengthening the governance effect on expropriation practices. The results show that governance negatively affects the practice of expropriation and dividend policy can not strengthen the negative effect of governance on the practice of expropriation. This study contributes to the theory of agency type II which discusses conflicts between controlling and non-controlling shareholders, which can be overcome by the use of corporate governance mechanisms

Keywords: governance, expropriation, dividend policy, related party transaction

Abstrak. Struktur kepemilikan terkonsentrasi yang terjadi di Indonesia menyebabkan munculnya konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non-pengendali sehingga berpotensi terjadinya praktik ekspropriasi. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh tata kelola terhadap praktik ekspropriasi. Selain itu, penelitian ini juga bertujuan untuk menguji peran moderasi kebijakan dividen dalam memperkuat pengaruh tata kelola terhadap praktik ekspropriasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tata kelola berpengaruh negatif terhadap praktik ekspropriasi dan kebijakan dividen tidak dapat memperkuat pengaruh negatif tata kelola terhadap praktik ekspropriasi. Penelitian ini berkontribusi pada teori keagenan tipe II yang membahas konflik antara pemegang saham pengendali dan non-pengendali, yang dapat diatasi dengan penggunaan mekanisme tata kelola.

Kata kunci: Tata kelola, ekspropriasi, kebijakan dividen, transaksi pihak berelasi

PENDAHULUAN

Konflik keagenan yang terjadi di Indonesia berbeda dengan yang terjadi pada negara-negara di Amerika dan Eropa. Konflik keagenan yang terjadi di Amerika dan Eropa terjadi antara manajemen dengan pemegang saham (Tipe I), sedangkan konflik keagenan di Indonesia terjadi antara pemegang saham mayoritas (pengendali) dan pemegang saham minoritas (non-pengendali) (Tipe II) seperti yang disebutkan oleh (Villalonga dan Amit 2006). Hal ini disebabkan perbedaan struktur kepemilikan, Indonesia dan negara Asia lainnya memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi, sedangkan negara-negara di Amerika dan Eropa memiliki struktur kepemilikan tersebar. Kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi menimbulkan hak kontrol dan hak arus kas berada pada pihak tertentu sebagai pemegang saham pengendali, misalnya keluarga dan pemerintah. Hal tersebut menimbulkan potensi bagi pemegang saham pengendali untuk terlibat lebih jauh dalam pengelolaan perusahaan (La-Porta, Silanes dan Shleifer, 1999; Shleifer dan Vishny 1997) serta memiliki kemungkinan untuk

melakukan transfer dana dari satu perusahaan ke perusahaan lain dengan tujuan menguntungkan pihak pemegang saham pengendali (Friedman, Johnson dan Mitton, 2003). Kondisi seperti ini memberikan celah bagi pemegang saham pengendali untuk melakukan praktik ekspropriasi yang akan merugikan pemegang saham minoritas. Salah satu cara yang biasa digunakan oleh pemegang saham pengendali untuk melakukan ekspropriasi kekayaan pemegang saham non-pengendali, yaitu melalui transaksi pihak berelasi/*related party transaction* (RPT) yang dapat juga berupa *tunelling*.

Fenomena kasus yang terjadi di Indonesia terkait ekspropriasi yang merugikan pemegang saham minoritas salah satunya, yaitu kasus PT. Sumalindo Lestari Jaya Tbk (SULI). Perusahaan melakukan pengalihan 60% saham anak usaha SULI (PT Sumalindo Hutani Jaya) ke PT Tjiwi Kimia dengan harga yang tidak wajar dan murah, menyalahi prosedur permohonan persetujuan pengalihan saham kepada Menteri Kehutanan tanpa didahului persetujuan RUPS SULI, dan tidak melaporkan aktivitas penambangan di area anak usaha pada laporan keuangan perusahaan. terjadinya kasus tersebut disebabkan terdapat hubungan keluarga antara direktur dan komisaris SULI dengan direktur pemegang saham mayoritas SULI. Fenomena tersebut menunjukkan masih rendahnya perlindungan terhadap hak-hak pemegang saham minoritas sehingga terjadi praktik ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas.

Beberapa penelitian mengenai ekspropriasi mayoritas meneliti faktor-faktor apa saja yang dapat memengaruhi ekspropriasi, misalnya pengaruh struktur kepemilikan (La-Porta *et al.*, 1999; Shleifer dan Vishny, 1997; Lemmon dan Lins, 2003; Kang *et al.*, 2014; Utama, 2015), pengaruh selisih hak arus kas, dan hak kendali yang menyebabkan ekspropriasi lebih tinggi (Johnson *et al.*, 2000; Claessens *et al.*, 2002; Baek *et al.*, 2004; Chun-ling *et al.*, 2013), serta pengaruh hubungan politik terhadap ekspropriasi (Ma *et al.*, 2013; Habib *et al.*, 2017). Jarang penelitian yang fokus untuk meneliti faktor apa yang dapat menurunkan praktik ekspropriasi.

Berdasarkan teori keagenan, masalah ekspropriasi dapat diatasi dengan mekanisme tata kelola yang baik. Penelitian mengenai keefektifan tata kelola terhadap ekspropriasi masih terbatas dan hasilnya tidak konsisten. Yeh, Shu dan Su (2012), Gao dan Kling (2008), Hamid, Ting, dan Kweh (2016) menemukan bahwa praktik tata kelola dapat mencegah aktivitas *tunneling*, serta Lo, Wong dan Firth (2010) menyimpulkan bahwa kualitas tata kelola dapat menghalangi penggunaan manipulasi harga transfer pada transaksi penjualan pihak berelasi. Penelitian Hastori *et al.*, (2015) menunjukkan hasil bahwa dewan direksi dan dewan komisaris dapat mengurangi praktik ekspropriasi namun komisaris independen dan komite audit bukan faktor yang signifikan dalam mengurangi praktik ekspropriasi.

Sari dan Taman (2011) menguji pengaruh mekanisme tata kelola pada pengendalian risiko *tunneling* pada aktivitas merger dan akuisisi yang memperoleh hasil bahwa penerapan tata kelola tidak mampu menurunkan kecenderungan *tunneling*, kemudian diindikasikan penyebab tidak terduduknya hipotesis disebabkan pengukuran tata kelola menggunakan struktur kepemilikan bukan efektivitas tata kelola. Penelitian Sari, Djajadikarta dan Baridwan (2014) yang menyimpulkan bahwa secara keseluruhan mekanisme tata kelola (struktur kepemilikan, direktur independen, dan komite audit) pada perusahaan yang melakukan *tunelling* maupun tidak melakukan *tunneling* tidak dapat dibedakan sehingga mekanisme tata kelola bukan merupakan faktor yang efektif untuk mencegah *tunneling*. Begitu pula dengan penelitian Juliarto *et al.*, (2013) menyimpulkan bahwa mekanisme tata kelola berupa struktur kepemilikan asing, tata

kelola tingkat nasional, serta direktur independen bukan faktor yang efektif untuk mengendalikan *tunneling*.

Terdapatnya ketidakkonsistenan hasil penelitian mengenai mekanisme tata kelola terhadap praktik ekspropriasi membuat peneliti tertarik untuk melakukan penelitian yang menguji kembali mekanisme tata kelola terhadap ekspropriasi. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah bahwa pada penelitian sebelumnya mayoritas menguji secara individu komponen mekanisme tata kelola terhadap praktik ekspropriasi, maka pada penelitian ini ingin menguji secara keseluruhan mekanisme tata kelola sebagai satu kesatuan terhadap praktik ekspropriasi dengan menggunakan skor tata kelola. Selain itu, untuk menjembatani ketidakkonsistenan hasil penelitian, penelitian ini juga menambahkan variabel moderasi berupa kebijakan dividen. Pemilihan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi disebabkan bahwa kebijakan dividen dapat menjadi mekanisme pengendalian yang efektif untuk mengurangi praktik ekspropriasi pemegang saham minoritas karena dapat menarik penggunaan kas yang tersedia bagi pemegang saham mayoritas (Cesari, 2012).

Permasalahan dalam penelitian ini apakah tata kelola berpengaruh terhadap ekspropriasi dan apakah kebijakan dividen dapat memperkuat pengaruh tata kelola terhadap praktik ekspropriasi. Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh tata kelola terhadap praktik ekspropriasi dan untuk menguji peran moderasi kebijakan dividen terhadap pengaruh tata kelola terhadap praktik ekspropriasi.

KAJIAN TEORI

Teori Keagenan. Teori keagenan menjelaskan kontrak yang tepat antara prinsipal dan agen ketika terjadi konflik kepentingan untuk mencapai kesepakatan terbaik. Konflik keagenan muncul akibat adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan.

Konflik keagenan yang terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan (pemilik saham) dan pengendalian perusahaan (manajer) yang dinyatakan oleh Jensen dan Meckling (1976) lebih dikenal dengan konflik keagenan tipe I. Masalah keagenan tipe I terjadi jika kepemilikan tersebar di banyak pemegang saham sehingga tidak satu pun pihak yang dapat atau mampu mengontrol kinerja manajemen dalam menjalankan perusahaan. Hal ini mengakibatkan perusahaan dapat dijalankan sesuai dengan keinginan manajer. Untuk memonitor perilaku manajer, pemilik saham melakukan konsentrasi kepemilikan karena dengan kepemilikan saham yang semakin besar dapat memiliki hak suara yang cukup untuk memengaruhi keputusan manajer.

Namun, konsentrasi kepemilikan di sisi lain dapat menimbulkan konflik antara pemegang saham mayoritas dan minoritas atau disebut sebagai konflik keagenan tipe II (Villalonga dan Amit 2006). Pemegang saham mayoritas yang memiliki kendali yang lebih terhadap kebijakan perusahaan dikhawatirkan akan melakukan ekspropriasi dan membuat kebijakan yang merugikan pemegang saham minoritas.

Untuk melindungi pemegang saham non-pengendali, perusahaan harus mempunyai serangkaian mekanisme aturan tertentu, yaitu yang disebut tata kelola perusahaan yang baik (Shleifer dan Vishny, 1986). Dengan penerapan tata kelola yang baik maka perusahaan juga akan berjalan dengan baik dengan memperhatikan hak-hak pemegang saham serta *stakeholder* lain sehingga dapat menurunkan risiko praktik ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali.

Penggunaan teori keagenan sebagai dasar mekanisme tata kelola dengan dasar bahwa teori keagenan mempunyai asumsi bahwa manusia itu egois dan rasional yang ingin mengejar keinginannya, sedangkan pada kebanyakan kasus mekanisme tata kelola

dipertimbangkan sebagai alat yang membatasi keinginan manajer dan membuat mereka mengejar keinginan pemegang saham (Kultys, 2016)

Tata Kelola. Tata kelola merupakan suatu mekanisme pengelolaan berdasarkan teori keagenan yang muncul karena kebutuhan perusahaan untuk memastikan kepada penyandang dana (prinsipal) bahwa dana yang ditanamkan telah digunakan dengan tepat oleh agen demi kepentingan perusahaan serta memastikan agen telah bertindak sesuai keinginan prinsipal. Menurut Hamid *et al.*, (2016) tata kelola adalah mekanisme pengawasan dalam perusahaan untuk mengawasi aktivitas bisnis perusahaan serta untuk menjaga kepentingan pemegang saham. Secara umum terdapat lima prinsip dasar dari tata kelola yang baik, yaitu transparansi, akuntabilitas, pertanggungjawaban, independensi, dan kesetaraan dan kewajaran.

Pentingnya tata kelola ditunjukkan oleh Claessens dan Yurtoglu (2013) yang melakukan survei mengenai tata kelola pada pasar berkembang menyimpulkan hasil bahwa tata kelola yang baik dapat menguntungkan perusahaan dalam mendapatkan pembiayaan, biaya modal yang lebih rendah, serta kinerja yang lebih baik. Namun, jika sistem tata kelola negara rendah maka mekanisme tata kelola pasar dan sukarela menjadi kurang efektif.

Mekanisme tata kelola konvensional dianggap tidak cukup kuat untuk mengatasi masalah keagenan di Asia (Claessens dan Fan 2003) sehingga diperlukan mekanisme lain yang dianggap dapat menyempurnakan mekanisme tata kelola konvensional. Penelitian ini menggunakan skor tata kelola yang dikembangkan oleh FCGI berupa *Corporate Governance Self – Assessment Checklist* yang melakukan pembobotan pada lima bidang tata kelola, yaitu hak-hak pemegang saham, kebijakan tata kelola, praktik tata kelola, pengungkapan, dan fungsi audit.

Ekspropriasi Pemegang Saham. Ekspropriasi didefinisikan sebagai pengambilalihan kekayaan yang dimiliki oleh seseorang yang diperuntukkan untuk kepentingan umum (Brisley *et al.*, 2011). Namun, dalam perkembangannya dikonotasikan negatif, yaitu sebagai pengambilalihan kekayaan yang dimiliki oleh pihak lain untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya. Secara umum ekspropriasi merupakan tindakan perampasan yang dilakukan oleh pihak pemegang saham pengendali (mayoritas) terhadap pemegang saham non-pengendali (minoritas). Ekspropriasi terjadi karena salah satu pihak memiliki hak kontrol atas aset perusahaan relatif lebih besar dibanding hak kontrol yang dimiliki oleh pihak lain.

Ekspropriasi dapat dilakukan melalui pengambilalihan aset perusahaan (*tunneling*) (Johnson *et al.*, 2000). *Tunneling* dapat didefinisikan sebagai transfer sumber daya perusahaan kepada pemegang saham mayoritas yang dapat dilakukan melalui transaksi pihak berelasi. Terdapat dua bentuk *tunneling* menurut Johnson *et al.*, (2000), pertama, pemegang saham pengendali mentransfer sumber daya perusahaan melalui transaksi yang terkait dengan dirinya (*self-dealing transactions*). Kedua, pemegang saham pengendali dapat meningkatkan proporsi kepemilikan sahamnya melalui pengeluaran saham dilutif, akuisisi perlahan, ataupun melalui transaksi keuangan lainnya yang mendiskriminasikan pemegang saham minoritas.

Dalam penelitian ini pengukuran ekspropriasi dengan menggunakan transaksi penjualan pihak berelasi (Lo *et al.*, 2010). Transaksi penjualan pada perusahaan satu grup merupakan hal yang lazim terjadi, namun sering kali transaksi tersebut digunakan untuk melakukan ekspropriasi dengan cara melakukan manipulasi harga transfer. Manipulasi harga transfer digunakan sebagai mekanisme untuk mengatur keuntungan

yang ingin diperoleh serta untuk memilih pada perusahaan mana keuntungan akan dilaporkan.

Transaksi Pihak Berelasi. Transaksi pihak berelasi merupakan hal yang normal dalam kegiatan bisnis perusahaan. Namun, transaksi pihak berelasi juga dapat menjadi salah satu cara bagi pihak tertentu untuk mengambil manfaat pribadi dengan melakukan ekspropriasi.

Berdasarkan PSAK No.7 (Revisi 2010) mengenai “Pengungkapan Pihak-pihak Berelasi”, pihak berelasi adalah orang atau entitas yang terkait dengan entitas yang menyiapkan laporan keuangannya. Transaksi pihak berelasi adalah suatu pengalihan sumber daya, jasa, atau kewajiban antara entitas pelapor dengan pihak-pihak berelasi, terlepas apakah ada harga yang dibebankan. Transaksi pihak berelasi (*Related Party Transaction/ RPT*) dapat terjadi karena adanya kontrak antara direktur dengan pemegang saham mayoritas atau perusahaan afiliasi sehingga pihak tersebut memiliki pengaruh terhadap transaksi untuk memaksimalkan kekayaan pribadi.

Terdapat dua hipotesis yang bertolak belakang mengenai RPT, yaitu yang bersifat merugikan (*abusive RPT*) yang berdasarkan *the conflict of interest hypothesis* atau menguntungkan (*efficient RPT*) yang berdasarkan *the efficient transaction hypothesis* (Gordon, Henry, dan Palia, 2004). *Abusive RPT* dilakukan oleh pemegang saham pengendali untuk merampas kas dari pemegang saham non-minoritas melalui tunneling, RPT ini konsisten dengan teori keagenan. *Efficient RPT* dilakukan dengan menggunakan sumber daya secara bersama-sama sehingga dapat memperoleh manfaat yang akan menguntungkan pemegang saham secara keseluruhan. *Efficient RPT* meningkatkan efisiensi perusahaan karena transaksi tersebut dilakukan antara pihak di bawah kendali yang sama sehingga biaya kontrak perjanjian dan proses negosiasi dapat dilakukan lebih efisien.

Cheung *et al.*, (2006) mengklasifikasi transaksi pihak berelasi ke dalam tiga kategori, yaitu transaksi yang kemungkinan menghasilkan ekspropriasi pemegang saham minoritas, transaksi yang menguntungkan pemegang saham minoritas, transaksi yang dilakukan dengan alasan strategis dan kemungkinan bukan ekspropriasi.

Transaksi pihak berelasi yang umumnya terjadi di Asia berpotensi digunakan sebagai salah satu cara ekspropriasi hak pemegang saham non-pengendali (Johnson *et al.*, 2000; Matinfard *et al.*, 2015; Hasnan *et al.*, 2016). Dalam penelitian ini RPT yang digunakan adalah RPT yang bersifat merugikan berdasarkan hipotesis konflik kepentingan yang merupakan bagian dari teori keagenan.

Kebijakan Dividen. Dalam perusahaan, manajemen memiliki dua alternatif perlakuan terhadap laba setelah pajak, yaitu laba tersebut akan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan atukah akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Upaya perlakuan laba tersebut biasa disebut sebagai kebijakan dividen. Penggunaan kebijakan dividen dalam penelitian ini sebagai variabel moderasi berdasarkan pada teori keagenan – hipotesis arus kas bebas. Teori keagenan – hipotesis arus kas bebas menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi konflik keagenan antara prinsipal dan agen (Jensen, 1986).

Secara khusus dalam penelitian ini masalah keagenan yang terjadi adalah potensi terjadinya ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali dari pemegang saham non-pengendali. Pembagian dividen kas kepada pemegang saham dimaksudkan untuk menyelaraskan kepentingan pemegang saham pengendali dengan pemegang non-pengendali dari tindakan *entrenchment* yang dilakukan oleh pemegang saham

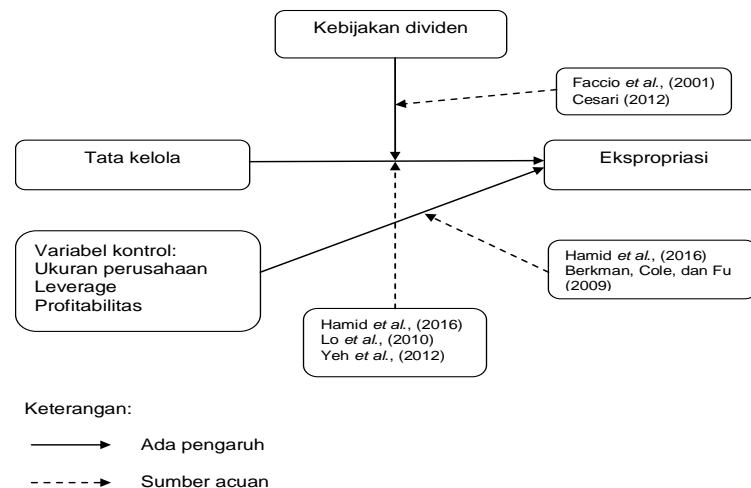
pengendali. Selain itu, secara tidak langsung dividen dapat menjadi mekanisme yang mampu untuk mengurangi biaya keagenan yang timbul untuk mengatasi masalah keagenan. Hal ini didukung oleh Easterbrook (1984) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen sebagai upaya untuk melakukan pengawasan yang dapat mengurangi biaya keagenan melalui pengurangan sumber daya yang berada di bawah kekuasaan agen.

Dalam pandangan alternatif teori keagenan yaitu *substitute model*, dividen merupakan substitusi atas proteksi legal. Dividen digunakan untuk membangun reputasi di mata investor bahwa perusahaan berupaya untuk mengurangi ekspropriasi, model ini diterapkan pada negara *civil law* yang perlindungan terhadap investornya rendah. Rasio kebijakan dividen pada negara yang perlindungan investornya rendah harus lebih tinggi agar reputasi perusahaan lebih baik (La-Porta *et al.*, 2000a). Selain itu, terdapat pandangan lain yaitu *outcome model*. Pada model ini, dividen sebagai hasil tata kelola yang baik dalam rangka perlindungan legal pemegang saham, model ini diterapkan pada negara *common law* yang perlindungan investornya tinggi. Hal ini dapat menjadi bukti bahwa dividen dapat digunakan untuk mengatasi risiko ekspropriasi pemegang saham. Penelitian ini mengukur kebijakan dividen dengan dividen kas per saham dibagi laba per saham seperti yang digunakan oleh La-Porta *et al.*, (2000b).

Connor (2012) menguji hubungan antara tata kelola individual dengan kebijakan dividen pada dua puluh satu negara di pasar berkembang. Hasil penelitian mendukung *outcome model* yaitu, kebijakan dividen merupakan hasil tata kelola yang kuat dan kebijakan dividen lebih besar pada perusahaan dengan dewan independen dan akuntabilitas yang tinggi. Namun, peneliti juga menemukan sedikit bukti mengenai *substitute model* yaitu perusahaan yang tertutup membayar dividen lebih tinggi daripada perusahaan yang transparan, dengan kata lain menggunakan dividen sebagai substitusi tata kelola yang lemah.

Peran kebijakan dividen dalam mengatasi masalah keagenan juga didukung oleh Faccio *et al.*, (2001) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen sebagai sarana untuk komitmen jangka panjang oleh manajer kepada pemegang saham yang dapat digunakan untuk mengatasi masalah keagenan yang timbul dari asimetri informasi dan kontrak yang tidak lengkap antara dua pihak. Dengan membayar dividen, pihak internal (pemegang saham) mengembalikan laba perusahaan kepada investor dan tidak ada laba yang dapat digunakan untuk mendapatkan manfaat pribadi.

Rerangka Konseptual. Penelitian ini akan menguji pengaruh mekanisme tata kelola terhadap praktik ekspropriasi dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Peneliti juga menggunakan variabel kontrol berupa ukuran perusahaan dan leverage. Variabel kontrol merupakan variabel yang digunakan untuk melengkapi hubungan kausal supaya lebih baik untuk didapatkan model empiris yang lebih lengkap dan lebih baik (Hartono, 2014:188). Variabel kontrol juga berfungsi untuk mengendalikan atau menghilangkan pengaruh tertentu pada model penelitian agar hasil penelitian tidak menjadi bias.



Gambar 1. Rerangka Konseptual

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Tata Kelola Terhadap Praktik Ekspropriasi. Dengan pendekatan teori keagenan, mekanisme tata kelola digunakan untuk perlindungan kepentingan pemegang saham minoritas dengan mencegah tindakan oportunistis oleh pemegang saham mayoritas termasuk tindakan ekspropriasi. Mekanisme tata kelola yang kuat juga diharapkan dapat memberikan perlindungan kepada investor serta menjamin tingkat perlakuan yang adil untuk semua pemegang saham sehingga dengan mekanisme tata kelola yang baik maka akan dapat mencegah terjadinya praktik ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali.

Hamid *et al.*, (2016) menemukan bahwa mekanisme tata kelola berupa jumlah direktur independen pada komite audit dan pemisahan pemegang posisi CEO dan chairman (presiden direktur) akan mengurangi tingkat ekspropriasi di Malaysia. Lo *et al.* (2010) juga menunjukkan hasil bahwa mekanisme tata kelola berupa tingginya persentase direktur independen, terdapatnya orang yang berbeda pada posisi CEO dan presiden direktur (chairman), serta terdapatnya ahli keuangan pada komite audit akan mengurangi ekspropriasi dalam bentuk manipulasi harga transfer pada RPT. Penelitian Yeh *et al.* (2012) memberikan hasil bahwa praktik tata kelola dengan menggunakan indeks tata kelola dapat membatasi *tunneling*. Penelitian Hastori *et al.*, (2015) menunjukkan hasil bahwa dewan direksi dan dewan komisaris dapat mengurangi praktik ekspropriasi namun komisaris independen dan komite audit bukan faktor yang signifikan dalam mengurangi praktik ekspropriasi. Begitu pula penelitian Chen *et al.*, (2014) menyatakan bahwa jaringan dewan direksi independen sebagai bentuk mekanisme tata kelola mampu menurunkan praktik *tunneling* di China. Penelitian Hasnan *et al.*, (2016) di Malaysia menunjukkan hasil bahwa transaksi pihak berelasi sebagai bentuk ekspropriasi dapat mengurangi kualitas laba namun hubungan tersebut dapat dikurangi dengan adanya tata kelola yang baik, yaitu dewan direksi dan kualitas audit.

Penelitian Matinfard *et al.*, (2015) menunjukkan hasil bahwa mekanisme tata kelola berperan dalam mengatasi transaksi pihak berelasi yang bersifat merugikan yang dapat menurunkan kinerja perusahaan. Sementara itu, hasil yang berbeda ditunjukkan oleh Sari dan Taman (2011) yang melakukan penelitian pengaruh pengimplementasian mekanisme tata kelola pada risiko *tunneling* atas aktivitas merger dan akuisisi yang dilakukan pada perusahaan pengakuisisi dan target. Hasil penelitian menunjukkan

bahwa mekanisme tata kelola tidak mampu menurunkan kecenderungan risiko *tunneling* pada aktivitas merger dan akuisisi. Peneliti mengindikasikan penyebab tidak terdukungnya hipotesis disebabkan pengukuran tata kelola menggunakan struktur kepemilikan bukan efektivitas tata kelola.

Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis penelitian yang dirumuskan adalah:

H1 : Tata kelola berpengaruh negatif terhadap praktik ekspropriasi

Pengaruh Tata Kelola Terhadap Praktik Ekspropriasi Dengan Dimoderasi oleh Kebijakan Dividen. Penggunaan variabel kebijakan dividen dalam penelitian ini didasarkan pada teori keagenan – hipotesis arus kas bebas yang menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi konflik keagenan antara prinsipal dan agen (Jensen, 1986). Faccio *et al.*, (2001) menyatakan bahwa dividen dapat berperan dalam membatasi ekspropriasi oleh *insider* karena mampu menghilangkan kekayaan perusahaan dari pengendalian *insider*. Tata kelola yang lemah lebih rentan terhadap masalah keagenan misalnya ekspropriasi yang terkait aliran kas bebas sehingga memerlukan dukungan mekanisme lain untuk mengatasi masalah keagenan, misalnya dengan kebijakan dividen yang lebih kuat. Jensen (1986) menyatakan bahwa dividen sebagai substitusi dari mekanisme tata kelola perusahaan akan mengurangi biaya keagenan melalui pengurangan terhadap sumber daya yang berada di bawah kendali agen.

Beberapa penelitian mengenai keterkaitan kebijakan dividen dengan masalah keagenan misalnya dilakukan oleh Cesari (2012) yang melakukan pengujian mengenai kebijakan dividen pada perusahaan di Italia. Penelitian mendukung *substitute model* (pandangan substitusi) atas dividen yaitu perusahaan dengan perlindungan pemegang saham yang rendah akan membayar dividen lebih tinggi. Hastori *et al.*, (2015) menggunakan kebijakan dividen sebagai salah satu mekanisme tata kelola dalam mengurangi biaya keagenan sebagai akibat praktik ekspropriasi mampu membuktikan bahwa kebijakan dividen dapat mengurangi arus kas bebas sehingga membatasi praktik ekspropriasi dan mengurangi biaya keagenan. Su *et al.*, (2014) melakukan penelitian mengenai dividen tunai, ekspropriasi, dan hubungan politik di China yang menyimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan RPT yang tinggi lebih sedikit dalam membayar dividen tunai. Hasil ini mencerminkan terdapatnya ekspropriasi kekayaan pemegang saham melalui RPT. Jadi, dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan praktik ekspropriasi melalui RPT akan mengambil kebijakan dividen yang memperkecil pengeluaran dividen kas disebabkan kas bebas perusahaan telah diekspropriasi oleh pemegang saham pengendali. Qi (2013) menyatakan bahwa kebijakan dividen di China sebagai substitusi proteksi legal investor kecil dan menengah, selain itu juga digunakan untuk membangun reputasi dalam rangka mendapatkan dana dari luar.

Dengan diterapkannya kebijakan dividen akan dapat mengurangi arus kas bebas perusahaan yang berpotensi diekspropriasi oleh pemegang saham pengendali, sehingga menyebabkan penerapan mekanisme tata kelola dalam menurunkan praktik ekspropriasi menjadi lebih efektif karena kebijakan dividen terutama mengenai pengeluaran dividen kas yang lebih tinggi akan membantu mekanisme tata kelola dalam mengurangi praktik ekspropriasi. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis penelitian yang dirumuskan adalah:

H2 : Kebijakan dividen memperkuat pengaruh negatif tata kelola terhadap praktik ekspropriasi

METODE

Pendekatan Penelitian. Jenis penelitian merupakan penelitian penjelasan (*explanatory research*), yang mencoba menjelaskan fenomena yang ada.

Jenis dan Sumber Data. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan tahunan perusahaan publik yang terdaftar di BEI pada tahun 2013-2015 yang diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI), yaitu www.idx.co.id.

Populasi dan Sampel Penelitian. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan pemilihan sampel menggunakan *judgment sampling*.

Operasional Variabel. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah praktik ekspropriasi yang diukur menggunakan total transaksi penjualan pihak berelasi. Variabel independen adalah tata kelola yang diukur menggunakan skor tata kelola dengan menggunakan pedoman yang dikembangkan oleh *Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI)* berupa *Corporate Governance Self – Assessment Checklist*. Cara penilaian dengan memberi nilai 0-5 pada masing-masing pertanyaan di setiap kategori. Kemudian menjumlah nilai setiap kategori yang selanjutnya akan dikalikan dengan bobot masing-masing kategori, serta selanjutnya menjumlahkan seluruh hasil pembobotan tersebut. Variabel moderasi adalah kebijakan dividen yang diukur menggunakan *dividen payout ratio (DPR)*. Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol agar diperoleh model empiris yang lebih baik, yaitu 1) ukuran perusahaan (log total aset), 2) *leverage* (total utang/ total aset), 3) profitabilitas (*return on equity*).

Metode Analisis Data. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari analisis deskriptif, pengujian asumsi klasik, dan analisis regresi. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi dengan menggunakan aplikasi *software SPSS* versi 18.

Pengujian Efek Moderasi atau Hipotesis. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi moderasi melalui metode analisis regresi berjenjang (*hierarchical regression analysis*). Bentuk persamaan statistika penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$PE = \alpha - \beta_1TK + \beta_2LEV + \beta_3UP + \beta_4ROE + \varepsilon_2 \dots\dots\dots (1)$$

$$PE = \alpha - \beta_5TK + \beta_6KD + \beta_7UP + \beta_8LEV + \beta_9ROE + \varepsilon_2 \dots\dots\dots (2)$$

$$PE = \alpha - \beta_{10}TK + \beta_{11}KD + \beta_{12}UP + \beta_{13}LEV + \beta_{14}ROE - \beta_{15}TK*KD + \varepsilon_3 \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan:

PE = Praktik ekspropriasi

TK = Tata kelola

UP = Ukuran perusahaan

LEV = *Leverage*

KD = Kebijakan dividen

ROE = Profitabilitas

α = Konstanta

β = Koefisien regresi

ε = Kesalahan

Persamaan pertama digunakan untuk menguji hipotesis 1, sedangkan persamaan kedua dan ketiga digunakan untuk menguji variabel moderasi pada hipotesis 2. Pengujian hipotesis yang diajukan dianalisis dengan menggunakan pengujian satu arah (*one tailed*) dan pengujian statistik yang digunakan adalah Uji T, yaitu menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Tingkat signifikansi yang digunakan adalah 5%.

Keputusan untuk menerima atau menolak hipotesis 2 didasarkan pada nilai signifikansi koefisien β_{15} dari interaksi (TK*KD). Selain itu, juga dapat melihat nilai kenaikan R_2 pada persamaan 3 dibandingkan persamaan 2 (Hartono, 2014:176).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimal	Maksimal	Rerata	Deviasi Standar
Ekspropriasi	162	6,814	13,586	11,112	1,343
Tata kelola (TK)	162	46,817	91,580	67,564	11,632
Kebijakan dividen (KD)	162	0,035	4,270	0,437	0,427
Leverage (Lev)	162	0,001	1,166	0,431	0,202
Ukuran Perusahaan (UP)	162	11,126	14,390	12,558	0,654
Profitabilitas (ROE)	162	0,001	2,268	0,225	0,278

Tabel 1 menunjukkan hasil pengujian statistik deskriptif. Data tersebut menunjukkan nilai rata-rata ekspropriasi adalah sebesar 11,112 dengan deviasi standar sebesar 1,343. Nilai minimal ekspropriasi sebesar 6,814 dan nilai maksimal sebesar 13,586.

Tata kelola perusahaan yang diukur dengan menggunakan indeks tata kelola memiliki nilai rata-rata sebesar 67,564 dengan nilai deviasi standar sebesar 11,632. Nilai minimal dan maksimal tata kelola masing-masing sebesar 46,817 dan 91,580. Nilai deviasi standar yang lebih kecil dibandingkan nilai rata-rata mengindikasikan bahwa terdapat variasi yang kecil antara nilai minimal dan maksimal selama periode pengamatan atau dapat dikatakan bahwa tidak ada kesenjangan yang besar dari indeks tata kelola perusahaan.

Variabel kebijakan dividen yang diukur dengan dividen per lembar saham dibagi laba per lembar saham memiliki nilai rata-rata sebesar 0,437, sedangkan nilai deviasi standar sebesar 0,427. Nilai minimal dan maksimal kebijakan dividen masing-masing sebesar 0,035 dan 4,270. Variabel *leverage* diukur dengan perhitungan rasio antara total utang dengan total aset. Nilai rata-rata *leverage* adalah sebesar 0,431 yang menunjukkan bahwa sebesar 43,1% aset diperoleh melalui utang, sedangkan nilai standar deviasinya sebesar 0,202. Nilai minimal dan maksimal leverage masing-masing sebesar 0,001 dan 1,166.

Variabel selanjutnya adalah ukuran perusahaan yang diukur dengan logaritma total aset. Nilai minimal dan maksimal ukuran perusahaan masing-masing sebesar 11,126 dan 14,390. Variabel ini memiliki nilai rata-rata sebesar 12,558 dengan nilai deviasi standar sebesar 0,654.

Variabel terakhir adalah profitabilitas yang diukur dengan *Return on Equity* (ROE). Nilai minimal dan maksimal profitabilitas masing-masing sebesar 0,001 dan

2,268. Nilai rata-rata sebesar 0,225 yang berarti mampu menghasilkan laba bersih sebesar 22,5% dari total ekuitas pemegang saham yang digunakan. Nilai standar deviasi variabel ini sebesar 0,278. Nilai deviasi standar yang lebih besar dari nilai rata-rata mengindikasikan bahwa terdapat variasi yang tinggi pada variabel profitabilitas selama periode pengamatan.

Hasil Pengujian Hipotesis

Model pengujian hipotesis berdasarkan analisis regresi yang digunakan dalam penelitian ini telah memenuhi asumsi klasik. Model ini telah memenuhi asumsi normalitas dengan pengujian Kolmogorov Smirnov, asumsi multikolinearitas dengan melihat nilai VIF dan tolerance, asumsi heterokedastisitas dengan uji glejser, serta asumsi autokorelasi dengan melihat nilai Durbin Watson.

Pengambilan keputusan diterima atau tidaknya hipotesis penelitian dilihat dari nilai signifikansi uji t. Penelitian ini merupakan penelitian yang menggunakan uji *one tailed* sehingga hasil signifikansi uji t harus dibagi 2 terlebih dahulu. Apabila nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05, hipotesis diterima. Hal ini berarti bahwa variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

Berdasarkan tabel 3, diketahui bahwa variabel tata kelola memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000 ($< 0,05$) dengan koefisien regresi sebesar -0,091 sehingga hipotesis 1 diterima yang berarti tata kelola berpengaruh negatif terhadap praktik ekspropriasi. Semakin tinggi tata kelola maka dapat menurunkan risiko ekspropriasi.

Pengujian hipotesis 2 yang menyatakan bahwa kebijakan dividen memperkuat pengaruh negatif tata kelola terhadap praktik ekspropriasi dilakukan dengan melihat signifikansi t dan koefisien pada model regresi 2 dan 3. Berdasarkan Tabel 3 pada model regresi 2, signifikansi variabel kebijakan dividen sebesar 0,0015 ($0,003/2$) dan koefisien regresi sebesar -0,470. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap praktik ekspropriasi. Pengujian selanjutnya adalah kebijakan dividen sebagai variabel moderasi yang diinteraksikan dengan variabel tata kelola. Berdasarkan hasil pengujian model regresi 3 di Tabel 3, koefisien regresi untuk variabel interaksi sebesar -0,006 dengan signifikansi t sebesar 0,387 ($0,773/2$). Dengan demikian, variabel kebijakan dividen bukan sebagai variabel moderasi, yang berarti kebijakan dividen tidak dapat memperkuat pengaruh negatif tata kelola terhadap praktik ekspropriasi sehingga menolak hipotesis 2. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen di Indonesia tidak dilakukan untuk memperkuat pengaruh tata kelola dalam rangka mengurangi praktik ekspropriasi.

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi Berjenjang

Keterangan	Variabel	Koefisien	Signifikansi	R	Sig. F
Persamaan 1 (Hipotesis 1)	Konstanta	12,984	0,000	0,628	0,000
	TK	-0,091	0,000		
	Lev	0,320	0,330		
	UP	0,315	0,002		
	ROE	0,913	0,000		
Persamaan 2 (Hipotesis 2)	Konstanta	13,592	0,000	0,650	0,003
	TK	-0,091	0,000		
	Lev	0,186	0,564		
	UP	0,286	0,004		
	ROE	1,044	0,000		
Persamaan 3 (Hipotesis 2)	Konstanta	13,365	0,000	0,650	0,773
	TK	-0,089	0,000		
	Lev	0,186	0,566		
	UP	0,290	0,004		
	ROE	1,059	0,000		
	KD	-0,074	0,957		
	KD * TK	-0,006	0,773		

Selain itu, pengujian moderasi dapat dilakukan dengan melihat nilai R^2 pada model regresi 2 (berisi efek utama) dan model regresi 3 (berisi efek utama dan interaksi) (Hartono, 2014:175). Pada model regresi 2 nilai R^2 sebesar 0,650, sedangkan nilai R^2 model regresi 3 juga sebesar 0,650, tidak terdapat perubahan nilai R^2 , yang berarti variabel kebijakan dividen tidak dapat memoderasi tata kelola terhadap praktik ekspropriasi. Selain itu, model regresi 1 memiliki nilai signifikansi f change sebesar 0,000, model regresi 2 memiliki nilai signifikansi f change sebesar 0,003, dan model regresi 3 memiliki nilai signifikansi f change sebesar 0,773 (melebihi tingkat signifikansi 5%), sehingga disimpulkan juga variabel kebijakan dividen tidak dapat memoderasi tata kelola terhadap praktik ekspropriasi.

Berdasarkan artikel Sharma, Durand, dan Gur-arie (1981) mengenai klasifikasi variabel moderator, kebijakan dividen pada penelitian ini bukan sebagai variabel moderator, tetapi dikategorikan sebagai variabel prediktor (independen), mediasi, eksogen, dan atau anteseden.

Pengaruh Tata Kelola terhadap Praktik Ekspropriasi. Hipotesis satu menyatakan bahwa tata kelola berpengaruh negatif terhadap praktik ekspropriasi. Hasil pengujian menunjukkan bahwa hipotesis satu diterima. Hasil penelitian ini mendukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Hamid *et al.*, (2016), Lo *et al.*, (2010), Yeh *et al.*, (2012), Hastori *et al.*, (2015), dan Chen *et al.*, (2014) yang menunjukkan bahwa tata kelola dapat mengurangi risiko praktik ekspropriasi/ *tunneling*. Begitu pula dengan penelitian Matinfard *et al.*, (2015) dan Hasnan *et al.*, (2016), penelitian ini juga membuktikan bahwa mekanisme tata kelola mampu mengurangi praktik ekspropriasi. Penggunaan transaksi pihak berelasi yang merugikan sebagai bentuk ekspropriasi serta kemampuan tata kelola dalam mengatasi masalah transaksi pihak berelasi yang

merugikan juga telah dibuktikan oleh Gordon *et al.*, (2014). Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Juliarto *et al.*, (2013) dan Sari *et al.*, (2014).

Konflik keagenan tipe 2 yang terjadi antara pemegang saham pengendali dan non-pengendali yang dalam penelitian ini digambarkan melalui transaksi penjualan pihak berelasi dapat menggambarkan adanya potensi manipulasi harga transfer yang dilakukan antara pihak berelasi sebagai salah satu cara praktik ekspropriasi. Dalam mengatasi masalah keagenan yang terjadi, perusahaan menerapkan mekanisme tata kelola yang baik yang akan mengurangi potensi praktik ekspropriasi melalui penjualan pihak berelasi. Kemampuan tata kelola dalam mengurangi praktik ekspropriasi didasarkan bahwa dalam menerapkan tata kelola harus memperhatikan hak-hak dan kepentingan seluruh *stakeholder* sehingga mampu menjamin perlakuan yang adil bagi seluruh *stakeholder* dan menurunkan risiko terjadinya masalah keagenan.

Dengan demikian, hasil penelitian ini mampu memperkuat teori keagenan terutama terkait penggunaan mekanisme tata kelola sebagai upaya perlindungan kepentingan pemegang saham non-pengendali atas tindakan oportunistik seperti ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali.

Pengukuran mekanisme tata kelola menggunakan skor tata kelola terbukti mampu mengurangi praktik ekspropriasi jika dibandingkan dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang mengukur mekanisme tata kelola secara individual yang diperoleh hasil yang tidak konsisten. Dengan demikian, hasil penelitian ini juga menjawab penelitian Claessens dan Fan (2003) yang menyatakan mekanisme tata kelola konvensional dianggap tidak cukup kuat untuk mengatasi keagenan di Asia sehingga diperlukan mekanisme lain yang dianggap dapat menyempurnakan mekanisme tata kelola konvensional yang dalam penelitian ini menggunakan skor tata kelola. Penggunaan skor tata kelola sebagai *proxy* mekanisme tata kelola dalam penelitian ini juga dapat dijadikan acuan bagi perusahaan untuk dapat menerapkan praktik tata kelola yang lebih baik lagi dalam setiap elemennya sebagai upaya komitmen perusahaan dalam menjamin keadilan bagi seluruh pemegang saham dan investor, serta untuk mendapatkan kepercayaan publik.

Peran Kebijakan Dividen dalam Memoderasi Pengaruh Tata Kelola Terhadap Praktik Ekspropriasi. Indonesia sebagai negara civil law maka kebijakan dividen di Indonesia menggunakan pendekatan *substitute model* (model substitusi), yaitu sebagai pengganti proteksi legal investor. Hal ini menunjukkan bahwa ketika perlindungan terhadap investor rendah, maka perusahaan memerlukan mekanisme yang dapat memberikan perlindungan terhadap investor sebagai upaya membangun reputasi yang baik pada perusahaan, yaitu dengan menerapkan kebijakan dividen. Kebijakan dividen digunakan oleh perusahaan ketika perusahaan tidak memiliki mekanisme perlindungan terhadap investor, dengan kata lain kebijakan dividen diambil saat perusahaan tidak mampu menerapkan tata kelola yang baik.

Dengan ditetapkannya peraturan mengenai tata kelola perusahaan sebagai bentuk upaya pemerintah dalam menjamin perlindungan terhadap investor, yaitu peraturan OJK No. 21 tahun 2015 maka perusahaan berusaha menerapkan peraturan tersebut sehingga mekanisme tata kelola di perusahaan dianggap telah cukup baik dan mampu mengatasi masalah keagenan. Dengan demikian, perusahaan merasa tidak perlu menerapkan kebijakan dividen sebagai upaya mengatasi masalah keagenan dan memberikan perlindungan terhadap investor. Hal ini menunjukkan kebijakan dividen di Indonesia sebagai substitusi atas mekanisme tata kelola bukan sebagai penunjang tata kelola dalam mengurangi masalah keagenan khususnya ekspropriasi. Oleh karena itu,

kebijakan dividen tidak dapat memperkuat pengaruh tata kelola terhadap praktik ekspropriasi karena dengan anggapan perusahaan telah melakukan mekanisme tata kelola yang baik sesuai dengan peraturan yang berlaku. Kebijakan dividen sebagai substitusi mekanisme tata kelola ini sesuai dengan penelitian Qi (2013) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen sebagai substitusi proteksi legal investor kecil dan menengah. Hal ini juga diperkuat oleh penelitian Benjamin dan Zain (2015) yang meneliti apakah hubungan mekanisme tata kelola dengan kebijakan dividen di Malaysia sebuah hubungan substitusi atau pelengkap. Kesimpulan penelitian tersebut hubungan yang terjadi antara tata kelola dengan kebijakan dividen adalah hubungan substitusi bukan pelengkap.

Fidrmuc dan Jacob (2010) meneliti tentang penjelasan keagenan pada kebijakan dividen di seluruh dunia. Penelitian dilakukan pada empat puluh satu negara di seluruh dunia yang kemudian menjelaskan bahwa sifat normatif sosial budaya secara signifikan mengubah karakter hubungan keagenan dan membuat kebijakan dividen berbeda antar negara. Budaya secara substansi mempengaruhi kebijakan dividen di seluruh dunia. Perusahaan dengan nilai individualisme tinggi lebih suka menghindari risiko dengan pembayaran dividen tinggi. Dari penelitian tersebut dapat dijelaskan bahwa penerapan teori keagenan – hipotesis arus kas bebas di Indonesia menjadi kurang relevan karena terdapatnya perbedaan budaya di Indonesia yang mayoritas penduduknya tidak individual. Teori keagenan sendiri berawal dan dikembangkan di negara barat yang memiliki perbedaan dengan negara-negara timur. Sehingga menjadi hal yang logis ketika kebijakan dividen dalam pandangan teori keagenan menjadi kurang relevan di Indonesia.

Hasil penelitian ini tidak mendukung pandangan teori keagenan – hipotesis arus kas bebas yang menyatakan kebijakan dividen dapat digunakan untuk mengatasi masalah keagenan. Juhandi *et al.*, (2011) juga menegaskan bahwa kebijakan dividen di Indonesia tidak ditentukan dengan adanya arus kas bebas sehingga perusahaan dalam membagikan dividen tidak termotivasi dengan adanya arus kas bebas di perusahaan namun dimotivasi oleh faktor lainnya, selain itu fenomena pembayaran dividen di Indonesia ditetapkan dalam RUPS. DeAngelo, DeAngelo, dan Stulz (2006) menegaskan bahwa dividen cenderung dibayarkan oleh perusahaan di negara maju, dimana peluang pertumbuhan rendah dan keuntungan yang didapat tinggi. Sementara itu perusahaan-perusahaan di negara berkembang dengan peluang investasi yang tinggi cenderung menggunakan arus kas bebasnya untuk membiayai investasi daripada membayar dividen.

Indonesia merupakan negara berkembang yang mayoritas perusahaannya juga masih dalam fase bertumbuh. Terdapatnya arus kas bebas di perusahaan tidak serta merta digunakan untuk pembayaran dividen dalam rangka memperkuat tata kelola dalam mengatasi masalah keagenan namun dimanfaatkan untuk diinvestasikan kembali dalam rangka mengembangkan usahanya. Hal ini sejalan dengan pandangan teori siklus hidup atas dividen. Penelitian Lestari (2012) mengenai kebijakan dividen di Indonesia menyimpulkan bahwa dividen cenderung dibayarkan oleh perusahaan yang telah dewasa daripada perusahaan yang masih bertumbuh sehingga penelitian ini mendukung *agency-based life cycle theory* (teori keagenan berdasar siklus hidup).

Penelitian Wardhana, Tandelilin, Lantara, dan Junarsin (2014) mendukung penerapan teori siklus hidup atas kebijakan dividen di Indonesia. Selain itu, Baker dan Powell (2012) melakukan penelitian mengenai survei kebijakan dividen di Indonesia dengan mempertimbangkan semua teori yang berhubungan dengan kebijakan dividen, yaitu teori *bird-in-the-hand*, sinyal, efek pajak dan klien, keagenan, siklus hidup, dan

catering, menyimpulkan bahwa kebijakan dividen di Indonesia didasari dengan campuran teori, yaitu teori sinyal, *catering*, dan siklus hidup. Dengan demikian, pendekatan teori keagenan – hipotesis arus kas bebas kurang sesuai diterapkan di Indonesia karena perbedaan fase hidup perusahaan serta masih tingginya peluang investasi di Indonesia dibandingkan dengan negara-negara maju.

PENUTUP

Kesimpulan. Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh tata kelola terhadap praktik ekspropriasi. Selain itu, penelitian ini juga menguji peran moderasi kebijakan dividen dalam memperkuat pengaruh tata kelola terhadap praktik ekspropriasi.

Hasil penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa praktik ekspropriasi dapat diminimalisasi dengan penerapan tata kelola yang baik. Perusahaan yang menerapkan tata kelola yang baik tentunya mampu memberikan perlindungan terhadap pemegang saham yang lebih baik, hal ini disebabkan bahwa dalam penerapan tata kelola yang baik perlu memperhatikan kepentingan-kepentingan dan hak-hak seluruh pemangku kepentingan sehingga praktik ekspropriasi yang merugikan pemegang saham non-pengendali dapat diminimalisasi. Hal ini sesuai dengan pendekatan teori keagenan bahwa mekanisme tata kelola digunakan untuk perlindungan kepentingan saham.

Hasil penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa kebijakan dividen tidak dapat memperkuat tata kelola dalam mengatasi praktik ekspropriasi. Karena terdapatnya peraturan mengenai penerapan tata kelola pada perusahaan publik menyebabkan perusahaan publik berusaha mematuhi peraturan tersebut sehingga perusahaan tidak memerlukan mekanisme perlindungan lain untuk mengatasi masalah keagenan. Dengan demikian, kebijakan dividen tidak digunakan untuk memperkuat mekanisme tata kelola dalam mengurangi praktik ekspropriasi. Penelitian ini tidak dapat membuktikan teori keagenan – hipotesis arus kas bebas.

Hasil penelitian ini berkontribusi pada teori keagenan khususnya tipe II. hasil penelitian ini dapat menjadi masukan dalam menangani konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dan non-pengendali khususnya terkait tindakan ekspropriasi, yaitu dengan menerapkan mekanisme tata kelola yang baik di perusahaan. Selain itu, perusahaan juga dapat lebih mematuhi dan menerapkan peraturan terkait ekspropriasi seperti peraturan BAPEPAM dan LK No. IX.E.1 dan PSAK No.7 sebagai upaya perusahaan mewujudkan keadilan bagi semua pemegang saham. Bagi *stakeholder*, hasil penelitian ini dapat menjadi masukan khususnya bagi investor mengenai dampak risiko ekspropriasi pada perusahaan publik yang memiliki mekanisme tata kelola yang kurang baik yang dapat diketahui dari skor penilaian tata kelola serta dapat dijadikan sebagai salah satu dasar dalam pertimbangan keputusan investasi.

Hasil penelitian ini juga dapat menjadi masukan bagi regulator seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) serta Dewan Standar Akuntansi Keuangan dalam mengevaluasi dan mengembangkan peraturan terkait perlindungan pemegang saham seperti peraturan BAPEPAM dan LK No. IX.E.1 mengenai Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu dan PSAK No.7 mengenai Pengungkapan Pihak-pihak Berelasi, serta peraturan terkait tata kelola perusahaan seperti Peraturan OJK No. 21 Tahun 2015 mengenai penerapan pedoman tata kelola perusahaan terbuka dan Undang-undang No. Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.

Keterbatasan penelitian adalah bahwa dalam melakukan penilaian skor tata kelola untuk beberapa item tertentu dibutuhkan penilaian secara subjektif seperti penilaian kualitas audit internal, kualitas komite audit, dan kualitas audit eksternal sehingga penilaian item-item tertentu dapat berbeda setiap peneliti. Selain itu, pada beberapa perusahaan kurang rinci dalam menjelaskan praktik tata kelolanya, sehingga peneliti kesulitan dalam memberi nilai apakah memang perusahaan tersebut tidak melaksanakan praktik-praktik tata kelola tertentu ataukah sebenarnya perusahaan melakukan namun tidak dijelaskan secara detail dalam laporan tahunan.

Saran. Saran bagi peneliti selanjutnya bisa mempertimbangkan sumber lain selain laporan tahunan dalam melakukan penilaian tata kelola perusahaan terutama jika perusahaan kurang detail dalam menjelaskan praktik tata kelolanya misalnya dengan mencari berita-berita pada situs perusahaan sehingga kemungkinan mendapatkan informasi penerapan tata kelola tertentu menjadi lebih besar. Selain itu, kebijakan dividen pada penelitian ini dikategorikan sebagai variabel prediktor (independen), mediasi, eksogen, dan atau anteseden dalam hubungannya dengan tata kelola dan praktik ekspropriasi, maka terdapat potensi penelitian di masa mendatang untuk menguji apakah variabel kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh tata kelola terhadap praktik ekspropriasi.

DAFTAR RUJUKAN

- Baek, J., Kang, J. dan Park, K.S., 2004. Corporate Governance and Firm Value: Evidence From the Korean Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 71(2), pp.265–313.
- Baker, H.K. dan Powell, G.E., 2012. Dividend Policy in Indonesia: Survey Evidence from Executives. *Journal of Asia Business Studies*, 6(2), pp.79–92.
- Benjamin, S. J., dan Zain, M. M., 2015. Corporate Governance and Dividends Payout: Are They Substitutes or Complementary? *Journal of Asia Business Studies*, 9(2), pp.177–194.
- Brisley, N., Bris, A. dan Cabolis, C., 2011. A Theory of Optimal Expropriation, Mergers and Industry Competition. *Journal of Banking and Finance*, 35(4), pp.955–965.
- Cesari, A. De, 2012. Expropriation of Minority Shareholders and Payout Policy. *The British Accounting Review*, 44(4), pp.207–220.
- Chen, Y., Wang, Y. dan Lin, L., 2014. Independent Directors' Board Networks and Controlling Shareholders' Tunneling Behavior. *China Journal of Accounting Research*, 7, pp.101–118.
- Cheung, Y., Rau, P.R. dan Stouraitis, A., 2006. Tunneling, Propping, and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong. *Journal of Finance*, 82, pp.343–386.
- Chun-ling, S., Jie, G. dan Hua, Z., 2013. The Impact of Separation of Control and Cash Flow Rights on Diversification — Evidence from China. *International Journal of Finance & Accounting Studies*, 1(2), pp.9–16.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., dan Lang, L. H. P., 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), pp.2741–2771.
- Claessens, S. dan Fan, J.P.H., 2003. Corporate Governance in Asia: A Survey. *International Review of Finance*, 3(2), pp.71–103.

- Claessens, S., dan Yurtoglu, B. B. 2013. Corporate Governance In Emerging Markets: A Survey. *Emerging Markets Review*, 15, pp. 1–33. Available at: <http://eprints.maynoothuniversity.ie/3807/1/N230-12>.
- Connor, T. O. 2012. Dividend Payout and Corporate Governance in Emerging Markets: Which Governance Provisions Matter?.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Stulz, R.M., 2006. Dividend Policy and The Earned/Contributed Capital Mix: A Test of The Life-cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), pp.227–254.
- Easterbrook, F.H., 1984. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74(4), pp.650–659.
- Faccio, B. M., Larry, H., Lang, P., dan Young, L., 2001. Dividends and Expropriation. *The American Economic Review*, 91(1), pp.54–78.
- Friedman, E., Johnson, S. dan Mitton, T., 2003. Propping and Tunneling. *Journal of Comparative Economics*, 31, pp.732–750.
- Fidrmuc, J. P., dan M. Jacob, 2010. Culture, Agency Costs, and Dividends. *Journal of Comparative Economics*, 38, pp. 321-339.
- Gao, L. & Kling, G., 2008. Corporate Governance and Tunneling: Empirical Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16, pp.591–605.
- Gordon, E.A., Henry, E. dan Palia, D., 2004. Related Party Transaction and Corporate Governance. *Advance in Financial Economics*, 9(4), pp.1–27.
- Habib, A., Haris, A. dan Jiang, H., 2017. Political Connections, Related Party Transactions, and Auditor Choice: Evidence from Indonesia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(1), pp.1–19.
- Hamid, M.A., Ting, I.W.K. dan Kweh, Q.L., 2016. The Relationship Between Corporate Governance and Expropriation of Minority Shareholders' Interest. *Procedia Economics and Finance*, 35(16), pp.99–106.
- Hartono, M. Jogyanto. 2014. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. Edisi Kelima. Cetakan pertama. Yogyakarta: BPFE.
- Hastori, Siregar, H., Sembel, R., & Maulana, T. N. A., 2015. Agency Costs, Corporate Governance and Ownership Concentration: The Case of Agro-industrial Companies in Indonesia. *Asian Social Science*, 11(18), pp.311–319.
- Hasnan, S., Daie, M. S., & Hussain, A. R. M., 2016. Related Party Transactions and Earnings Quality: Does Corporate Governance Matter? *International Journal of Economics and Management*, 10(April 2015), pp.189–219.
- Ikatan Akuntansi Indonesia., 2012. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan Nomor 7 tentang Pengungkapan Pihak-pihak Berelasi. Jakarta: Ikatan Akuntan Indonesia.
- Jensen, M.C., 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), pp.323–329.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H., 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Cgency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305–360.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., dan Shleifer, A., 2000. *Tunnelling*. *American Economic Review*, 90(2), pp.22–27.
- Juhandi, N., Sudarma, M., Aisjah, S., dan Rofiaty., 2011. The Effects of Internal Factors and Stock Ownership Structure on Dividend Policy on Company's Value [A Study on Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX)]. *International Journal of Business and Management Invention*, 2(11), pp. 6–18.
- Juliarto, A., Tower, G., Zahn, M. Van der, dan Rusmin, R., 2013. Managerial

- Ownership Influencing Tunnelling Behaviour. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 7(2), pp.25–46.
- Kang, M., Lee, H., Gun Lee, M., dan Park, J. C., 2014. The Association between Related-Party Transactions and Control-Ownership Wedge: Evidence from Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*, 29(C), pp.272–296.
- Kultys, J., 2016. Controversies About Agency Theory as Theoretical Basis for Corporate Governance. *Oeconomia Copernicana*, 7(4), pp. 613–634.
- La-Porta, R., Lopez-de-silanes, F. dan Shleifer, A., 1999. Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, LIV(2), pp.471–517.
- La-Porta, R., Lopez-de-silanes, F., Shleifer, A., dan Vishny, R., 2000a. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58, pp.3–27.
- La-Porta, R., Lopez-de-silanes, F., Shleifer, A., dan Vishny, R., 2000b. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *The Journal of Finance*, 55(1), pp.1–33.
- Lemmon, M.L. dan Lins, K. V, 2003. Ownership Structure , Corporate Governance , and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), pp.1445–1468.
- Lestari, J.S., 2012. Determinants of Dividend Decision: Evidence from the Indonesia Stock Exchange. *Review of Integrative Business & Economics Research*, 1(1), pp.346–355.
- Lo, A.W.Y., Wong, R.M.K. dan Firth, M., 2010. Can corporate governance deter management from manipulating earnings? Evidence from related-party sales transactions in China. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), pp.225–235.
- Ma, L., Ma, S. dan Tian, G., 2013. Political Connections , Founder Managers , and Their Impact on Tunneling in China’s Listed Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 24, pp.312–339.
- Matinfard, M., Hassani, M., dan Elyasi, H. 2015. Reviewing Role of Corporate Governance Regarding Transactions With Related Parties and Company Performance Among Companies Admitted Into Tehran Stock Exchange. *Ciência e Natura*, 37(2), pp.45–53.
- Qi, W., 2013. Corporate Governance and Cash Dividend Policy in China : An Empirical Analysis. *Ais Electronic Library*, 16, pp.166–174.
- Sari, R.C., Djajadikerta, H.G. dan Baridwan, Z., 2014. Asset Tunneling: Does Corporate Governance Matter? Evidence from Indonesia. Available at: <http://staffnew.uny.ac.id/upload/132326891/penelitian/Tunneling+and+Corporate+Governance.pdf>
- Sari, R.C. dan Taman, A., 2011. Pengendalian Risiko Tunneling Pada Transaksi Merger & Akuisisi Dan Mekanisme Corporate Governance: Bukti Empiris Di Asia. *Jurnal Pendidikan Akuntansi Indonesia*, IX(2), pp.53–71.
- Sharma, S., Durand, R.M. dan Gur-arie, O., 1981. Identification and Analysis of Moderator Variables. *Journal of Marketing Research*, XVIII(August), pp.291–300.
- Shleifer, A. dan Vishny, R.W., 1986. Large Shareholder and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 94(3), pp.461–488.
- Shleifer, A. dan Vishny, R.W., 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, (2), pp.737–783.
- Su, Z., Fung, H., Huang, D., dan Shen, C., 2014. Cash Dividends, Expropriation, and Political Connections: Evidence from China. *International Review of Economics*

- and Finance*, 29, pp.260–272.
- Utama, C.A., 2015. Penentu Besaran Transaksi Pihak Berelasi: Tata kelola, Tingkat Pengungkapan, dan Struktur Kepemilikan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 12(1), pp.37–54.
- Villalonga, B. dan Amit, R., 2006. How do Family Ownership , Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 80, pp.385–417.
- Wardhana, L. I., Tandelilin, E., Lantara, I. W. N., & Junarsin, J. E., 2014. Dividend Policy in Indonesia: A Life-Cycle Explanation. *Asian Finance Association (AsianFA) 2014 Conference Paper*.
- Yeh, Y., Shu, P. dan Su, Y., 2012. Related-party Transactions and Corporate Governance: The Evidence From the Taiwan Stock Market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 20(5), pp.755–776.