

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Tujuan perusahaan menurut pandangan manajemen keuangan, pada dasarnya adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pula para pemegang sahamnya. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga saham (Wright & Ferris, 1997; Fama, 1978; Walker, 2000). 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 (Wright dan Ferris, 1997; Satriawan dan Agustina, 2016). Nilai perusahaan dapat tercermin pada harga saham perusahaan (Wijaya dan 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. Tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Fama & French, 1998). Nilai perusahaan sangat penting karena meningkatkan nilai perusahaan berarti meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham (Brigham and Gapenski, 1996).

Dalam mewujudkan kesejahteraan pemegang saham yang tercermin dari harga saham yang terbentuk di pasar modal, beberapa alternatif kebijakan dapat dilakukan guna memperoleh simpati dari pelaku pasar. Beberapa kebijakan yang dapat dilakukan oleh perusahaan diantaranya adalah dengan melakukan kebijakan keuangan, seperti kebijakan dividen, kebijakan investasi dan kebijakan pendanaan. Peningkatan nilai perusahaan sebagai tujuan perusahaan merupakan gambaran dari peningkatan kesejahteraan untuk *shareholders* atau para pemegang saham melalui dividen yang dibayarkan kepadanya, dan peningkatan harga saham. Kemampuan membayar dividen sangat tergantung pada kinerja perusahaan selama periode berjalan. Untuk mencapai tujuan perusahaan tersebut, banyak pemegang saham menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manajer perusahaan. Dalam proses pendelegasian wewenang ini, sering dijumpai beberapa persoalan yang berhubungan dengan konflik di antara pemegang saham (pemilik) dan para pelaksana (manajer). Konflik tersebut terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham atau dalam teori keuangan disebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*), di mana manajer berfungsi sebagai *agent* dan pemegang saham sebagai *principal*.

Konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dapat diminimalkan 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. Tidak dapat dipungkiri

bahwa dengan adanya dualisme kepemilikan dan kepemimpinan tersebut, fungsi pengawasan yang seharusnya dilakukan oleh Dewan Komisaris menjadi tidak berfungsi, demikian juga sebaliknya, direksi menjadi begitu dominan sehingga fungsi-fungsi yang ada dalam perusahaan menjadi tidak harmonis.

Masalah keagenan menyebabkan adanya aktivitas *tunneling* (Claessens, et al., 2000). Salah satu bentuk dari aktivitas *tunneling* dilakukan dengan pemberian pinjaman kepada pihak berelasi atas permintaan pemegang saham pengendali demi kepentingan pribadi (Atanasov, 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 (Loon & Ramos, 2009; Utama et al., 2010). Sebagian peneliti lain menyatakan RPT berdampak negatif terhadap perusahaan. RPT dianggap sebagai bentuk benturan kepentingan antara para pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas (Jensen & Meckling, 1976; Ying & Wang, 2013). Benturan kepentingan yang dapat terjadi sebagai contoh adalah adanya manipulasi data keuangan perusahaan, maupun adanya aktivitas *tunneling* yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali yang

merugikan pemegang saham minoritas (Claessens, et al., 2000; Utama, et al., 2010; Munir, et al., 2013)

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. Cheung et al., (2006) menunjukkan bukti yang kuat bahwa RPTs yang terindikasi adanya *tunneling* mengalami penurunan nilai perusahaan. Berkman, Cole, & Fu (2009) menyebutkan bahwa *loan guarantee* merupakan salah satu alat dalam melakukan ekspropriasi. Baek, Kang, dan Park (2004) menyebutkan bahwa entitas dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi yang memungkinkan adanya *tunneling*, mengalami penurunan nilai terbesar pada saat krisis di Korea. Ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas banyak terjadi di negara-negara berkembang (Claessens et al., 2000). Kurangnya perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas menjadi penyebab adanya tindakan ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali (La Porta et al., 2000).

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 BPT 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 non pengendali 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 ELM, 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 Rp 825. Akan tetapi, pada Maret 1999 ketika laporan keuangan 1998 dilansir, harga saham PT BRPT Tbk langsung jatuh ke

harga Rp 225 per lembar. Ketika pertama kali PT BRPT Tbk mendapat penilaian disclaimer, saham PT BRPT Tbk langsung turun ke harga Rp 75 per lembar. Kasus PT BRPT Tbk menunjukkan bagaimana PP sebagai pemegang saham pengendali PT BRPT Tbk mendapatkan manfaat privat yang merugikan pemegang saham non pengendali.

Aktivitas 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 (Sari, 2017). 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 (Cheung et al., 2006; 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 & Wolfenzon, 2000; Zwiebel, 1995), efek keberadaan pemegang saham besar lain di perusahaan terhadap pengendalian perusahaan (Pagano & Roell, 1998) dan tingkat penggalan kepentingan pribadi pada harta perusahaan (Gomes dan 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). Secara teoritis, dengan adanya beberapa pemegang saham besar perusahaan (*Multiple Large Shareholders – MLS*), pemegang saham besar lain dapat terlibat dalam pengawasan

terhadap pemegang saham terbesar yang efisien (*the alignment effect*) atau dalam tindakan ekspropriasi sumber daya perusahaan bersama dengan pemegang saham terbesar (*the coalition formation effect*). Pemegang saham besar lain dalam perusahaan dapat berperan dalam pengawasan manajemen untuk mengurangi masalah keagenan antara pemegang saham dan manajemen dan juga antara pemegang saham terbesar dengan pemegang saham minoritas (Edman & Manso, 2011; Holderness, 2009; Laeven & Levine, 2007; Shleifer & Vishny, 1986). Keberadaan pemegang saham besar lain dapat membatasi kemampuan pemegang saham terbesar untuk menggali keuntungan pribadi yang merugikan pemegang saham lainnya (Wang et al., 2017; Bennedsen & Wolfenzon, 2000; Lehman & Weigand, 2000; Pagano & Roell, 1998; Gomes & Novaes, 2001).

Di sisi lain, pemegang saham besar lain dapat membentuk koalisi dengan pemegang saham terbesar untuk mengambil keuntungan pribadi dan merugikan pemegang saham minoritas (Zwiebel, 1995; Kahn & Winton, 1998). Dengan adanya perbedaan dampak keberadaan MLS dalam perusahaan mengakibatkan adanya perbedaan dampak pula terhadap nilai perusahaan. Apabila pemegang saham besar lain melakukan pengawasan terhadap pemegang saham pengendali mengakibatkan adanya efisiensi dalam kinerja perusahaan sehingga berakibat nilai perusahaan akan meningkat (Maury & Pajuste, 2005; Attig et al, 2009; Laeven and Levine, 2007). Sebaliknya apabila para pemegang saham melakukan koalisi dan mengambil kekayaan perusahaan untuk kepentingan mereka sendiri, maka berakibat nilai perusahaan menurun (Edman & Manso, 1999; Holderness, 2009;

Laeven & Levine, 2007; Zwiebel, 1995; Kahn & Winton, 1998; Tribo & Martinez, 2010).

Keberadaan MLS memberikan peluang untuk saling bekerja sama antar pemegang saham besar dan menggunakan kekuasaan kolektif untuk memaksakan kehendak pada perusahaan sesuai dengan keinginannya. Para pemegang saham besar bekerjasama dan membentuk koalisi untuk mendapatkan manfaat pribadi dengan tidak membagikan dividen kepada para pemegang saham. Dengan demikian terdapat pengaruh negatif antara keberadaan MLS terhadap kebijakan dividen (Faccio et al, 2001; Zwiebel, 1995). Namun, apabila para pemegang saham besar perusahaan menghadapi kesulitan untuk menggali kekayaan perusahaan untuk kepentingannya sendiri, maka mereka akan saling bekerjasama untuk memaksa perusahaan membayarkan dividen dan membayar dividen yang besar (Faccio et al, 2001). Di lain pihak, terdapat pendapat para ahli yang berseberangan yaitu bahwa koalisi pemegang saham dengan manajemen akan menjadi salah satu mekanisme untuk mengurangi konflik kesenjangan tujuan antara manajemen dengan pemegang saham. MLS selaku pemegang saham yang cukup dominan (Adelopo, 2019) dapat mengendalikan manajemen perusahaan dengan bebas. Attig (2009) menjelaskan bahwa dengan adanya jumlah MLS yang dominan untuk mengawasi kinerja manajemen, maka laba yang diungkapkan oleh perusahaan akan semakin informatif.

Penelitian-penelitian yang telah dilakukan memberikan hasil dan model teori yang saling bertentangan dalam menjelaskan fenomena dividen (Frankfurter and

Wood, 2003). Penelitian tentang dividen masih belum mampu menjelaskan mengapa perusahaan membagi dividen dan faktor-faktor apa yang menjadi pendorong bagi perusahaan untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham. Penelitian-penelitian terdahulu menyimpulkan bahwa alasan yang mendasari perusahaan membagikan atau tidak membagikan dividen antara lain, 1) dividen sebagai sinyal informasi internal perusahaan kepada investor (Bhattacharya, 1979; John & William, 1985; Miller & Rock, 1985; Aharony & Swary, 1980; Asquith & Mullins, 1983; Kalay & Lowenstein, 1986; Healy & Palepu, 1988; Nissim & Ziv, 2001), 2) *tax preference* di mana investor lebih menyukai untuk mendapatkan *capital gain* daripada dividen karena memiliki beban pajak yang lebih rendah (Brennan, 1970; Litzenberger & Ramaswamy, 1979; Kalay & Michaely, 1993; Elton & Gruber, 1970; Michaely, 1991), 3) hubungan keagenan, di mana pembayaran dividen dianggap sebagai mekanisme yang dapat mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Rozeff, 1982; Jensen, 1986; Lang & Litzenberger, 1989; Agrawal & Jayaraman, 1994; Jensen, Solberg & Zorn, 1992), 4) *life cycle theory*, di mana perusahaan dewasa (*mature firms*) yang memiliki proporsi *retained earning* terhadap total *equity* yang lebih tinggi akan lebih menyukai untuk membagikan dividen daripada perusahaan muda (*young firms*) (Damodaran, 2010; Lease et al., 2000; DeAngelo et al., 2006), 5) *catering theory*, di mana perusahaan akan membayarkan dividen apabila terdapat permintaan investor akan dividen yang ditandai dengan adanya *stock price premium* pada perusahaan yang membayar dividen (Baker & Wurgler, 2004; Bulan et al., 2005;

Rashid, et al., 2013), dan 6) struktur kepemilikan perusahaan menjadi dasar dalam membagikan dividen atau tidak (Faccio et al, 2001; Gugler & Yurtoglu, 2003; Maury & Pajuste, 2002).

Penelitian ini menggunakan ekspropriasi sebagai salah satu variabel independen karena masih rendahnya perlindungan terhadap hak-hak pemegang saham minoritas di Indonesia sehingga terjadi praktik ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas. Hal ini selaras dengan kenyataan bahwa Indonesia menganut sistem *civil law*, di mana salah satu karakteristik negara yang menerapkan *civil law* adalah perlindungan hukum yang lemah terhadap pemegang saham (Hung, 2000). Banyak penelitian mengklaim masalah *tunneling* di Asia terjadi karena sistem tata kelola yang lemah dan struktur kepemilikan mayoritas terkonsentrasi (Claessens, et al. 2000; Gao dan Kling 2008; La-Porta, Silanes dan Shleifer, 1999;). Di Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mendorong penerapan tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance/GCG*) oleh perusahaan di Indonesia. Pasalnya, penerapan GCG di Indonesia saat ini relatif tertinggal dibandingkan negara-negara di kawasan ASEAN.

Penelitian-penelitian terdahulu tentang MLS berfokus pada kinerja perusahaan atau nilai perusahaan dan memberikan hasil yang beragam (Lehmann & Weigand, 2000; Gutierrez et al., 2003; Maury & Pajuste, 2005; Laeven & Levine, 2008; Attiq et al., 2009; Isakov & Weisskopf, 2015). Keberadaan pemegang saham besar lain yang kuat dapat meningkatkan laba dan nilai perusahaan karena mereka bertindak sebagai pengawas aktivitas pemegang saham dominan sehingga dapat

membatasi kemampuan pemilik saham dominan untuk menggali sumber daya perusahaan untuk tujuan kekayaan pribadi (Lehman & Weigand, 2000; Laeven & Levine, 2008; Attiq, et al., 2009; 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 (Gomes & Novaes, 2001; Zwiebel, 1995). 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.

Pembatasan dalam penelitian ini yaitu mengukur ekspropriasi menggunakan *related party transactions* berdasarkan data yang tercantum dalam laporan keuangan, dan tidak menelusuri sampai dengan pemegang saham ultimat. Selain itu, penelitian ini belum mengidentifikasi jenis *multiple large shareholder structure*, seperti keluarga, kepemilikan investor institusional, pemerintah dan asing.

1.2 Rumusan Masalah

Agency problem menurut beberapa peneliti dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan yang dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Dalam kondisi pada umumnya, masalah keagenan pokok adalah konflik antara manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976; Watts & Zimmerman, 1990). Namun apabila kepemilikan saham ternyata terkonsentrasi, apakah konflik keagenan pokok masih antara manajemen dan pemegang saham, bagaimana jika ada pemegang saham besar yang dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan? Pada saat hal ini terjadi, maka masalah keagenan pokok bukan lagi antara manajemen dengan pemegang saham, melainkan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas (La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000).

Secara teoritis, pemegang saham besar lain dalam perusahaan yang memiliki *Multiple Large Shareholders – MLS* dapat terlibat dalam pengawasan terhadap pemegang saham terbesar yang efisien (*the alignment effect*) atau berkoalisi dengan

pemegang saham terbesar untuk merampas kekayaan perusahaan untuk kepentingan pribadi (*the coalition formation effect*).

Salah satu cara mengatasi *agency problem* adalah dengan kebijakan dividen, di mana pembayaran dividen dianggap sebagai mekanisme yang dapat mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Rozeff, 1982; Litzenger, 1989, Agrawal & Jayaraman, 1994; Jensen, Solberg & Zorn, 1992),

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, dapat dirumuskan masalah penelitian yaitu:

1. Apakah pengaruh ekspropriasi terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh kebijakan dividen?
2. Apakah pengaruh *Multiple Large Shareholders* terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh kebijakan dividen?

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan pokok permasalahan, tujuan umum dari penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis pengaruh ekspropriasi dan MLS terhadap nilai perusahaan yang dimediasi kebijakan dividen. Tujuan khusus dari penelitian ini antara lain:

1. Menguji dan menganalisis pengaruh ekspropriasi terhadap nilai perusahaan yang dimediasi kebijakan dividen.

2. Menguji dan menganalisis pengaruh *Multiple Large Shareholders* terhadap nilai perusahaan yang dimediasi kebijakan dividen.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian dimaksudkan untuk menjawab fenomena yang terjadi terhadap hasil penelitian sebelumnya dan perkembangan nilai perusahaan yang dipantau dari fenomena kondisi perusahaan *go public* di Indonesia melalui variabel ekspropriasi, MLS, dan kebijakan dividen. Oleh karena itu penelitian ini diharapkan memberikan manfaat bagi perkembangan ilmu pengetahuan, pengambil kebijakan, para pelaku bursa baik manfaat jangka panjang atau pendek.

1.4.1 Manfaat Teoritis

Manfaat teoritis yang diharapkan dapat dihasilkan dari penelitian ini adalah:

1. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pada teori nilai perusahaan terkait dengan teori keagenan.
2. Hasil penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi para peneliti dan akademisi sebagai bahan untuk penelitian selanjutnya terkait dengan ekspropriasi, *multiple large shareholders*, teori dividen, dan teori nilai perusahaan.

1.4.2 Manfaat Praktis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat praktis sebagai berikut:

1. Bagi manajer, diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan informasi dalam pengambilan keputusan manajerial, dan sebagai bahan pertimbangan bagi perusahaan dalam menerapkan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian untuk membantu meningkatkan nilai perusahaan serta sebagai bahan pertimbangan emiten untuk mengevaluasi, memperbaiki, dan meningkatkan kinerja manajemen di masa yang akan datang.
2. Bagi investor, diharapkan hasil penelitian ini menjadi bahan pertimbangan untuk memilih dan menentukan saham perusahaan dalam kegiatan investasi yang mereka lakukan.

1.5 Orisinalitas Penelitian

Penelitian terpisah tentang ekspropriasi, MLS, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan telah banyak dilakukan. Diantaranya oleh Bae, Baek, & Kang (2012) mengembangkan dan menguji model yang menyelidiki bagaimana insentif ekspropriasi pemegang saham mempengaruhi nilai perusahaan selama krisis dan periode pemulihan berikutnya. Liew, Alfian, & Devi (2015) menguji hubungan antara *related party transactions* (RPT) dan nilai perusahaan dan bagaimana hubungan ini dimoderasi oleh konsentrasi kepemilikan. Berkman, Cole, & Fu (2014) menguji efek kekayaan dari perubahan peraturan yang dimaksudkan untuk meningkatkan tata kelola perusahaan dengan melindungi pemegang saham minoritas dari ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali. Gugler & Yurtoglu (2003) dan Jiang, Cai, Jiang, Nofsinger (2019) memberikan hasil bahwa terdapat hubungan yang positif antara MLS dan pembayaran dividen.

Terdapat perbedaan mendasar antara penelitian ini dengan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya yaitu penelitian ini menggabungkan berbagai variabel di atas dengan membentuk model penelitian di mana variabel ekspropriasi dan MLS sebagai variabel bebas dan kebijakan dividen sebagai variabel mediasi dan yang menguji pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Hal ini untuk menjawab gap penelitian yang dilakukan sebelumnya di mana memberikan hasil penelitian yang berbeda-beda dalam menjawab hipotesis pengaruh masing-masing variabel ekspropriasi dan MLS terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menempatkan kebijakan dividen sebagai variabel mediasi. Kebijakan dividen memediasi hubungan atau pengaruh antara variabel ekspropriasi dan MLS dengan nilai perusahaan.

Penelitian yang hampir mirip adalah penelitian Sualekhhattak dan Hussain (2017) yang berjudul "*Do Growth Opportunities Influence the Relationship of Capital Structure, Dividend Policy and Ownership Structure with Firm Value: Empirical Evidence of KSE*". Namun, penelitian Sualekhhattak dan Hussain (2017) menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel bebas dan tidak menggunakan variabel ekspropriasi sebagai variabel bebas.

1.6 Sistematika Disertasi

Sistematika penulisan disertasi ini mencakup 6 bab yaitu:

Bab 1 Pendahuluan

Bagian ini memberikan gambaran singkat kepada pembaca tentang latar belakang penelitian yang berkaitan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh para peneliti

terdahulu. Bagian ini memuat secara singkat tentang rumusan masalah, tujuan penelitian, dan manfaat dari penelitian ini bagi ilmu pengetahuan dan bagi praktisi di bidang keuangan.

Bab 2 Tinjauan Pustaka

Bagian ini memberikan gambaran singkat tentang sumber literatur yang menjadi dasar penelitian. Tinjauan pustaka ini disusun menurut perkembangan ilmu pengetahuan yang menunjang atau yang ada sangkut-pautnya dengan penelitian. Tinjauan pustaka mencakup semua teori dan variabel yang diteliti. Selain itu, tinjauan pustaka memuat review penelitian sebelumnya.

Bab 3 Kerangka Konseptual dan Hipotesis

Bab ini berisi tentang kerangka konseptual dan hipotesis. Kerangka konseptual menunjukkan bagian-bagian penting yang digunakan untuk menjawab rumusan masalah. Hipotesis memuat penjelasan awal yang didapat dari tinjauan pustaka yaitu referensi teori dan penelitian empiris yang pernah dilakukan sebelumnya.

Bab 4 Metode Penelitian

Bab ini memuat spesifikasi model, definisi operasional, data dan pengukuran, dan tahapan estimasi/prosedur ekonometrik. Spesifikasi model menunjukkan model ekonometrik yang akan digunakan dalam penelitian. Definisi operasional memuat definisi tiap variabel yang akan digunakan dalam model. Data dan pengukuran menyampaikan sumber data yang digunakan dalam estimasi model. Tahapan estimasi/prosedur ekonometrik digunakan untuk menjelaskan tahap estimasi model penelitian yang didasarkan oleh rumusan masalah dan hipotesis.

Bab 5 Hasil dan Pembahasan

Bab ini berisikan hasil penelitian dan pembahasan. Pembahasan membandingkan hasil penelitian dengan hasil penelitian sebelumnya dan mengaitkan temuan dengan teori yang dirujuk.

Bab 6 Simpulan dan Saran

Bab ini berisikan simpulan yang merupakan uraian singkat dari hasil penelitian dan pembahasan, dan sub bab saran yang memuat implikasi bagi penelitian selanjutnya dan aspek praktis seperti kebijakan.