



Contents lists available at [Journal IICET](http://Journal IICET)

**JPPi (Jurnal Penelitian Pendidikan Indonesia)**

ISSN: 2502-8103 (Print) ISSN: 2477-8524 (Electronic)

Journal homepage: <https://jurnal.iicet.org/index.php/jppi>



## Ekspropriasi multiple largeshareholders dan nilai perusahaan: pengujian mediasi kebijakan dividen

Yovita Vivianty Indriadewi Atmadjaja<sup>\*</sup>, I Made Narsa, Andry Irwanto

Universitas Airlangga, Indonesia

### Article Info

#### Article history:

Received Jul 05<sup>th</sup>, 2022

Revised Dec 29<sup>th</sup>, 2022

Accepted Apr 09<sup>th</sup>, 2023

#### Keyword:

Ekspropriasi,  
multiple large,  
Shareholders,  
Kebijakan dividen,  
Nilai perusahaan

### ABSTRACT

Peningkatan nilai perusahaan sebagai tujuan perusahaan merupakan gambaran dari peningkatan kesejahteraan untuk shareholders melalui dividen yang dibayarkan. Dalam proses pendelegasian wewenang ini, sering dijumpai beberapa persoalan yang berhubungan dengan konflik diantara pemegang saham dan para pelaksana. Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh ekspropriasi dan multiple large shareholders terhadap nilai perusahaan yang dimediasi kebijakan dividen. Jenis penelitian yang digunakan adalah kuantitatif eksplanatif dengan menggunakan data sekunder yaitu annual report tahun 2015 sampai tahun 2020 yang diambil dari website resmi Bursa Efek Indonesia (BEI), Indonesian Capital Market Exchange (ICMD) dan website [www.investing.com](http://www.investing.com). Metode pengambilan sampel pada penelitian ini adalah purposive sampling sehingga didapatkan sampel sebanyak 3.351 data amatan. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan metode analisis jalur unbalanced data panel dengan program software Eviews. Hasil penelitian membuktikan bahwa ekspropriasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti related party transactions sebagai proksi yang dipakai tidak bisa dijadikan patokan dalam menilai sebuah perusahaan.



© 2023 The Authors. Published by IICET.

This is an open access article under the CC BY-NC-SA license  
(<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0>)

### Corresponding Author:

Yovita Vivianty Indriadewi Atmadjaja,  
Universitas Airlangga  
Email: [yovitavia@gmail.com](mailto:yovitavia@gmail.com)

## Pendahuluan

Perusahaan pada umumnya memiliki tujuan utama, yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Tujuan perusahaan menurut pandangan manajemen keuangan, pada dasarnya adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Perusahaan dituntut untuk berupaya memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan meningkatkan nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pula para pemegang sahamnya. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga saham. Jadi semakin tinggi harga saham maka semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan. Harga saham merupakan pencerminan kemampuan unit bisnis menghasilkan keuntungan yang telah menggunakan sumber daya perusahaan secara efisien (Satriawan & Agustina, 2016). Nilai perusahaan dapat tercermin pada harga saham perusahaan (Wijaya & Sedana, 2015). Harga saham yang tinggi membuat ketertarikan investor akan semakin besar, karena nilai perusahaan yang tinggi mengindikasikan bahwa tingkat kemakmuran yang tinggi dari para pemegang saham dalam suatu perusahaan. Dengan demikian semakin tinggi keuntungan perusahaan semakin tinggi nilai perusahaan.

Konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dapat diminimumkan dengan mekanisme pengawasan oleh para pemegang saham. Salah satu faktor penghambat yang paling mencolok dalam pelaksanaan fungsi pengawasan yang sering terjadi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia adalah begitu kuatnya pengaruh pemegang saham pengendali yang seringkali bersifat dualisme dengan menjabat sebagai manajemen perusahaan.

Masalah keagenan menyebabkan adanya aktivitas tunneling (Claessens et al., 2002). Salah satu bentuk dari aktivitas tunneling dilakukan dengan pemberian pinjaman kepada pihak berelasi atas permintaan pemegang saham pengendali demi kepentingan pribadi (Atasanov, et al., 2008). Hal ini berakibat pada adanya arus kas yang dialirkan kepada perusahaan berelasi yang dapat merugikan perusahaan apabila pinjaman tersebut diberikan dengan tujuan untuk tidak dibayarkan kembali.

Tunneling merupakan salah satu aktivitas Related Party Transactions (RPT). Pandangan para ahli berbeda terhadap kegiatan RPT. Sebagian peneliti menyatakan bahwa RPT berdampak pada efisiensi aktivitas bisnis perusahaan karena mampu mengurangi biaya transaksi, efisiensi dalam pengalokasian sumber daya, dan dapat membantu unit bisnis yang kurang menguntungkan (Utama et al., 2010).

Kedua pandangan terkait RPT menyebabkan adanya pengaruh yang berbeda terhadap nilai perusahaan (firm value). Nilai perusahaan terlihat dalam harga pasar saham perusahaan yang mencerminkan kondisi keuangan perusahaan. Informasi keuangan tersebut penting bagi investor untuk keputusan investasinya. Beberapa penelitian menyatakan bahwa kepercayaan investor terhadap informasi keuangan yang dilaporkan oleh perusahaan akan berkurang karena pemegang saham pengendali dapat memanipulasi laporan tersebut untuk melakukan ataupun menyembunyikan aktivitas ekspropriasi melalui RPTs.

Negara yang menerapkan hukum berdasarkan civil law memiliki kelemahan dalam perlindungan hukum bagi pemegang saham (Hung, 2000). Hal ini ditunjukkan dengan kasus-kasus ekspropriasi di Indonesia yang merugikan pemegang saham minoritas, seperti kasus PT. Sumalindo Indo Lestari Jaya Tbk (SULI) pada tahun 2011-2013. Kasus ini bermula ketika Deddy Hartawan selaku pemegang saham minoritas merasa dirugikan dengan pengalihan 60% saham anak usaha SULI di bawah harga pasar dan tanpa sepengetahuan rapat umum pemegang saham. Pemegang saham mayoritas juga tidak pernah menyebutkan keuntungan yang diperoleh anak perusahaan PT SULI dalam laporan keuangan. Hal ini dimungkinkan karena adanya persekongkolan antara direksi dan pemegang saham mayoritas yang terkait dengan PT SULI. Fakta ini menunjukkan hubungan antara direksi PT SULI dan pemegang saham mayoritas pengendali sangat mempengaruhi semua kebijakan yang sepihak dan merugikan kepentingan pemegang saham minoritas atau publik.

Fakta lain di Indonesia yang dimuat dalam Majalah Trust (2003) adalah PT BRPT Tbk yang mengakuisisi 60% PT EML. Pemilik kedua perusahaan ini adalah Prajogo Pangestu (PP). Saham perusahaan yang dijual oleh PP adalah saham PT EML yang 40% sahamnya sudah dimiliki sendiri oleh PT BRPT Tbk. Alasan mereka mengakuisisi PT EML adalah pertimbangan bisnis yang sangat rasional. Penguasaan penuh atas PT EML membuat PT BRPT Tbk lebih menjamin kesinambungan pasokan bahan baku bagi anak perusahaan lainnya yaitu PT TELP&P. Dalam tubuh PT EML, PP memiliki 60% saham melalui PT TSP (50%) dan PT MK (10%). Secara keseluruhan, nilai jual 60% saham PT EML ke PT BRPT Tbk adalah US\$255,600,000. Angka ini meliputi US\$213,000,000 sebagai harga 50% saham PT TSP dan US\$42,600,000 sebagai harga 10% saham PT MK.

Pembahasan mengenai pembelian saham tersebut seolah-olah baru akan dilakukan dalam rapat pemegang saham yang digelar akhir bulan Maret 2003. Padahal, uang muka yang jumlahnya sangat besar sudah diterima PP sejak tahun 1998. PT TSP dan PT MK adalah milik PP yang tercatat memiliki 60% saham PT EML. Pada saat yang sama, PT MK menguasai 1,16% saham PT BRPT Tbk dan PT TSP menguasai 23,81% saham PT BRPT Tbk. Kejadian ini merupakan upaya PP melangkahi PT Tas yang memiliki 15,22% saham PT BRPT Tbk. PT Tas lebih setuju jika uang untuk akuisisi digunakan untuk membayar utang perusahaan yang sudah menumpuk. PT Tas juga menengarai kemungkinan terjadi marked-up dalam proses akuisisi. PT Tas menilai harga US\$255,600,000 untuk 60% saham PT EML adalah terlalu mahal. Pendapatan PT EML setiap tahunnya tidak lebih dari US\$20,000,000. Hal seperti ini benar-benar cara PP untuk membobol dana PT BRPT Tbk.

Dalam akuisisi ini, PT Tas dan pemegang saham nonpengendali lainnya dirugikan. Di tengah kerugian PT BRPT Tbk mencapai Rp959.000.000.000 pada tahun 1998, PT BRPT Tbk masih memiliki uang tunai sebesar US\$204,000,000 yang digelontorkan kepada PP. Jika dibagi dengan luas lahan yang dikuasai oleh PT EML, nilai jual setiap hektarnya mencapai Rp58.000.000. Padahal, harga tanah di hutan waktu itu paling mahal adalah Rp10.000.000 per hektar. Akibat akuisisi yang tidak normal itu, harga saham PT BRPT Tbk langsung turun. Pada waktu krisis politik mulai melanda Indonesia pada bulan Juni 1998, saham PT BRPT Tbk masih bisa mencapai harga per lembar Rp825. Akan tetapi, pada Maret 1999 ketika laporan keuangan 1998 dilansir,

---

harga saham PT BPT Tbk langsung jatuh ke harga Rp225 per lembar. Ketika pertama kali PT BRPT Tbk mendapat penilaian disclaimer, saham PT BRPT Tbk langsung turun ke harga Rp75 per lembar. Kasus PT BRPT Tbk menunjukkan bagaimana PP sebagai pemegang saham pengendali PT BRPT Tbk mendapatkan manfaat privat yang merugikan pemegang saham nonpengendali.

Aktifitas RPT juga berpengaruh pada kebijakan dividen (Su et al., 2014), dimana dengan adanya RPT yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali akan mengurangi peluang perusahaan untuk mendistribusikan dividen. Pemegang saham pengendali mengambil keuntungan pribadi dari RPT yang dilakukan seperti divestasi perusahaan subsidiaries, penjualan atau pembelian aset tetap, dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Tindakan ekspropriasi yang dilakukan oleh manajemen melalui aktivitas RPT berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen ((Y.-L. Cheung et al., 2006); (M. Y. Cheung et al., 2009)).

(Jensen, 1986) menyatakan bahwa membayarkan dividen dengan menggunakan free cash flow yang dimiliki perusahaan dapat meminimalisir tindakan ekspropriasi yang dilakukan oleh manajer. Manajer cenderung akan menginvestasikan free cash flow secara berlebihan (overinvestment). Tindakan ini akan merugikan para pemegang saham dan dianggap sebagai bentuk ekspropriasi terhadap para pemegang saham. Untuk itu, menurut teori free cash flow (Jensen, 1986), perusahaan harus membagikan FCF untuk meminimalisir tindakan ekspropriasi yang akan dilakukan oleh manajer.

Berbeda dengan penelitian ini, ekspropriasi yang dilakukan oleh manajer melalui RPT akan mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Dengan mengambil sumber daya perusahaan dan ditransfer ke perusahaan afiliasi akan mengurangi kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen kepada para pemegang saham (Faccio et al., 2001). Dengan demikian semakin besar RPT yang dilakukan oleh manajer akan semakin menurun pembayaran dividen kepada pemegang saham. Pada akhirnya, hal ini akan berpengaruh pada nilai perusahaan, karena pemegang saham menganggap perusahaan tidak mampu untuk membayar dividen dan akan mengakibatkan turunnya harga saham perusahaan tersebut.

Struktur kepemilikan dapat terdiri dari pemegang saham pengendali tunggal dengan pemegang saham lain yang lebih kecil atau memiliki beberapa pemegang saham besar yang dapat membentuk kelompok pengendali ketika modal keseluruhan para pemegang saham tersebut lebih dari 50% hak suara (Faccio & Lang, 2002). Beberapa penelitian mengungkapkan bagaimana kelompok pengendali dibentuk dari beberapa pemegang saham besar (Bennedsen et al., 2008), efek keberadaan pemegang saham besar lain di perusahaan terhadap pengendalian perusahaan (Pagano & Röell, 1998) dan tingkat penggalan kepentingan pribadi pada harta perusahaan (Gomes & Novaes, 2005). Kepemilikan saham oleh investor institusional yang secara aktif melakukan monitoring pada perusahaan dapat mengurangi asimetri informasi dan konflik agensi antara manajer dengan pemilik saham (Lin & Fu, 2017).

Penelitian-penelitian terdahulu tentang MLS berfokus pada kinerja perusahaan atau nilai perusahaan dan memberikan hasil yang beragam ((Lehmann & Weigand, 2000); (Maury & Pajuste, 2005); (Isakov & Weisskopf, 2015)). Keberadaan pemegang saham besar lain yang kuat dapat meningkatkan laba dan nilai perusahaan karena mereka bertindak sebagai pengawas aktifitas pemegang saham dominan sehingga dapat membatasi kemampuan pemilik saham dominan untuk menggali sumber daya perusahaan untuk tujuan kekayaan pribadi (Lehman & Weigand, 2000; (Maury & Pajuste, 2005)). Hasil penelitian yang lain menunjukkan bahwa pemegang saham besar lain berkoalisi dengan pemegang saham terbesar sehingga memperparah ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas yang berakibat pada penurunan nilai perusahaan (Cardoso, 2001). Peran pemegang saham besar lain ini memberikan pencerahan pada mekanisme tata kelola perusahaan dengan memitigasi konflik keagenan tipe 2 antara pemegang saham terbesar dengan pemegang saham minoritas, namun di sisi lain menambah kompleksitas dalam konflik keagenan. Dengan adanya perbedaan perspektif peran pemegang saham lain apakah memberikan dampak positif dalam memitigasi masalah keagenan atau memberikan dampak negatif terhadap pemegang saham minoritas diperlukan adanya investigasi lebih lanjut.

Adanya temuan yang berbeda dari beberapa hasil penelitian sebelumnya yang berkenaan dengan beberapa variabel ekspropriasi, MLS, dan kebijakan dividen, terhadap nilai perusahaan, menggambarkan belum adanya konsep yang jelas tentang keterhubungan variabel-variabel tersebut. Oleh karena itu, perlu dikembangkan suatu konsep untuk menyelidiki keterhubungan pengaruh dari masing-masing variabel terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menempatkan kebijakan dividen sebagai variabel mediasi. Kebijakan dividen diperkirakan memperkuat hubungan atau pengaruh antara variabel ekspropriasi dan MLS dengan nilai perusahaan.

## Metode

Jenis penelitian ini adalah penelitian eksplanatif yaitu penelitian yang menjelaskan pengaruh antar variabel, dengan menggunakan data sekunder. Penelitian ini ditujukan untuk menjelaskan pengaruh antar variabel yang dianalisis, dan menarik kesimpulan yang berguna bagi pengembangan ilmu pengetahuan serta dijadikan sebagai metode pemecahan masalah aktual di lapangan. Penelitian ini berfokus pada pengujian empiris terhadap teori melalui pengujian pengaruh antar variabel serta pengukuran dan teknik analisis menggunakan prosedur statistik pengujian hipotesis. Paradigma penelitian ini adalah paradigma positivistic. Kesimpulan dari hasil penelitian terhadap sampel dipandang berlaku umum pada seluruh populasi penelitian. Pendekatan positivistic menggunakan logika berpikir deduktif dan menganggap realitas akan berlaku umum dan bersifat sama pada semua tempat (Neuman, 2003; Martono, 2010; Manu, 2019).

Metode pengambilan sampel pada penelitian ini adalah purposive sampling. Metode purposive sampling merupakan metode yang menggunakan kriteria tertentu dalam pengambilan sampel yang akan diteliti. Kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah: (1) Perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia antara tahun 2015 sampai 2020. Sampel mulai diambil tahun 2015 dikarenakan tahap pertama proses konvergensi IFRS di Indonesia selesai pada tahun 2012, dan tahap kedua selesai pada tahun 2015. (2) Perusahaan berada pada industri non keuangan, karena perusahaan keuangan memiliki regulasi tersendiri dan berbeda dengan perusahaan non keuangan. (3) Perusahaan menerbitkan laporan keuangan secara konsisten dari 2015-2020.

## Hasil dan Pembahasan

Analisis deskriptif digunakan untuk menggambarkan dan mendeskripsikan variabel-variabel dalam penelitian. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Variabel independen dalam penelitian ini adalah ekspropriasi dan *Multiple Large Shareholders*, serta variabel mediasi yaitu kebijakan dividen. Analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini meliputi *mean*, maksimum, minimum dan standar deviasi.

Hasil statistik deskriptif yang menunjukkan nilai mean, maksimum, minimum dan standar deviasi dapat dilihat pada tabel 5.2 di bawah ini:

**Tabel 1.** Statistik Deskriptif

	X <sub>1</sub> _RPT_SE	X <sub>2</sub> _MLS	Z_DPR	Y_TOBINS_Q
<b>Mean</b>	0.369201	0.331591	0.279008	1.392375
<b>Maximum</b>	455.2043	1.000000	1.024590	6.991080
<b>Minimum</b>	-354.4746	0.000000	-0,046591	0.029700
<b>Std. Dev.</b>	7.382385	0.320847	0.161725	1.001580

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan analisis statistik deskriptif dapat diuraikan sebagai berikut:

### Ekspropriasi

Ekspropriasi ditunjukkan dengan proksi *Related Party Transactions Sales Expense* (RPT SE). Berdasarkan hasil statistik deskriptif, ekspropriasi memiliki nilai tertinggi sebesar 455.2043 pada PT Bukit Asam Tbk tahun 2019, dan nilai terendah sebesar -354.4746 pada PT Capitalinc Investment Tbk tahun 2018. Nilai *mean* sebesar 0.369201, menunjukkan bahwa selama tahun 2015-2020 sampel penelitian cenderung melakukan ekspropriasi, terutama transaksi yang berkaitan dengan *sales* dan *expenses*. Karena perhitungannya tetap pada nilai ekuitas, maka hal ini dapat menggambarkan dampak yang dirasakan pemegang saham dengan adanya transaksi pihak berelasi yang dihasilkan dari penjualan dan beban.

### Multiple Large Shareholders

Variabel *multiple large shareholders* (MLS) diukur menggunakan variabel *dummy*, dimana kategori nilai *dummy* 1 untuk perusahaan yang memiliki dua atau lebih pemegang saham besar dengan kepemilikan  $\geq 10\%$  dan nilai 0 jika perusahaan tidak memiliki dua atau lebih pemegang saham besar dengan kepemilikan  $\geq 10\%$ . Hasil uji statistik deskriptif menunjukkan nilai minimum *multiple large shareholders* sebesar 0 dan nilai maksimum sebesar 1, karena variabel *multiple large shareholders* merupakan variabel *dummy*.

### Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen ditunjukkan dengan proksi *Dividen Payout Ratio* (DPR), berdasarkan tabel di atas nilai tertinggi DPR adalah 1.024590 yaitu PT. Pembangunan Graha Lestari Indah Tbk atau (PGLI) tahun 2016, dan nilai terendah yaitu PT. Indika Energy Tbk tahun 2020 sebesar -0,046591. Nilai negatif DPR terjadi karena perusahaan membagikan dividen namun *earning* yang diterima perusahaan pada tahun tersebut negatif atau perusahaan mengalami kerugian. Nilai *mean* sebesar 0.161725 berarti rata-rata perusahaan

membagikan 16,1 persen dari *earning* yang diperoleh perusahaan kepada para pemegang saham sebagai dividen.

### Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan ditunjukkan dengan proksi Tobin's Q. Berdasarkan hasil statistik deskriptif, nilai perusahaan memiliki nilai tertinggi sebesar 6.991080 pada PT Bakrie Telecom Tbk atau (BTEL) tahun 2018, dan nilai terendah sebesar 0.029700 yang dimiliki oleh PT Sanurhasta Mitra Tbk (MINA). Nilai *mean* sebesar 4,121 kali diartikan bahwa pasar rata-rata memberikan harga saham perusahaan 4,121 kali dari harga saham sebenarnya, atau perusahaan dinilai terlalu tinggi oleh pasar (*overvalued*). Hal ini dikarenakan pasar percaya pada prospek perusahaan, potensi kemampuan manajer dalam mengelola aktiva perusahaan dan potensi pertumbuhan investasi.

### Analisis Regresi Data Panel

Sebelum melakukan analisis jalur, tahapan pertama yang dilakukan adalah melakukan analisis regresi data panel. Penelitian ini menggunakan dua model penelitian sebagai berikut:

$$\text{Model 1: } Z_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + e_{it}$$

$$\text{Model 2: } Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 Z_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 DER_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + e_{it} \dots \dots \dots 2$$

Metode estimasi dengan menggunakan data panel dapat dilakukan melalui tiga pendekatan yang meliputi: common effect, fixed effect, dan random effect. Pemilihan model estimasi yang akan digunakan dari ketiga model ditentukan melalui pengujian chow test dan hausman test. Setelah melakukan pengujian tersebut maka akan diperoleh model estimasi terbaik, apakah menggunakan common effect model (CEM), fixed effect model (FEM), atau random effect model (REM).

### Chow Test

Chow Test digunakan untuk menentukan model yang terbaik antara common effect model dengan fixed effect model. Hipotesis nol ( $H_0$ ) adalah common effect model, sedangkan hipotesis alternatif ( $H_a$ ) adalah fixed effect model. Berdasarkan dengan asumsi  $\alpha = 5\%$ , jika probabilitas cross-section  $F < \alpha$  (0,05), maka  $H_0$  ditolak (Ghozali & Ratmono, 2017). Berdasarkan hasil output pada model persamaan I dan II menunjukkan bahwa probabilitas cross-section  $F < \alpha$  ( $0.0000 < 0.05$ ). Hal ini menunjukkan bahwa fixed effect model lebih baik dibandingkan common effect model.

### Hausman test

Hausman Test digunakan untuk membandingkan fixed effect model dengan random effect model. Hipotesis nol ( $H_0$ ) adalah random effect model, hipotesis alternatif ( $H_a$ ) adalah fixed effect model. Apabila diperoleh probabilitas cross-section random  $< 0,05$  maka  $H_0$  ditolak, yang berarti bahwa analisis data menggunakan pendekatan fixed effect model (Ghozali & Ratmono, 2017).

Berdasarkan hasil output model persamaan I dan II menunjukkan bahwa probabilitas cross-section random  $< 0.05$ . Hal ini dapat disimpulkan bahwa keputusan pemilihan model untuk persamaan I dan II yaitu fixed effect model lebih baik dari random effect model. Dari hasil analisis pemilihan model yang tepat di atas, maka model yang digunakan dalam penelitian ini adalah fixed effect model.

### Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas diperlukan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi antar variabel independen dalam satu model regresi. Jika terdapat korelasi maka dinyatakan bahwa model regresi mengalami masalah multikolinearitas. Uji multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai tolerance dan nilai Variance Inflation Factor (VIF). Hipotesis yang dilakukan dalam uji multikolinearitas adalah apabila nilai  $VIF < 10$  artinya tidak terdapat multikolinearitas, sebaliknya apabila nilai  $VIF > 10$  berarti terdapat multikolinearitas.

Hasil pengujian multikolinearitas pada sampel penelitian pada Tabel 5.7. untuk model 1 dan Tabel 5.8. untuk model 2. didapat bahwa nilai VIF kurang dari 10 sehingga dapat dinyatakan bahwa model tidak mengalami gejala multikolinearitas. Uji multikolinearitas dapat dikatakan tidak terjadi multikolinearitas, karena nilai  $VIF < 10$ , sehingga dapat disimpulkan data pada penelitian ini tidak terjadi multikolinearitas karena nilai VIF kurang dari 10 sehingga dapat dinyatakan bahwa model tidak mengalami gejala Multikolinieritas.

### Uji Heteroskedastisitas

Dalam penelitian ini untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat menggunakan uji glejser dengan meregresikan nilai absolut residual terhadap variabel independen. Apabila variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%, maka model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas (Ghozali & Ratmono, 2017). Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas model dapat

dilihat pada nilai Probability lebih dari tingkat signifikansi 0,05 hal ini berarti pada data tidak terjadi masalah heteroskedastisitas.

#### Uji Autokorelasi

Nilai  $\text{obs}^*R\text{-squared}$  adalah 0.013041, atau nilai probabilitas  $\chi^2$  sebesar 0.9935 sehingga nilai probabilitas  $> \alpha$  5% dapat disimpulkan dalam model ini tidak terdapat masalah autokorelasi.

#### Uji Goodness of Fit

##### Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Nilai koefisien determinasi antara 0 dan 1. Nilai  $R^2$  yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati 1 berarti bahwa variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2016).

Nilai koefisien korelasi ( $R$ ) menunjukkan seberapa besar korelasi atau hubungan antara variabel-variabel independen dengan variabel dependen. Koefisien korelasi dikatakan kuat apabila nilai  $R$  berada di atas 0,5 dan mendekati 1. Berdasarkan tabel 5.8, nilai Adjusted R-Square sebesar 0.369696. Hal ini berarti 36,9% variasi atau perubahan dalam kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variasi dari ekspropriasi dan MLS, sedangkan sisanya (63,1%) dijelaskan oleh sebab-sebab lain (Ghozali & Ratmono, 2017).

##### Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) Model II

Nilai Adjusted R-Square sebesar 0.856789. Hal ini berarti 85,6% variasi atau perubahan dalam nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh variasi dari kebijakan dividen, sedangkan sisanya (14,4%) dijelaskan oleh sebab-sebab lain (Ghozali & Ratmono, 2017).

#### Uji F atau Simultan

Nilai prob (F-Statistic)  $0.000000 < 0.05$  maka  $H_0$  ditolak yang berarti bahwa variabel-variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Dapat dilihat nilai prob (F-Statistic)  $0.000000 < 0.05$  maka  $H_0$  ditolak yang berarti bahwa variabel-variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

#### Hasil Analisis regresi Data Panel

Analisis regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linear berganda dengan path analysis. Metode analisis ini digunakan untuk menguji pengaruh langsung maupun tidak langsung variabel independen terhadap variabel dependen (Ghozali, 2016). Analisis regresi model I dilakukan untuk mengetahui pengaruh ekspropriasi dan MLS terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2015-2020. Sedangkan analisis regresi model II dilakukan untuk mengetahui pengaruh ekspropriasi dan MLS dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2015-2020.

Berikut ini adalah persamaan model 1:

$$ZDPR = -0.934327 + 0.013455RPT - 0.229445MLS + e_1$$

Persamaan di atas dapat dijelaskan sebagai berikut: (1) Konstanta atau intersep sebesar -0.934327, artinya apabila nilai RPT dan MLS konstan atau tetap, maka nilai DPR sebesar -0.934327. (2) Koefisien regresi RPT sebesar 0.013455 artinya apabila RPT meningkat 1 satuan, maka akan diikuti pula kenaikan DPR sebesar 0.013455 dengan asumsi variabel independen lain tetap atau konstan. (3) Koefisien regresi MLS sebesar -0.229445, artinya apabila MLS meningkat 1 satuan, maka akan diikuti juga penurunan DPR sebesar -0.229445 dengan asumsi variabel lain tetap atau konstan.

Berikut ini adalah persamaan model 2:

$$Y_{\text{tobins Q}} = 12.38047 + 0.006703RPT - 0.003741MLS + 0.046075DPR + 0.012897DER + 0.134708ROA - 6.100035SIZE + e_2$$

Persamaan di atas dapat dijelaskan sebagai berikut: (1) Konstanta atau intersep sebesar 12.38047 artinya apabila nilai DPR, MLS dan DER konstan atau tetap, maka nilai Tobins Q sebesar 12.38047. (2) Koefisien regresi RPT sebesar 0.006703, artinya apabila RPT meningkat 1 satuan maka akan diikuti juga kenaikan Tobins Q sebesar 0.006703 dengan asumsi variabel independen lain tetap atau konstan. (3) Koefisien regresi MLS sebesar -0.003741, artinya apabila MLS meningkat 1 satuan, maka akan diikuti penurunan Tobins Q sebesar -0.003741 dengan asumsi variabel lain konstan atau tetap. (4) Koefisien regresi DPR sebesar 0.046075 artinya apabila DPR meningkat 1 satuan, maka akan diikuti pula kenaikan Tobins Q sebesar 0.046075 dengan asumsi variabel lain tetap atau konstan.

Hasil analisis regresi model I dan II menjadi dasar untuk menafsir hubungan kausalitas pada model analisis jalur. Analisis jalur merupakan perluasan dari regresi linear berganda. Hasil analisis jalur pengaruh ekspropriasi dan MLS terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel mediasi.

### Uji Statistik T model I

Berdasarkan uji t statistik menunjukkan bahwa variabel RPT mempunyai koefisien regresi sebesar 0.013455 dengan nilai probabilitas  $0.7311 > 0.05$ , hal ini berarti bahwa variabel RPT tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel DPR sehingga H1b ditolak. Variabel MLS mempunyai koefisien regresi sebesar  $-0.229445$  dengan nilai probabilitas sebesar  $0.0099 < 0.05$ , hal ini berarti bahwa MLS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel DPR sehingga H2b diterima.

Berdasarkan uji t statistik menunjukkan bahwa variabel RPT mempunyai koefisien regresi sebesar 0.006703 dengan nilai probabilitas  $0.5298 > 0.05$ , hal ini berarti bahwa variabel RPT tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel Tobins Q sehingga H1a ditolak. Variabel MLS mempunyai koefisien regresi sebesar  $-0.003741$  dengan nilai probabilitas sebesar  $0.880 > 0.05$ , hal ini berarti bahwa MLS tidak berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel Tobins Q sehingga H2a ditolak. Variabel DPR mempunyai koefisien 0.046075 dengan nilai probabilitas  $0.0002 < 0.05$ , hal ini berarti bahwa DPR berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobins Q sehingga H3 diterima.

### Sobel Test

Sobel test merupakan uji untuk mengetahui apakah hubungan yang melalui variabel mediasi secara signifikan mampu sebagai mediator dalam hubungan tersebut. Sobel test digunakan untuk menguji seberapa besar peran dari variabel mediasi memediasi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen (Ghozali, 2016).

Pengaruh tidak langsung adalah pengaruh yang diukur secara tidak langsung pada satu variabel ke variabel lainnya melalui perantara (mediasi). Menurut Solimun (2011) asumsi uji sobel memerlukan jumlah sampel yang besar, jika jumlah sampel kecil, maka uji sobel menjadi kurang konservatif. Koefisien pengaruh tidak langsung diperoleh dari hasil kali kedua pengaruh langsung. Jika kedua koefisien pengaruh langsung signifikan maka koefisien pengaruh tidak langsung juga signifikan. Akan tetapi jika salah satu atau kedua koefisien pengaruh langsung nonsignifikan maka koefisien pengaruh tidak langsung nonsignifikan. Terdapat dua pengaruh tidak langsung yang diuji dalam penelitian ini.

Dari hasil pengujian pengaruh tidak langsung sebagai berikut: (a) pengaruh tidak langsung antara RPT terhadap TOBINS Q melalui perantara DPR adalah tidak signifikan, di mana Pengujian pengaruh tidak langsung antara RPT terhadap TOBINS Q melalui perantara DPR didapatkan nilai signifikan sobel test sebesar  $0,730 (> 0,05)$ , sehingga DPR tidak mampu memediasi pengaruh antara RPT terhadap TOBINS Q. Sehingga hipotesis H1c ditolak. (b) pengaruh tidak langsung antara MLS terhadap TOBINS Q melalui perantara DPR adalah signifikan di mana Pengujian pengaruh tidak langsung antara MLS terhadap TOBINS Q melalui perantara DPR didapatkan nilai signifikan sobel test sebesar  $0,034 (< 0,05)$ , sehingga DPR mampu memediasi pengaruh antara MLS terhadap TOBINS Q. Sehingga hipotesis H2c diterima

Berdasarkan hasil yang telah diperoleh, maka dapat dilihat ringkasan hasil pengujian hipotesis yang dapat diterima dan ditolak.

**Tabel 2.** Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Pernyataan	Hasil
H1a	Ekspropriasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan	Ditolak
H1b	Ekspropriasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen	Ditolak
H1c	Ekspropriasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dimediasi kebijakan dividen	Ditolak
H2a	<i>Multiple Large Shareholders</i> berpengaruh terhadap nilai perusahaan	Ditolak
H2b	<i>Multiple Large Shareholders</i> berpengaruh terhadap kebijakan dividen	Diterima
H2c	<i>Multiple Large Shareholders</i> berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dimediasi kebijakan dividen	Diterima
H3	Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan	Diterima

Sumber : Data diolah, 2022

### Pengaruh Ekspropriasi terhadap nilai perusahaan

Hipotesis pertama dari penelitian ini adalah pengaruh ekspropriasi terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan tabel 5.15 menunjukkan bahwa variabel RPT mempunyai koefisien regresi sebesar 0.006703 dengan nilai probabilitas  $0.5298 > 0.05$ , hal ini berarti bahwa variabel RPT tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap

variabel Tobin's Q sehingga H1a ditolak. Hal ini berarti *related party transactions* tidak bisa dijadikan patokan dalam menilai sebuah perusahaan.

Studi ini menemukan bahwa secara umum, pasar memandang RPT tidak berbeda secara signifikan dari non-RPT dalam hal dampaknya terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menyiratkan bahwa di negara-negara berkembang seperti Indonesia, RPT mungkin harus dilakukan mengingat pasar eksternal yang mahal dan proses pengadilan yang tidak efisien ((Utama et al., 2010); (Wardani & Putri, 2018)), dan ini dapat mengimbangi potensi penyalahgunaan RPT untuk tujuan perampasan kekayaan. Lebih lanjut, temuan ini menunjukkan bahwa pengawasan oleh regulator dan masyarakat juga dapat berperan dalam mengurangi terjadinya penyalahgunaan RPT. Hasil ini sejalan dengan (Cheng & Leung, 2016) yang menyatakan bahwa RPT tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan yang terdaftar di China. Mereka menggunakan RPT penjualan dan RPT pembelian dalam mendefinisikan variabel RPT. Hal ini mungkin didasarkan pada *Arm's Length Principle* yang menyatakan bahwa harga yang dibebankan kepada setiap perusahaan terkait harus sama dengan harga yang dibebankan kepada perusahaan yang tidak terkait untuk setiap item serupa dalam keadaan yang sebanding (Choe & Matsushima, 2013).

Besarnya RPT tersebut tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan, dan tampaknya tidak memiliki efek tunneling atau efek menumpang pada perusahaan yang terdaftar, lebih mungkin karena (1) penerapan IFRS fase kedua pada akhir 2015 yang baru meningkatkan pengungkapan konten informasi RPT, terutama kebijakan harga dan posisi keuangan pihak terkait, (2) aturan dan peraturan baru telah diterapkan untuk tata kelola pengungkapan dan persetujuan internal RPT di perusahaan yang terdaftar di, dan ORPT tersebut tunduk pada ditinjau oleh auditor independen dan penilai, (3) setelah skema reformasi saham, kepentingan pemegang saham terbesar dan minoritas menjadi sama karena kedua kepentingan di perusahaan yang terdaftar dinilai pada harga pasar, dan (4) terbesar (pengendali) pemegang saham dapat segera merealisasikan saham perusahaan terdaftar mereka untuk uang tunai setelah selesainya reformasi saham, mengurangi kemungkinan penggelapan sumber daya perusahaan melalui tunneling. Reformasi kelembagaan ini dapat membatasi pemegang saham terbesar untuk melibatkan RPT untuk menggali dan menumpang (manajemen laba) perusahaan terdaftar yang mereka kendalikan.

Beberapa penelitian lain, berpendapat bahwa RPT dapat bermanfaat karena dapat menghasilkan penghematan biaya transaksi dan meningkatkan pemanfaatan sumber daya perusahaan (Chiu & Hsu, 2010). Oleh karena itu, RPT tidak selalu mewakili transaksi berdasarkan tujuan penipuan atau penipuan. Sebaliknya, RPT dapat mewakili kegiatan perdagangan dan bisnis biasa (Wong et al., 2015).

RPT dilakukan untuk meningkatkan efisiensi alokasi sumber daya (Wong et al., 2015). Namun, karena harga yang dibebankan dalam transaksi penjualan pihak berelasi mungkin tidak adil dibandingkan dengan harga rata-rata industri (Kang, 2014), pengambilalihan dapat terjadi. Oleh karena itu, RPT memungkinkan pergeseran pendapatan antar perusahaan, terutama dari perusahaan yang terdaftar ke pihak terkait mereka (Y.-L. Cheung et al., 2006). Beberapa penelitian telah mengeksplorasi hubungan antara penjualan pihak berelasi dan reaksi pasar dan berpendapat bahwa pasar merespon kurang positif terhadap transaksi penjualan pihak berelasi (misalnya, (Jian, 2003); (M. Y. Cheung et al., 2009)). Secara khusus, dalam konteks Cina, (Aharony et al., 2010) menemukan hubungan antara tunneling pada periode pasca-IPO dan manajemen laba ke atas melalui penjualan pihak berelasi yang tidak normal pada periode pra-IPO. Lebih lanjut, meskipun mungkin ada indikasi bahwa pembelian pihak berelasi dapat dilakukan pada harga yang lebih tinggi daripada transaksi independen, studi menyatakan efek peningkatan nilai dari pembelian pihak berelasi. RPT juga dipandang bisa merusak nilai ((Y.-L. Cheung et al., 2006), (M. Y. Cheung et al., 2009)). Ini menyiratkan bahwa pasar memandang angka penjualan pihak berelasi menjadi kurang kredibel dan transaksi semacam itu bersifat oportunistik (Jian, 2003); oleh karena itu, pasar merespons RPT secara negatif.

Temuan ini konsisten dengan penelitian (Okoro & Okoye, 2016) dan (Anastasia & Onuora, 2019) juga menarik kesimpulan serupa setelah memeriksa perusahaan yang terdaftar di Nigeria tetapi selama periode waktu yang berbeda. Di Cina, (Ying & Wang, 2013) menemukan bahwa propping dan tunneling tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan ROA perusahaan selama periode 2002-2008. Serta (Utama et al., 2010), yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan pada nilai perusahaan, baik di perusahaan yang menjalankan RPT maupun yang tidak. Hal ini dikarenakan kerugian dan keuntungan yang didapat dari melakukan RPT saling mengimbangi. Di satu sisi, RPT dapat merugikan karena menimbulkan masalah keagenan yaitu ketika RPT digunakan sebagai sarana untuk melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Namun di sisi lain, RPT juga dapat membawa keuntungan yaitu dengan mengurangi transaction cost seperti biaya negosiasi ataupun tingkat bunga.

---

### Pengaruh Ekspropriasi terhadap kebijakan dividen

Hipotesis kedua dari penelitian ini adalah pengaruh ekspropriasi terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan tabel 5.14 menunjukkan bahwa variabel RPT mempunyai koefisien regresi sebesar 0.013455 dengan nilai probabilitas  $0.7311 > 0.05$ , hal ini berarti bahwa variabel RPT tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel DPR sehingga H1b ditolak. Hal ini berarti *related party transactions* tidak bisa dijadikan patokan dalam pengambilan keputusan pembayaran dividen.

Transaksi pihak berelasi yang dilakukan oleh perusahaan dapat mengurangi free cash flow yang dimiliki oleh perusahaan sehingga apabila transaksi pihak berelasi semakin banyak dilakukan, free cash flow yang dimiliki perusahaan semakin sedikit dan berpengaruh pada semakin kecilnya dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Dalam penelitian ini transaksi pihak berelasi sebagai proksi ekspropriasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen kas. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian yang dilakukan (Koetaman & Diyanty, 2013) yang juga menemukan bahwa ekspropriasi tidak memengaruhi kebijakan dividen. Tidak berpengaruhnya transaksi pihak berelasi dengan kebijakan dividen disebabkan terdapat faktor lain yang berhubungan dengan transaksi pihak berelasi dan kebijakan dividen. Faktor lain yang dapat memengaruhi hubungan antara transaksi pihak berelasi dan kebijakan dividen adalah besar kendali yang dimiliki oleh pemegang saham di dalam struktur kepemilikan. Adanya satu pihak yang memiliki pengendalian yang tinggi dalam sebuah perusahaan membuat pemegang saham pengendali tersebut memiliki kesempatan yang lebih besar dalam melakukan tindakan yang dapat menguntungkan diri sendiri apalagi ditambah lemahnya tata kelola dan mekanisme kontrol perusahaan. (Koetaman & Diyanty, 2013) dalam penelitiannya mengatakan bahwa tingkat pengendali pemegang saham pengendali memengaruhi hasil hubungan ekspropriasi dan kebijakan dividen perusahaan. Padahal sebelum ditambahkan faktor tingkat pengendali, transaksi pihak berelasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan.

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, 1963). *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.

(Y.-L. 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 ((Glaeser et al., 2001); (Fakhriyyah et al., 2017)). 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 (Fakhriyyah et al., 2017).

Indonesia merupakan salah satu negara yang cukup potensial untuk terjadinya praktik ekspropriasi melalui *related party transaction* (RPT) (Claessens et al., 2000) menemukan fakta bahwa lebih dari 50% perusahaan di Indonesia merupakan perusahaan keluarga. Dengan mayoritas kepemilikan keluarga menunjukkan bahwa Indonesia merupakan negara yang struktur kepemilikannya secara umum terkonsentrasi. Selain itu, (Claessens et al., 2000) mengatakan bahwa dengan fakta di Indonesia *voting right* (*control right*) yang melebihi *cash flow right* dapat menimbulkan implikasi pemegang saham pengendali memiliki kemampuan dan insentif untuk melakukan ekspropriasi dari pemegang saham minoritas. Kemungkinan penggunaan transaksi pihak berelasi untuk mendapatkan keuntungan bagi manajemen atau pemegang saham pengendali di Indonesia diperkuat dengan masih lemahnya hukum perlindungan terhadap investor (Koetaman & Diyanty, 2013). Permasalahan keagenan dan tindakan ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas dapat diselesaikan dengan pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan. Perusahaan yang membayarkan dividennya berarti keuntungan atau kas yang dipegang oleh perusahaan lebih sedikit. Hal tersebut terjadi karena kas bebas pada perusahaan, dibayarkan kepada para investor sehingga kemungkinan-kemungkinan pemegang saham pengendali mengambil keuntungan pribadi lebih sedikit (Su et al., 2014).

**Pengaruh Ekspropriasi terhadap nilai perusahaan dimediasi kebijakan dividen**

Hipotesis ketiga dari penelitian ini adalah pengaruh ekspropriasi terhadap nilai perusahaan yang dimediasi kebijakan dividen. Berdasarkan tabel 5.16 di mana Pengujian pengaruh tidak langsung antara RPT terhadap TOBINS Q melalui perantara DPR didapatkan nilai signifikan sobel test sebesar 0,730 ( $> 0,05$ ), sehingga DPR tidak mampu memediasi pengaruh antara RPT terhadap TOBINS Q. Sehingga hipotesis H1c ditolak.

Studi ini menemukan bahwa RPT meskipun dibantu kebijakan dividen sebagai perantara tetap tidak berbeda secara signifikan dari non-RPT dalam hal dampaknya terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti tidak terjadi pemanfaatan dengan penggunaan *related party transaction* dari sisi penjualan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Menurut (Derek-Teshun & Zhien-Chia, 2010), salah satu manfaat dari melakukan *related party transaction* untuk perusahaan adalah perusahaan akan mendapatkan peluang keuntungan dengan melakukan penyesuaian transaksi yang tidak sesuai dengan *arm's length principle*. Menurut PER-32/PJ/2011, *arm's length principle* merupakan prinsip yang mengatur bahwa apabila kondisi dalam transaksi yang dilakukan antara pihak-pihak berelasi sama atau sebanding dengankondisi dalam transaksi yang dilakukan antara pihak ketiga yang menjadi pembanding, maka harga atau laba dalam transaksi yang dilakukan dengan pihak berelasi harus sama dengan atau berada dalam rentang harga atau laba dalam transaksi yang dilakukan antara pihak ketiga. Dengan adanya peraturan ini, perusahaan tidak dapat semena-mena menentukan harga yang ditetapkan dalam *related party transaction*. Hal ini terjadi di penelitian ini sehingga membuat investor tidak bereaksi dengan adanya *sales and purchase of related party transaction*.

Pengaruh tidak signifikan PRPT terhadap nilai perusahaan juga dapat diakibatkan mayoritas investor perusahaan yang diteliti merupakan perusahaan grup sehingga investor grup tidak melihat faktor *related party transaction* sebagai keputusan investasi karena perlakuan *related party transaction* sudah diatur dalam grup perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh (Derek-Teshun & Zhien-Chia, 2010) dan (Wong et al., 2015) yang menyatakan purchase of related party transaction berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

**Pengaruh Multiple Large Shareholders terhadap nilai perusahaan**

Hipotesis keempat dari penelitian ini adalah Pengaruh Multiple Large Shareholders terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan tabel 5.15. Variabel MLS mempunyai koefisien regresi sebesar -0.003741 dengan nilai probabilitas sebesar  $0.880 > 0.05$ , hal ini berarti bahwa MLS tidak berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel Tobins Q sehingga H2a ditolak.

Bukti empiris tentang pengaruh beberapa pemegang saham besar terhadap kinerja perusahaan masih terbatas. (Faccio et al., 2001) menguji pengaruh beberapa pemegang saham besar terhadap dividen. Mereka menemukan bahwa kehadiran beberapa pemegang saham besar mengurangi pengambilalihan di Eropa (karena pemantauan), tetapi memperburuknya di Asia (karena kolusi). Untuk Italia, (Volpin, 2002) memberikan bukti bahwa penilaian lebih tinggi ketika kontrol sampai batas tertentu dapat diperebutkan seperti dalam kasus di mana sindikat pemungutan suara mengendalikan perusahaan. Sebagian besar studi empiris ini berfokus pada kehadiran sederhana dari beberapa pemegang kendali, dan bukan pada karakteristik pengendali individu atau daya saing kekuasaan.

**Jumlah kepemilikan yang cenderung dikuasai oleh kelompok pemegang**

Jumlah kepemilikan yang cenderung dikuasai oleh kelompok pemegang saham pengendali akan mempengaruhi kurangnya pengawasan terhadap kinerja manajemen. Koalisi yang terbentuk akan dimanfaatkan untuk persaingan antara pemegang saham mayoritas (Adelopo et al., 2019), sehingga hal ini akan menjadi kesempatan bagi pemegang saham mayoritas untuk pengambilan keuntungan pribadi dimana kepentingan pemegang saham minoritas tidak diperhatikan.

Jumlah MLS merupakan pemegang saham besar yang menguasai kepemilikan saham lebih dari 3%. Namun kepemilikan ini lebih terkonsentrasi pada sebagian besar kelompok, sehingga koalisi ini dimanfaatkan untuk pengambilan keuntungan pribadi oleh manajemen dan MLS. MLS akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan jika memiliki alokasi *control* kepemilikan yang merata. Alokasi tersebut terlihat dari besarnya kepemilikan yang dikuasai oleh individu atau kelompok MLS itu sendiri. Koalisi yang terbentuk akan bersaing untuk meraih keuntungan bagi kelompoknya sendiri, sehingga hal ini akan mengurangi tingkat independen bagi pemegang saham mayoritas terhadap kinerja manajemen dan kepemilikan MLS. Hal ini dikarenakan jumlah MLS yang cenderung koneksi berkelompok dan kepemilikan yang dikuasai cukup besar, sehingga pengawasan yang harusnya dilakukan MLS terhadap kinerja manajemen berubah menjadi koalisi yang merugikan pemegang saham minoritas.

**Pengaruh Multiple Large Shareholders terhadap kebijakan dividen**

Hipotesis kelima dari penelitian ini adalah Pengaruh Multiple Large Shareholders terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan tabel 5.14. Variabel MLS mempunyai koefisien regresi sebesar -0.229445 dengan nilai

---

probabilitas sebesar  $0.0099 < 0.05$ , hal ini berarti bahwa MLS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel DPR sehingga H2b diterima.

Temuan ini menunjukkan bahwa masalah keagenan yang relevan bukanlah masalah antara manajer perusahaan dan pemegang saham melainkan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Pemegang saham pengendali seringkali memiliki ikatan manajerial, yang memungkinkan terjadinya kolusi antara manajer dan pemegang saham pengendali. Hal ini mengindikasikan bahwa pemegang saham terbesar dan mungkin berkolusi dalam menghasilkan keuntungan pribadi dengan membayar dividen yang lebih rendah. Hasil ini sejalan dengan makalah pendamping (Maury & Pajuste, 2005) yang menemukan beberapa bukti kolusi antara pemegang saham terbesar dan terbesar kedua; perusahaan, di mana pemegang saham terbesar kedua sangat penting untuk mendapatkan kontrol mayoritas, cenderung dinilai lebih rendah (memiliki Tobin's Q yang lebih rendah). Hasilnya juga mendukung temuan (Faccio et al., 2001) pada perusahaan Asia Timur.

Hasil ini sependapat dengan (Adelopo et al., 2019) dalam (Maury & Pajuste, 2005) yang menjelaskan bahwasanya pemegang saham besar (MLS) akan bertindak dalam koalisi dan mengikuti persaingan kepemilikan dengan pemegang saham besar lainnya, sehingga MLS memiliki kecenderungan untuk berpihak kepada manajemen dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Hasil ini juga sependapat dengan (Anggraeni, Haryono Selly & Fatimah, 2015) yang menjelaskan bahwasanya sejumlah pemegang saham yang kepemilikan yang besar mungkin akan menurunkan nilai perusahaan, dikarenakan pemegang saham akan merebut keuntungan pribadi dengan cara saling berkoalisi, sehingga merugikan pemegang saham minoritas. Teori keagenan menunjukkan bahwa kepemilikan pemegang saham besar dapat memperburuk konflik keagenan. Tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi dapat mungkin tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham minoritas, sehingga menyebabkan kemungkinan pengambilalihan oleh pemegang saham besar (Shleifer & Vishny, 1997).

Bukti empiris tentang dampak pemegang saham besar lainnya terhadap kebijakan dividen masih terbatas. (Faccio et al., 2001) menemukan bahwa kehadiran beberapa pemegang saham besar di Eropa meminimalkan aktivitas pengambilalihan pemegang saham pengendali, sehingga menghasilkan pembayaran dividen yang lebih tinggi, sementara di Asia terutama keberadaan pemegang saham pengendali di perusahaan-perusahaan Asia Timur, yaitu Hong Kong, Indonesia, Jepang, Korea Selatan, Malaysia, Filipina, Singapura, Taiwan dan Thailand telah dikaitkan dengan konflik antara pemegang saham besar dan minoritas., membuat tingkat dividen yang lebih rendah diamati. Mereka menyimpulkan bahwa pemegang saham pengendali berkolaborasi dengan pemegang saham besar lainnya untuk mengambil alih pemegang saham minoritas di Asia.

Temuan ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali besar atau koalisi pemegang saham besar memiliki preferensi dan kemampuan untuk tidak membayar keuntungan sebagai distribusi pro-rata kepada semua pemegang saham, melainkan untuk membayar diri mereka sendiri hanya dalam bentuk keuntungan pribadi dari kontrol. Menurut (Shleifer & Vishny, 1997), pemegang saham pengendali dapat mengambil keuntungan pribadi misalnya dengan memanfaatkan hubungan bisnis dengan perusahaan yang mereka kendalikan.

Penelitian ini tidak konsisten dengan beberapa hasil pada perusahaan Swedia oleh (Angeldorff & Novikov, 1999) yang mengklaim bahwa perusahaan yang dikendalikan secara pribadi berperilaku berbeda dengan membayar dividen yang lebih rendah. Satu perbedaan penting antara Finlandia dan Swedia adalah perlakuan pajak preferensial atas dividen untuk investor dan perusahaan swasta domestik, yang tidak terjadi di Swedia. Hasil (Angeldorff & Novikov, 1999) menunjukkan bahwa, karena kredit pajak imputasi di Finlandia, pemilik swasta, umumnya, lebih memilih dividen daripada capital gain. Namun, ketika pemilik pribadi juga adalah CEO perusahaan, manfaat pengendalian pribadi dapat melebihi manfaat dari pembayaran dividen.

### **Pengaruh *Multiple Large Shareholders* terhadap nilai perusahaan dimediasi kebijakan dividen**

Hipotesis keenam dari penelitian ini adalah Pengaruh *Multiple Large Shareholders* terhadap nilai perusahaan dimediasi kebijakan dividen. Berdasarkan tabel 5.16 di mana Pengujian pengaruh tidak langsung antara MLS terhadap TOBINS Q melalui perantara DPR didapatkan nilai signifikan sobel test sebesar  $0,034 (< 0,05)$ , sehingga DPR mampu memediasi pengaruh antara MLS terhadap TOBINS Q. Sehingga hipotesis H2c diterima.

Kebijakan dividen berhasil menjembatani antara MLS terhadap nilai perusahaan. (Sofyaningsih & Hardiningsih, 2011) berpendapat bahwa apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, mungkin diartikan oleh pemodal sebagai sinyal akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Sehingga kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Menurut (Wiagustini, 2014), kebijakan dividen berpengaruh terhadap aliran dana, struktur finansial, likuiditas perusahaan dan perilaku investor. Kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan penting dalam kaitannya dengan usaha untuk

memaksimalkan nilai perusahaan yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas. Kebijakan dividen penting untuk diketahui oleh investor karena investor menganggap dividen tidak hanya merupakan sumber penghasilan tetapi juga cara untuk menilai suatu perusahaan dari sudut pandang titik investasi (Wiagustini, 2014).

Teori agensi yang dikemukakan oleh Jansen dan Meckling didalam (Hastriyana & Taqwa, 2019) menjelaskan dan membenarkan bahwasanya mekanisme pengawasan terhadap kepemilikan dalam perusahaan sangatlah penting. Pemisahan kendali dan kepemilikan perusahaan sangat dibutuhkan karena konflik kepentingan yang tidak terhindarkan dan perilaku oportunistik oleh manajemen. Pengawasan dapat dilakukan dengan cara masuk ke dalam struktur kepemilikan yang berkelompok. Namun kepemilikan yang berkelompok akan menjadi masalah, dikarenakan kontrol yang dekat manajemen akan memfasilitasi pengambilalihan oleh pemegang saham mayoritas (Adelopo et al., 2019). (Faccio et al., 2001) menguji pengaruh beberapa pemegang saham besar terhadap dividen. Mereka menemukan bahwa kehadiran beberapa pemegang saham besar mengurangi pengambilalihan di Eropa (karena pemantauan), tetapi memperburuknya di Asia (karena kolusi). Untuk Italia, (Volpin, 2002) memberikan bukti bahwa penilaian lebih tinggi ketika kontrol sampai batas tertentu dapat diperebutkan seperti dalam kasus di mana sindikat pemungutan suara mengendalikan perusahaan. Kebijakan dividen memiliki hubungan yang erat dengan nilai perusahaan, karena berkaitan dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Jika perusahaan memiliki laba yang tinggi, maka kemampuan membayar dividen juga besar sehingga nilai perusahaan juga akan meningkat. Karena itulah kebijakan dividen mampu memediasi pengaruh MLS terhadap nilai perusahaan.

#### **Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan**

Hipotesis ketujuh dari penelitian ini adalah Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Variabel DPR mempunyai koefisien 0.046075 dengan nilai probabilitas  $0.0002 < 0.05$ , hal ini berarti bahwa DPR berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobins Q sehingga H3 diterima.

Hal ini sesuai dengan penelitian dari (Aji, 2017), (Sari, D.A., Edyanus, H.H., 2014), Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Aji, 2017) pada sektor industri barang konsumsi periode 2011-2015, menyimpulkan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan dimana hal ini dapat menjadi informasi yang baik bagi pemegang saham. Dan pemegang saham lebih menyukai pembayaran dividen dibandingkan besarnya laba ditahan perusahaan selain itu lebih memiliki kepastian dibandingkan capital gain. Didukung oleh penelitian (Sari, D.A., Edyanus, H.H., 2014) mengatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik dan pada akhirnya nilai perusahaan akan meningkat.

Kebijakan dividen merupakan keputusan mengenai pembagian laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali di dalam perusahaan (Gayatri & Mustanda, 2014). Kebijakan dividen berhubungan dengan pembagian laba pada perusahaan yang menjadi hak bagi para pemegang saham, akan tetapi pembagian dividen kemungkinan dapat dilakukan jika laba perusahaan meningkat. Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk pembiayaan investasi pada masa yang akan datang (Rusdiana et al., 2014). Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi laba yang diperoleh sebagai dividen berarti akan mengurangi jumlah laba yang ditahan yang akhirnya juga mengurangi sumber dana intern. Sedangkan apabila perusahaan tidak membagi labanya sebagai dividen akan bisa memperbesar sumber dana intern perusahaan dan akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan ((Hemastuti & Hermanto, 2014). Hasil penelitian ini juga sesuai dengan teori sinyal yang menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Dividen memberikan informasi atau isyarat mengenai keuntungan perusahaan karena pembayaran dividen akan meningkatkan keyakinan akan keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memiliki sasaran rasio pembayaran dividen yang stabil selama ini dan perusahaan dapat meningkatkan rasio tersebut, para investor akan percaya bahwa manajemen mengumumkan perubahan positif pada keuntungan yang diharapkan perusahaan. Isyarat yang diberikan kepada investor adalah bahwa manajemen dan dewan direksi sepenuhnya merasa yakin bahwa kondisi keuangan lebih baik daripada yang direfleksikan pada harga saham. Peningkatan dividen ini akan dapat memberikan pengaruh positif pada harga saham yang nantinya juga berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

---

## Simpulan

Proses kajian teori dan empiris dalam penelitian ini menyimpulkan bahwa ekspropriasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti *related party transactions* sebagai proksi yang dipakai tidak bisa dijadikan patokan dalam menilai sebuah perusahaan. Studi ini menemukan bahwa secara umum, pasar memandang RPT tidak berbeda secara signifikan dari non-RPT dalam hal dampaknya terhadap nilai perusahaan. Ekspropriasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti *related party transactions* tidak bisa dijadikan patokan dalam pengambilan keputusan pembayaran dividen. Ekspropriasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dimediasi kebijakan dividen. Studi ini menemukan bahwa RPT meskipun dibantu kebijakan dividen sebagai perantara tetap tidak berbeda secara signifikan dari non-RPT dalam hal dampaknya terhadap nilai perusahaan. *Multiple Large Shareholder* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Bukti empiris tentang pengaruh beberapa pemegang saham besar terhadap kinerja perusahaan masih terbatas. *Multiple Large Shareholders* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Temuan ini menunjukkan bahwa masalah keagenan yang relevan bukanlah masalah antara manajer perusahaan dan pemegang saham melainkan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. *Multiple Large Shareholders* berpengaruh terhadap nilai perusahaan dimediasi kebijakan dividen. Pengawasan dapat dilakukan dengan cara masuk ke dalam struktur kepemilikan yang berkelompok. Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan dimana hal ini dapat menjadi informasi yang baik bagi pemegang saham, dan pemegang saham lebih menyukai pembayaran dividen dibandingkan besarnya laba ditahan perusahaan selain itu lebih memiliki kepastian dibandingkan capital gain. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik dan pada akhirnya nilai perusahaan akan meningkat.

## Referensi

- Adelopo, I., Olumuyiwa, Y. G., & Rufai, I. (2019). The impacts of multiple large ownership structure on board independence. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 15(1), 1–30.
- Aharony, J., Wang, J., & Yuan, H. (2010). Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(1), 1–26.
- Aji, T. S. (2017). Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Ukuran Perusahaan, Dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Di Bei Periode 2011- 2015. *Jurnal Ilmu Manajemen Volume 5 Nomor 4*.
- Anastasia, O. C., & Onuora, J. (2019). Effects of Related Party Transaction on Financial Performance of Companies, Evidenced by Study of Listed Companies in Nigeria. *International Journal Of Economics And Financial Management*, 4(3), 46–57.
- Angeldorff, S., & Novikov, K. (1999). Agency costs: ownership concentration's influence over dividend levels—An empirical study of the Stockholm Stock Market 1990–1997. *Unpublished Master's Thesis in Finance, Stockholm School of Economics*.
- Anggraeni, Haryono Selly, F. dan, & Fatimah, E. (2015). Analisis pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan. *Simposium Akuntansi Nasional 18. 18 September, Halaman 1-23*.
- Bennedsen, M., Kongsted, H. C., & Nielsen, K. M. (2008). The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(6), 1098–1109.
- Cardoso, G. F. (2001). *Manajemen Sumber Daya Manusia Yogyakarta Andi Offset*.
- Cheng, L. T. W., & Leung, T. Y. (2016). Government protection, political connection and management turnover in China. *International Review of Economics & Finance*, 45, 160–176.
- Cheung, M. Y., Luo, C., Sia, C. L., & Chen, H. (2009). Credibility of electronic word-of-mouth: Informational and normative determinants of on-line consumer recommendations. *International Journal of Electronic Commerce*, 13(4), 9–38.
- Cheung, Y.-L., Rau, P. R., & Stouraitis, A. (2006). Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong. *Journal of Financial Economics*, 82(2), 343–386.
- Chiu, K.-H., & Hsu, C.-L. (2010). Research on the connections between corporate social responsibility and corporation image in the risk society: Take the mobile telecommunication industry as an example. *International Journal of Electronic Business Management*, 8(3), 183.
- Choe, C., & Matsushima, N. (2013). The arm's length principle and tacit collusion. *International Journal of Industrial Organization*, 31(1), 119–130.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771.
- 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.

- Derek-Teshun, H., & Zhien-Chia, L. (2010). A study of the relationship between related party transactions and firm value in high technology firms in Taiwan and China. *African Journal of Business Management*, 4(9), 1924–1931.
- Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365–395.
- Faccio, M., Lang, L. H. P., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91(1), 54–78.
- Fakhriyyah, D. D., Purnomosidhi, B., & Subekti, I. (2017). Pengaruh Tata Kelola terhadap Praktik Ekspropriasi dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Pemoderasi. *Mix: Jurnal Ilmiah Manajemen*, 7(3), 224245.
- Gayatri, N. L. P. R., & Mustanda, I. K. (2014). *Pengaruh struktur modal, kebijakan dividen dan keputusan investasi terhadap Nilai perusahaan*. Udayana University.
- Ghozali. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariete Dengan Program IBM SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). *Analisis multivariat dan ekonometrika: teori, konsep, dan aplikasi dengan eview 10*.
- Glaeser, E., Johnson, S., & Shleifer, A. (2001). Coase versus the Coasians. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(3), 853–899.
- Gomes, A. R., & Novaes, W. (2005). Sharing of control as a corporate governance mechanism. Available at SSRN 277111.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264–272.
- Hastriyana, A., & Taqwa, S. (2019). Pengaruh Multiple Large Shareholder Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 1(3), 1080–1095.
- Hemastuti, C. P., & Hermanto, S. B. (2014). Pengaruh profitabilitas, kebijakan dividen, kebijakan hutang, keputusan investasi dan kepemilikan insider terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 3(4), 1–15.
- Isakov, D., & Weisskopf, J.-P. (2015). Pay-out policies in founding family firms. *Journal of Corporate Finance*, 33, 330–344.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jian, M. (2003). *Earnings management and tunneling through related party transactions: Evidence from Chinese corporate groups*. Hong Kong University of Science and Technology (Hong Kong).
- Kang, B. (2014). Corporate social responsibility perceptions and corporate performances. *Journal of Applied Sciences*, 14(21), 2662–2673.
- Koetaman, E., & Diyanty, V. (2013). Pengaruh Kepemilikan Pengendali Akhir terhadap Kebijakan Dividen Kas dengan Kepemilikan Keluarga dan Mekanisme Corporate Governance sebagai Variabel Moderasi [The Influence of Final Control Ownership on Cash Dividend Policy with Family Ownership and Corporate Governance Mechanism as Moderating Variables]. *National Symposium Accounting*, 16.
- Lehmann, E., & Weigand, J. (2000). Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany. *Review of Finance*, 4(2), 157–195.
- Lin, Y. R., & Fu, X. M. (2017). Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 49, 17–57.
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1813–1834.
- Okoro, E. G., & Okoye, E. I. (2016). Taming creative accounting via international financial reporting standards: The Nigerian scenario. *Business Trends*, 6(4), 11–17.
- Pagano, M., & Röell, A. (1998). The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 187–225.
- Rusdiana, A., Irfan, M., & Irfan, M. (2014). *Sistem informasi manajemen*. Pustaka Setia.
- Sari, D.A., Edyanus, H.H., dan A. F. F. (2014). Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance dan Financial Distress Terhadap Earning Management Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Ilmiah Akuntansi, Vol. 1, No. 1, Univeraitas Riau*.
- Satriawan, H. B., & Agustina, L. (2016). Determinan Harga Saham dengan Nilai Perusahaan sebagai Variabel Intervening. *Accounting Analysis Journal*, 5(2), 113–121.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Sofyaningsih, S., & Hardiningsih, P. (2011). Struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan utang dan nilai perusahaan. *Dinamika Keuangan Dan Perbankan*, 3(1), 68–87.
- Su, Z., Fung, H.-G., Huang, D., & Shen, C.-H. (2014). Cash dividends, expropriation, and political connections: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 29, 260–272.

- 
- Utama, S., Utama, C. A., & Yuniasih, R. (2010). Related party transaction-efficient or abusive: Indonesia evidence. *Asia Pacific Journal of Accounting and Finance*, 1(1), 77–102.
- Volpin, P. F. (2002). Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics*, 64(1), 61–90.
- Wardani, D. K., & Putri, H. N. S. (2018). Pengaruh Faktor Internal dan Faktor Eksternal terhadap Manajemen Pajak. *Akmenika: Jurnal Akuntansi Dan Manajemen*, 15(1).
- Wiagustini, N. L. P. (2014). *Manajemen keuangan* (J. Atmaja (ed.); 1st ed.). Udayana.
- Wijaya, B. I., & Sedana, I. B. P. (2015). *Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan (kebijakan dividen dan kesempatan investasi sebagai variabel mediasi)*. Udayana University.
- Wong, R. M. K., Kim, J., & Lo, A. W. Y. (2015). Are related-party sales value-adding or value-destroying? Evidence from China. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 26(1), 1–38.
- Ying, Q., & Wang, L. (2013). Propping by controlling shareholders, wealth transfer and firm performance: Evidence from Chinese listed companies. *China Journal of Accounting Research*, 6(2), 133–147.