

TUNNELING DAN CORPORATE GOVERNANCE

Dr. RATNA CANDRA SARI, M.Si, CA

Email: ratnacandrasari08@gmail.com / ratna_candrasari@uny.ac.id

No.HP: 081227292919

Dr. SUGIHARTO

No. HP. 081310658888

Table of Contents

SINOPSIS.....	6
KATA PENGANTAR.....	8
BAB I.....	9
<i>TUNNELING</i> dan TRANSAKSI PIHAK BERELASI.....	9
A. <i>Tunneling</i> dan Transaksi Pihak Berelasi.....	9
B. Mengapa <i>Tunneling</i> terjadi di Indonesia?.....	12
BAB II.....	15
Struktur Kepemilikan dan Transaksi Pihak Berelasi di Indonesia.....	15
A. Struktur Kepemilikan di Indonesia dan Asia.....	15
B. Transaksi Pihak-Pihak Berelasi.....	17
C. Tipe Transaksi Berelasi.....	21
D. Regulasi Transaksi Pihak Berelasi.....	24
E. Disclosure Transaksi Berelasi.....	26
BAB III.....	28
<i>TUNNELING</i> DAN KINERJA PERUSAHAAN.....	28
A. Bentuk-bentuk <i>Tunneling</i>	28
B. <i>Tunneling</i> dan Manajemen Laba.....	30
C. <i>Tunneling</i> dan manipulasi pajak.....	33
D. <i>Tunneling</i> dan Kinerja Perusahaan.....	33
E. <i>Tunneling</i> dan Kinerja Keuangan.....	35
F. Penelitian <i>Tunneling</i> dan Kinerja Perusahaan.....	40
G. Karakteristik Perusahaan yang melakukan <i>Tunneling</i>	44
BAB IV.....	48
<i>Tunneling</i> Dan <i>Corporate governance</i>	48
A. <i>Corporate Governance</i>	48
B. Karakteristik <i>Corporate Governance</i> pada level perusahaan.....	49
Peran Dewan Komisaris.....	50
Peran Auditor Eksternal.....	51
Peran Auditor Internal.....	51
Peran Komite.....	52
Komite Audit.....	52

Komite Nominasi.....	52
Komite Remunerasi.....	52
Peran Pengawas Etika.....	53
C. Karakteristik <i>Corporate Governance</i> pada level negara.....	53
D. PRINSIP-PRINSIP CORPORATE GOVERNANCE.....	54
E. Mekanisme <i>Corporate Governance</i>	56
F. <i>Corporate Governance</i> dan <i>Tunneling</i>	58
F.1 Peran Dewan Komisaris terhadap Pencegahan <i>Tunneling</i>	60
F.2 Peran Auditor terhadap Pencegahan <i>Tunneling</i>	61
G. Apakah <i>Corporate Governance</i> Efektif Mencegah <i>Tunneling</i> ?.....	62
H. Apakah mekanisme <i>Country Governance</i> Efektif Mencegah <i>Tunneling</i> ?.....	64
BAB V.....	73
PERLINDUNGAN INVESTOR DAN.....	73
MODEL PENILAIAN TUNNELING.....	73
A. PERLINDUNGAN INVESTOR.....	73
A.1 Perlindungan secara Ex-Ante (sebelum terjadi <i>tunneling</i>).....	74
A.2 Perlindungan secara ex-Post.....	77
B. Tujuh Langkah Menilai Transaksi Pihak Berelasi.....	78
B.1 Siapa pihak-pihak berelasi yang melakukan transaksi?.....	78
B.2 Aset apa yang ditransfer?.....	81
B.3 Bagaimana Penilaian Aset?.....	81
B.4 Apakah terdapat pihak-pihak yang berkonflik?.....	82
B.5 Mengapa Aset Ditransfer? Mengapa sekarang?.....	83
C. Model Prediksi <i>Tunneling</i>	83
C.1 Metode Penilaian <i>Tunneling</i>	84
C.2 Transaksi <i>Tunneling</i>	87
C.3 Model Prediksi <i>Tunneling</i>	91
C.4 Perbedaan Karakteristik Perusahaan Berdasarkan Metode Prediksi <i>Tunneling</i>	95
BAB VI.....	100
KESIMPULAN DAN IMPLIKASI.....	100
Daftar Pustaka.....	104
CV.....	109

SINOPSIS

Secara harfiah *tunnel* berarti terowongan. Terowongan adalah tembusan dalam tanah atau gunung (untuk jalan kereta api, mobil, air dsb). Dalam istilah keuangan *tunneling* adalah transfer sumberdaya keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali. Jika terowongan digunakan untuk jalan air, kereta atau mobil, maka *tunneling* dalam istilah keuangan merupakan proses untuk mengalirkan sumberdaya keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali.

Tunneling terjadi di dunia bisnis, namun sulit terdeteksi oleh otoritas legal. Rendahnya penegakan hukum, sistem *corporate governance* yang buruk dan rendahnya kualitas *disclosure* di Indonesia, menyebabkan kasus-kasus *tunneling* tidak terdeteksi. Permasalahan *tunneling* merupakan salah satu penyebab terjadinya krisis Asia 1997-1999. Jika tidak dikendalikan, *tunneling* dapat menyebabkan kerugian bagi perusahaan, masyarakat, pemegang saham non-pengendali (minoritas) bahkan menyebabkan kerugian negara.

Struktur kepemilikan grup pada perusahaan publik di Indonesia menyebabkan hampir seluruh perusahaan publik di Indonesia melakukan transaksi pihak berelasi. Beberapa transaksi berelasi bertujuan untuk efisiensi dan untuk meningkatkan kesejahteraan grup. Akan tetapi, dalam kondisi tertentu transaksi antar pihak berelasi dapat memberikan peluang bagi pemegang saham pengendali atau eksekutif perusahaan untuk melakukan *tunneling* atau mengambil keuntungan pribadi dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham non-pengendali. Penyalahgunaan transaksi antar pihak berelasi menjadi tantangan utama bagi integritas perkembangan pasar modal Asia. Penertiban transaksi pihak berelasi tersebut menjadi garis depan reformasi *corporate governance* Asia. Buku ini membahas mengenai model prediksi *tunneling* yaitu model untuk mendeteksi penyalahgunaan transaksi berelasi dan efektivitas *corporate governance* dalam mencegah aktivitas *tunneling*.

KATA PENGANTAR

Alhamdulillahirobbil'alamin. Kepada Allah, penulis bersyukur atas nikmat dan anugrah yang telah diberikan. Allah yang maha memiliki semua Ilmu Pengetahuan dan manusia diwajibkan menuntut ilmu setinggi-tingginya dan menyebarkanluaskannya.

Buku ini membahas tentang *tunneling* dan corporate governance. *Tunneling* dalam istilah keuangan merupakan proses untuk mengalirkan sumberdaya keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali. Transaksi pihak berelasi dapat memberikan peluang bagi pemegang saham pengendali atau eksekutif perusahaan untuk melakukan *tunneling*. *Tunneling* terjadi di dunia bisnis, namun sulit terdeteksi oleh otoritas legal. Rendahnya penegakan hukum, sistem *corporate governance* yang buruk dan tingginya tingkat korupsi di Indonesia, menyebabkan kasus-kasus *tunneling* tidak terdeteksi. Permasalahan *tunneling* merupakan salah satu penyebab terjadinya krisis Asia 1997-1999. Jika tidak dikendalikan, *tunneling* dapat menyebabkan kerugian bagi perusahaan, masyarakat, pemegang saham non-pengendali (minoritas) bahkan menyebabkan kerugian negara.

Buku ini disusun untuk mengisi kekosongan referensi mengenai praktik *tunneling* di Indonesia dan model prediksi untuk menilai transaksi pihak berelasi yang digunakan untuk *tunneling*. Selain itu, buku ini juga membahas mengenai efektivitas corporate governance dalam mencegah aktivitas *tunneling* di Indonesia.

Buku ini disusun berdasarkan pengalaman penulis sebagai akademisi, peneliti dan praktisi. Oleh karena itu, buku ini membahas mengenai kasus-kasus *tunneling* yang riil terjadi di Indonesia. Materi di dalam buku ini dapat digunakan oleh akademisi, pengambil kebijakan, mahasiswa dan masyarakat umum yang tertarik pada isu-isu corporate governance dan *tunneling*.

Penulis mengucapkan terimakasih kepada Guru dan Dosen yang telah memberikan ilmu yang bermanfaat khususnya kepada Bapak Prof. Zaki Baridwan, Prof. Ainun Na'im, Sony Warsono, Ph.D. Terimakasih juga ditujukan untuk keluarga penulis yang selalu mendorong dan memberi kesempatan untuk berkarya. Penulis menyadari bahwa Buku ini masih banyak kekurangan, sehingga penulis mengharapkan saran untuk perbaikan. Saran dapat diemail langsung ke email penulis dibawah ini.

Terimakasih

Yogyakarta, 18-9-2014

Dr. Ratna Candra Sari (ratna_candrasari@uny.ac.id / ratnacandrasari08@gmail.com)

Dr Sugiharto

BAB I

TUNNELING dan TRANSAKSI PIHAK BERELASI

A. Tunneling dan Transaksi Pihak Berelasi

Istilah *tunneling* dalam literatur keuangan dapat dianalogikan dengan istilah *big tunnel* yang akan digunakan untuk mengurangi kemacetan dan banjir di ibukota Jakarta. Secara harfiah *tunnel* berarti terowongan. Terowongan adalah tembusan dalam tanah atau gunung (untuk jalan kereta api, mobil, air dsb). Dalam istilah keuangan *tunneling* adalah transfer sumberdaya keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali. Jika terowongan digunakan untuk jalan air, kereta atau mobil, maka *tunneling* dalam istilah keuangan merupakan proses untuk mengalirkan sumberdaya keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali.

Tunneling terjadi di dunia bisnis, namun sulit terdeteksi oleh otoritas legal. Rendahnya penegakan hukum, sistem *corporate governance* yang buruk dan tingginya budaya korupsi di Indonesia, menyebabkan kasus-kasus *tunneling* tidak terdeteksi. Permasalahan *tunneling* ini merupakan salah satu penyebab terjadinya krisis Asia 1997-1999. Jika tidak dikendalikan, *tunneling* dapat menyebabkan kerugian bagi perusahaan, masyarakat, pemegang saham non-pengendali (minoritas) bahkan menyebabkan kerugian negara.

Transaksi pihak berelasi dapat digunakan sebagai *tunnel* untuk mengalirkan sumberdaya keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali. Transaksi pihak berelasi adalah suatu pengalihan sumberdaya, jasa atau kewajiban antara entitas pelapor dengan pihak-pihak berelasi, terlepas apakah ada harga yang dibebankan (PSAK No.7. Tahun 2010). Pihak-pihak berelasi adalah orang atau entitas yang terkait dengan entitas pelapor misalnya orang atau anggota keluarga

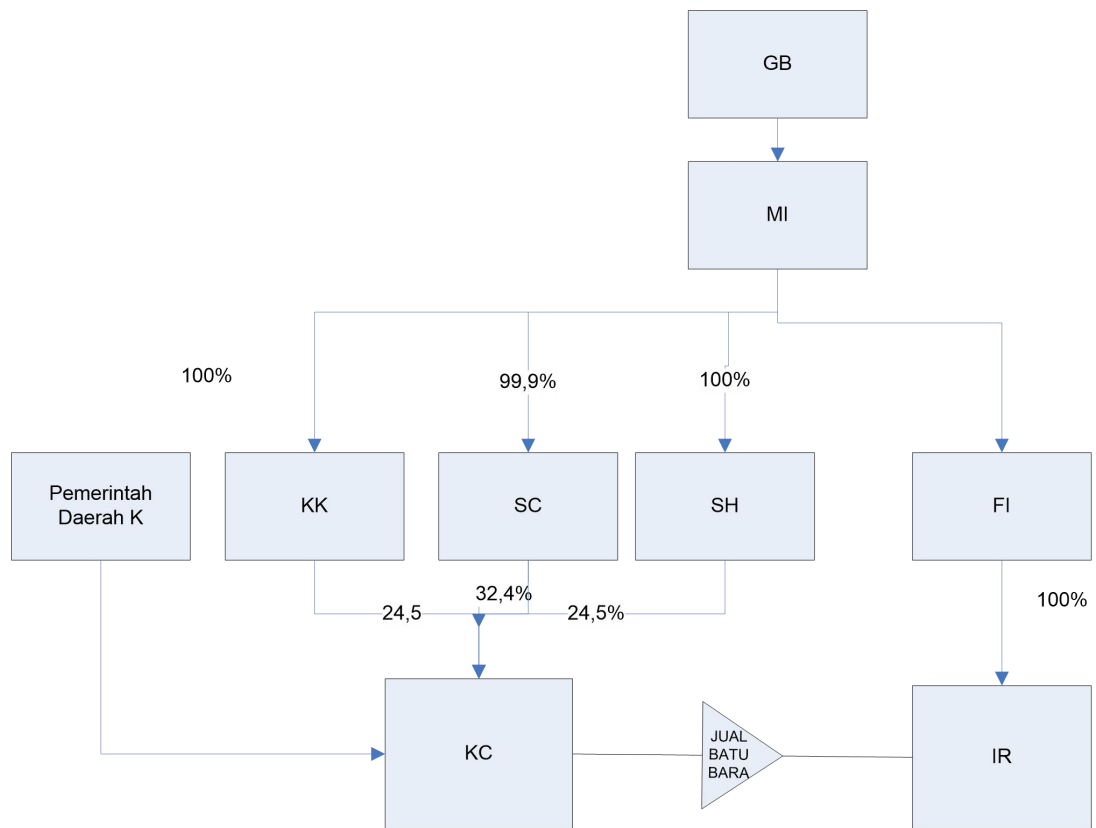
terdekat yang memiliki pengendalian¹ atau pengendalian bersama atas entitas pelapor, atau orang atau keluarga dekat yang memiliki pengaruh signifikan² atas entitas pelapor, atau orang yang memiliki pengaruh signifikan atas entitas atau personil manajemen kunci entitas. Bukti empiris menunjukkan bahwa transaksi pihak berelasi digunakan untuk *tunneling* (Cheung et al, 2006; Cheung et al, 2009). Bahkan organisasi Organization for Economics Cooperation and Development (OECD) menyatakan bahwa ekonomi asia harus melakukan pengawasan dan penertiban secara komprehensif mengenai transaksi pihak berelasi.

Berikut ini adalah ilustrasi transaksi pihak berelasi yang digunakan untuk *tunneling* yang mengakibatkan terjadinya transfer sumber daya ke luar negeri, penurunan kinerja keuangan perusahaan dan merugikan pemegang saham non-pengendali dari perusahaan yang di-*tunnel*. Perusahaan Publik di Indonesia yaitu MI³ terindikasi melakukan aktivitas *tunneling* dalam bentuk manipulasi harga jual batubara melalui KC. KC menggunakan *special purpose company* yaitu IR yang berada di *Cayman Island* untuk melakukan transfer keuntungan. Berikut ini adalah struktur kepemilikan perusahaan MI:

¹ Pengendalian adalah kekuasaan untuk mengatur kebijakan keuangan dan operasional dari suatu entitas sehingga memperoleh manfaat dari aktivitas tersebut (PSAK No.7 tahun 2010).

² Pengaruh signifikan adalah kekuasaan untuk berpartisipasi dalam kebijakan keuangan dan operasional dari suatu entitas, tetapi tidak mengendalikan kebijakan tersebut

³ Penggunaan kode untuk alasan etis



Gambar 1.1 Struktur Kepemilikan MI

KC dan IR merupakan anak perusahaan MI. GB merupakan pemilik ultimat MI. KC tidak menjual batubara secara langsung kepada pembeli potensial, tetapi menjualnya melalui IR. Batubara dijual kepada IR di bawah harga wajar, hal ini menyebabkan laba KC menurun. Kemudian, IR menjual kembali batubara pada harga pasar kepada pembeli independen, sehingga laba IR meningkat. KC merupakan perusahaan yang *di-tunnel* karena penjualan batubara di bawah harga wajar kepada IR menyebabkan berpindahnya laba KC kepada GB melalui IR. Pemegang saham non-pengendali KC yaitu pemerintah daerah K dirugikan akibat transaksi tersebut, sedangkan pemegang saham pengendali (GB) secara keseluruhan diuntungkan karena kerugian di KC dapat tertutup oleh keuntungan yang diperoleh dari IR.

Transaksi yang dilakukan oleh MI tergolong sebagai *tunneling* karena (1) transaksi tersebut menyebabkan transfer sumberdaya keluar perusahaan, sehingga

menurunkan kinerja KC (2) transaksi tersebut menguntungkan pemegang saham pengendali dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham non-pengendali. Transaksi *tunneling* tersebut juga merupakan upaya penghindaran beban pajak secara substansial dengan cara men-*tunnel* keuntungan dari Indonesia ke Cayman Island yang merupakan negara *tax haven*.

Pada kasus PT MI, transaksi pihak berelasi digunakan sebagai *tunnel* (terowongan) untuk mengalirkan sumberdaya keluar dari perusahaan. Motivasi pemegang saham pengendali untuk memindahkan keuntungan dari KC ke IR karena hak aliran kas⁴ di IR lebih besar dibanding hak aliran kas di KC. Aliran sumberdaya tersebut akan menguntungkan pemegang saham pengendali.

Transaksi pihak berelasi merupakan permasalahan institusional dibalik krisis Asia 1997. Terdapat banyak perusahaan yang menggunakan transaksi pihak berelasi untuk memanipulasi laba atau mentransfer sumberdaya keluar perusahaan. Sebenarnya, terdapat tiga motivasi utama perusahaan melakukan transaksi pihak berelasi: **Pertama**, transaksi pihak berelasi digunakan untuk meminimalkan biaya transaksi (Cook, 1977 dan Fisman dan Khanna, 1998). Motivasi kategori pertama merupakan motivasi ekonomi. **Kedua**, transaksi pihak berelasi dapat digunakan untuk memanipulasi laba (Jian dan Wong, 2003; Aharony et al, 2009). **Ketiga**, transaksi pihak berelasi digunakan untuk tujuan *tunneling* (Cheung et al., 2009a; Cheung et al., 2009b, Cheung et al., 2006). Motivasi kedua dan ketiga merupakan motivasi oportunistis.

B. Mengapa Tunneling terjadi di Indonesia?

Struktur kepemilikan keluarga dan grup pada perusahaan di Indonesia memfasilitasi terjadinya transaksi pihak berelasi. Struktur kepemilikan keluarga grup pada perusahaan publik di Indonesia menyebabkan hampir seluruh perusahaan publik di

⁴ Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta et al., 1999).

Indonesia melakukan transaksi pihak berelasi. Seperti yang terjadi pada perusahaan MI yang memiliki struktur grup, transaksi pihak berelasi sangat sering terjadi dan merupakan transaksi berulang misalnya melalui transaksi perdagangan. Berikut ini adalah statistik transaksi pihak berelasi perusahaan publik di Indonesia berdasarkan data tahun 2008 – 2010. Tabel 1.1 menunjukkan transaksi penjualan kepada pihak berelasi berdasarkan struktur kepemilikan perusahaan⁵.

Tabel 1.1
Deskripsi Variabel Transaksi Pihak Berelasi Berdasarkan Struktur Kepemilikan

Tahun	Struktur Kepemilikan	Transaksi Berelasi		
		Penjualan Berelasi/Total Aset	Pembelian Berelasi/ Total Aset	Piutang Berelasi/ Total Aset
2008	Terkonsentrasi	0,546	0,162	0,279
	Tersebar	0,101	0,079	0,037
2009	Terkonsentrasi	0,103	0,076	1,081
	Tersebar	0,059	0,046	0,028
2010	Terkonsentrasi	0,377	1,179	0,184
	Tersebar	0,069	0,055	0,024

Tabel di atas menunjukkan rata-rata transaksi penjualan kepada pihak berelasi/total aset, pembelian dari pihak berelasi/total aset dan piutang dari pihak berelasi/total aset berdasarkan struktur kepemilikan perusahaan.

Secara keseluruhan, Perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali/terkonsentrasi melakukan transaksi pihak berelasi lebih tinggi dibanding perusahaan yang tidak memiliki pemegang saham pengendali/tersebar. Pada tahun 2008, perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi mempunyai rata-rata penjualan pada pihak berelasi sebesar 55% dari nilai aset, nilai tersebut lebih tinggi dibanding perusahaan yang tersebar yaitu sebesar 10% dari nilai aset. Hasil tersebut konsisten untuk tahun 2009 dan 2010 bahwa rata-rata penjualan kepada pihak berelasi lebih tinggi pada perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi.

⁵ Struktur Kepemilikan perusahaan dibagi menjadi 2 yaitu kepemilikan tersebar dan kepemilikan terkonsentrasi. Perusahaan dengan kepemilikan tersebar adalah perusahaan yang tidak memiliki pemegang saham pengendali pada pisah batas tertentu. Perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi adalah perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali

Rata-rata pembelian dari pihak berelasi pada perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali sebesar 16,2% dari nilai aktiva, nilai tersebut lebih tinggi dibanding perusahaan yang tidak memiliki pemegang saham pengendali yaitu sebesar 7,9% untuk tahun 2008. Demikian juga pada tahun 2009 dan 2010, rata-rata pembelian dari pihak berelasi lebih tinggi pada perusahaan terkonsentrasi dibanding pada perusahaan dengan kepemilikan tersebar.

Pada tahun 2008, Rata-rata pemberian piutang kepada pihak berelasi pada perusahaan yang terkonsentrasi sebesar 27% dari total asset, sedangkan rata-rata pemberian piutang kepada pihak berelasi pada perusahaan dengan kepemilikan tersebar sebesar 2,4% dari total asset. Demikian juga pada tahun 2009 dan 2010, pemberian piutang kepada pihak berelasi lebih tinggi pada perusahaan terkonsentrasi dibanding perusahaan dengan kepemilikan tersebar.

Beberapa transaksi berelasi bertujuan untuk efisiensi dan untuk meningkatkan kesejahteraan grup. Akan tetapi, dalam kondisi tertentu transaksi antar pihak berelasi dapat memberikan peluang bagi pemegang saham pengendali atau eksekutif perusahaan untuk melakukan *tunneling* atau mengambil keuntungan pribadi dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham non-pengendali. Penyalahgunaan transaksi antar pihak berelasi menjadi tantangan utama bagi integritas perkembangan pasar modal Asia. Tunneling dapat dilakukan melalui transaksi pihak berelasi yang merupakan aktivitas rutin perusahaan misalnya transaksi perdagangan barang/jasa antar pihak berelasi maupun transaksi berelasi diluar kegiatan utama perusahaan misalnya transaksi asset atau ekuitas perusahaan. Kerugian yang ditimbulkan dari penyalahgunaan transaksi sangat tinggi, sehingga pemantauan dan penertiban transaksi pihak berelasi tersebut menjadi garis depan reformasi corporate governance Asia.

BAB II

Struktur Kepemilikan dan Transaksi Pihak Berelasi di Indonesia

Bab ini berisi dua hal yaitu: pertama, informasi mengenai struktur kepemilikan dan kontrol perusahaan di Indonesia dan Asia, dan kedua, mengenai transaksi pihak berelasi.

A. Struktur Kepemilikan di Indonesia dan Asia

Struktur kepemilikan perusahaan sangat berkaitan dengan transaksi pihak berelasi. terdapat 2 bentuk umum struktur kepemilikan di Indonesia dan Asia:

- a. Struktur kepemilikan tersebar. Pada struktur tersebar, pemegang saham secara individual tidak dapat mengendalikan manajemen agar bertindak selaras dengan kepentingan pemegang saham.
- b. Struktur Kepemilikan terkonsentrasi. Pada struktur terkonsentrasi terdapat pemegang saham yang dapat mengendalikan atau bahkan bagian dari manajemen itu sendiri.

Implikasi dari perbedaan struktur kepemilikan adalah pada proses pengambilan keputusan. Pada struktur kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham pengendali dapat memilih dan melantik manajer yang bekerja untuk kepentingan pemegang saham pengendali, sedangkan pemegang saham lain tidak atau sedikit mempunyai kewenangan dalam pemilihan manajer. Pada perusahaan yang dikontrol oleh keluarga tertentu, direktur non-eksekutif umumnya adalah anggota keluarga. Sedangkan pada perusahaan milik negara, direktur dipilih secara politis dan mewakili kepentingan politik tertentu. Pada situasi seperti itu, dalam rapat dewan, direktur menjadi tidak kritis terhadap kebijakan-kebijakan yang akan diambil.

Pada perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham dapat mengendalikan manajemen atau bahkan menjadi bagian dari manajemen itu sendiri.

Masalah keagenan yang menonjol dalam perusahaan seperti ini adalah konflik kepentingan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham nonpengendali. Pemegang saham pengendali dapat melakukan ekspropriasi⁶ pada pemegang saham nonpengendali dengan berbagai cara. Gilson dan Gordon (2003) mengidentifikasi dua kemungkinan cara yang dapat dilakukan pemegang saham pengendali untuk mendapatkan manfaat privat atas kontrol dari kebijakan perusahaan yaitu melalui kebijakan operasi perusahaan dan kebijakan kontraktual dengan pihak lain. Bentuk-bentuk manfaat privat yang dapat diperoleh melalui kebijakan operasi perusahaan antara lain gaji dan tunjangan tinggi, bonus dan kompensasi besar, serta dividen. Sedangkan cara untuk memperoleh manfaat privat melalui kebijakan kontraktual antara lain dilakukan melalui *tunneling*.

Pemegang saham pengendali dapat menggunakan kekuasaan yang dimilikinya untuk mempengaruhi keputusan yang akan diambil yang berpihak pada kepentingannya. Pemegang saham pengendali dapat memiliki kepentingan privat lain diluar perusahaan. Dengan pengendalian dan pengaruh signifikan yang dimiliki, pemegang saham pengendali dapat mengambil kebijakan yang menguntungkan dirinya, termasuk kebijakan kontraktual dengan pihak berelasi. Hal tersebut mendorong risiko terjadinya *tunneling*.

Karakteristik kepemilikan grup, menyebabkan terdapat potensik konflik kepentingan antara pemegang saham pengendali dan non-pengendali. Jian dan Wong (2003) menyatakan bahwa ketika perusahaan mempunyai kelebihan sumber daya keuangan , pemegang saham pengendali akan memindahkan sumber daya untuk kepentingan mereka atau melakukan *tunneling* dibanding membagikannya sebagai dividen. Piutang kepada pihak berelasi dapat digunakan sebagai *tunnel* untuk mentransfer sumber daya (Cheung et al., 2006,2009b; Jian and Wong, 2003).

⁶ Ekspropriasi (*expropriation*) adalah proses penggunaan kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dari distribusi kekayaan pihak lain (Claessens et al., 2000b)

Beberapa peraturan telah dikeluarkan untuk mengatur transaksi pihak berelasi antara lain: Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 7. Tahun 2010 tentang Pengungkapan Pihak-pihak Berelasi dan Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No.IX. E.1 tentang Transaksi Afiliasi dan Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu. Sehingga perlu diupayakan sistem pengawasan dan penegakan hukum yang lebih baik agar peraturan-peraturan tersebut dipatuhi oleh perusahaan. Penegakan hukum dan implementasi peraturan yang baik akan meningkatkan transparansi informasi, sehingga kepentingan pemegang saham minoritas terlindungi.

B. Transaksi Pihak-Pihak Berelasi

Definisi yang tepat dari transaksi pihak berelasi merupakan langkah awal untuk melakukan pengawasan dan pengendalian terhadap transaksi pihak berelasi. Tidak adanya definisi yang kuat mengenai transaksi pihak berelasi akan menyebabkan mekanisme pengendalian transaksi pihak berelasi seperti peningkatan *disclosure*, proses persetujuan pemegang saham dan peran auditor/ direktur independen, dan kerangka peraturan menjadi tidak ada artinya.

Menurut Dewan Standar Akuntansi (DSAK), Transaksi pihak berelasi adalah suatu pengalihan sumber daya, jasa atau kewajiban antara entitas pelapor dengan pihak-pihak berelasi, terlepas apakah ada harga yang dibebankan (PSAK No.7. Tahun 2010).

Pihak-pihak berelasi adalah orang atau entitas yang terkait dengan entitas yang menyiapkan laporan keuangannya.

- a. Orang atau anggota keluarga terdekat mempunyai relasi dengan entitas pelapor jika orang tersebut:
 - (i) Memiliki pengendalian atau pengendalian bersama atas entitas pelapor.
 - (ii) Memiliki pengaruh signifikan atas entitas pelapor.
 - (iii) Personil manajemen kunci entitas pelapor atau entitas induk entitas pelapor.
- b. Suatu entitas berelasi dengan entitas pelapor jika memenuhi satu hal berikut:

- (i) Entitas dan entitas pelapor adalah anggota dari kelompok usaha yang sama (artinya entitas induk, entitas anak, dan entitas anak berikutnya terkait dengan entitas lain).
- (ii) Satu entitas adalah entitas asosiasi atau ventura bersama dari entitas lain (atau entitas asosiasi atau ventura bersama yang merupakan anggota suatu kelompok usaha, yang mana entitas lain tersebut adalah anggotanya).
- (iii) Satu entitas adalah ventura bersama dari entitas ketiga dan entitas lain adalah asosiasi dari entitas ketiga.
- (iv) Entitas tersebut adalah suatu program imbalan pascakerja untuk imbalan kerja dari salah satu pelapor atau entitas terkait dengan entitas pelapor. Jika entitas pelapor adalah entitas yang menyelenggarakan program tersebut, maka entitas sponsor juga berelasi dengan entitas pelapor.
- (v) Entitas yang dikendalikan atau dikendalikan bersama oleh orang yang diidentifikasi dalam huruf (a).
- (vi) Orang yang diidentifikasi dalam huruf (a) (i) memiliki pengaruh signifikan atas entitas atau personil manajemen kunci entitas (atau entitas induk dari entitas).

Berdasarkan definisi diatas, pihak berelasi adalah orang atau entitas yang mempunyai pengendalian dan pengaruh signifikan. Ketika melakukan pengawasan terhadap transaksi pihak berelasi, maka sangat penting untuk memahami istilah pengendalian dan pengaruh signifikan, baik secara langsung maupun tidak langsung. Pengaruh signifikan adalah kekuasaan untuk berpartisipasi dalam kebijakan keuangan dan operasional dari suatu entitas, tetapi tidak mengendalikan kebijakan tersebut. Pengaruh signifikan dapat diperoleh melalui kepemilikan saham, anggaran dasar atau perjanjian (PSAK No.7 tahun 2010). Pengendalian adalah kekuasaan untuk mengatur kebijakan keuangan dan operasional dari suatu entitas sehingga memperoleh manfaat dari aktivitas tersebut (PSAK No.7 tahun 2010).

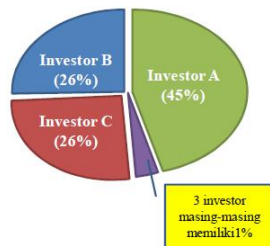
Pada tahun 2013, Dewan Standar Akuntansi Keuangan merevisi definisi pengendalian yang tertuang dalam PSAK No.65 Tahun 2013. Pengendalian merupakan kemampuan menggunakan kekuasaannya atas *investee* untuk

mempengaruhi imbal hasil investor. Pengaruh signifikan adalah kekuasaan untuk berpartisipasi dalam kebijakan keuangan dan operasional dari suatu entitas, tetapi tidak mengendalikan kebijakan tersebut. Pengaruh signifikan dapat diperoleh melalui kepemilikan saham, anggaran dasar atau perjanjian.

Dalam menentukan keterkaitan sebagai pihak berelasi, batas kontrol harus ditetapkan. Misalnya, pada PSAK No.4 tahun 2010 pengendalian ada jika mempunyai lebih dari 50% hak suara, kecuali dapat ditunjukkan dengan jelas tidak ada pengendalian.

Penggunaan batas kontrol 50% mempunyai kelemahan karena (1) pemegang saham bisa mempunyai pengendalian meskipun memiliki saham kurang dari 50%. Bukti empiris menunjukkan bahwa kepemilikan 10% sudah efektif mempengaruhi kebijakan penting perusahaan (Siregar, 2006), (2) Struktur kepemilikan perusahaan publik di Indonesia sangat dalam dan kompleks. Dominasi kontrol di tangan pemegang saham pengendali tidak dapat diidentifikasi dengan mudah pada tingkat kepemilikan immediat. Setelah semua rangkaian kepemilikan ditelusuri, maka pemegang saham yang memiliki dominasi kontrol dapat diidentifikasi. Pemegang saham yang memiliki dominasi kontrol ini seringkali berada dalam lapisan kepemilikan jauh dari tingkat immediat dan memiliki jalur kepemilikan lebih dari satu. Untuk itu, konsep kepemilikan ultimat perlu dipertimbangkan untuk menentukan adanya dominasi kontrol dalam perusahaan.

Dewan Standar Akuntansi Keuangan mengeluarkan revisi atas Batas Kontrol tersebut. Dalam PSAK No. 65 Tahun 2013 dinyatakan bahwa entitas dapat mengendalikan dengan hak suara kurang dari 50%, tetapi dengan mempertimbangkan seluruh fakta dan keadaan, termasuk: (a) Pengaturan kontraktual, (b) Hak suara potensial yang dimiliki oleh investor, pemegang suara lain atau pihak lain, (c) Ukuran kepemilikan hak suara investor relatif terhadap ukuran dan penyebaran kepemilikan pemilik suara lain. Misalnya pada Gambar berikut menunjukkan investor A memiliki saham 45%, investor B memiliki 26%, investor C 26% dan 3 investor lain masing-masing 1%.

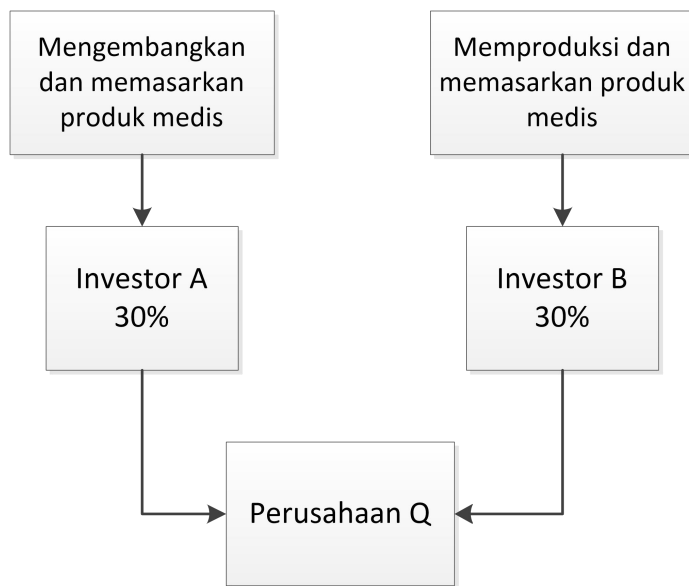


Berdasarkan PSAK No.63 tahun 2013, Investor A meskipun memiliki perusahaan secara mayoritas, tetapi tidak mempunyai kekuasaan karena kepemilikan A relatif lebih rendah dibanding investor B dan Investor C. Investor B dan C dapat bekerja sama untuk mencegah investor A dalam mengarahkan aktivitas perusahaan.

Dengan mengacu pada standar tersebut, transaksi dengan orang/entitas dengan kepemilikan kurang dari 50% dikategorikan sebagai transaksi berelasi dengan cara mempertimbangkan seluruh fakta. Standar akuntansi tersebut berbasis pada principle based⁷, sehingga interpretasi sangat tergantung pada judgment masing-masing penyusun laporan keuangan. Misalnya ketika memaknai kata kekuasaan, Investor dinilai memiliki kekuasaan atas *entitas lain* ketika investor memiliki hak yang ada saat ini yang memberi investor tersebut kemampuan kini untuk mengarahkan aktivitas relevan, yaitu aktivitas yang secara signifikan mempengaruhi imbal hasil *investee*. Dalam praktiknya, akan terdapat perbedaan penafsiran dari definisi tersebut. Misalnya:

Perusahaan Q dimiliki oleh 2 investor A dan B. Investor A memiliki 30% dan Investor B memiliki 30%. Investor A memiliki kemampuan untuk mengarahkan aktivitas relevan perusahaan Q dalam hal pengembangan produk dan pemasaran. Sedangkan investor B mempunyai kemampuan untuk memproduksi dan memasarkan produk.

⁷ Principled-based standards adalah peraturan yang mengatur hal-hal yang prinsip, sehingga diperlukan banyak judgment untuk memaknai standar tersebut. Ruled-based standards adalah peraturan yang mengatur hal-hal secara detail.



Apakah Investor A atau Investor B yang memiliki kekuasaan atas perusahaan Q? Jawabannya akan sangat tergantung dari judgment masing-masing dalam memaknai kekuasaan atas aktivitas relevan pada perusahaan Q.

Pertanyaannya adalah apakah implementasi standar akuntansi yang bersifat *principle-based* yang akan berlaku pada 1 Januari 2015 akan lebih efektif dalam mengendalikan transaksi pihak berelasi di Indonesia?

C. Tipe Transaksi Berelasi

Transaksi pihak berelasi dapat diklasifikasikan menjadi 2 yaitu transaksi berelasi yang merupakan bagian dari aktivitas utama perusahaan (*continuing transaction*) dan diluar aktivitas utama (*non-recurring transaction*). Transaksi pihak berelasi yang merupakan aktivitas utama perusahaan misalnya penjualan batubara oleh PT Kaltim Prima Coal kepada anak perusahaannya Indocoal Resource. Pengawasan terhadap transaksi berelasi yang merupakan kegiatan utama perusahaan merupakan suatu tantangan terlebih lagi Badan Regulasi tidak mewajibkan *disclosure* atas transaksi berelasi yang merupakan transaksi kegiatan utama perusahaan.

Transaksi berelasi jenis kedua adalah transaksi diluar kegiatan utama perusahaan, contoh terlihat pada Box 1.

Box 1. Contoh Transaksi Pihak Berelasi diluar Kegiatan Utama Perusahaan

Contoh 1:

Pada 8 Juni 2011, PT PT Charoen Pokphand Indonesia melakukan transaksi berelasi dengan pihak PT SHS Indonesia. PT Charoen Pokhand Indonesia membeli tanah PT SHS Indonesia. Transaksi tersebut dikategorikan sebagai transaksi pihak berelasi karena kedua perusahaan tersebut dimiliki oleh pemegang saham pengendali yang sama yaitu Keluarga Jiaravanon dan memiliki kesamaan direktur dan komisaris.

Contoh 2:

Pada tanggal 22 Agustus 2011, PT Indonesian Paradise Property Tbk memberikan jaminan pinjaman atas utang PT Indonesia Paradise. Kedua perusahaan tersebut memiliki kesamaan personel manajemen kunci dan komisaris.

Contoh 3:

Pada 11 November 2010, PT Indal Aluminium Industry, Tbk menghapuskan piutang yang diberikan kepada PT Indal Compact Aluminium Industry (IMCO). IMCO dimiliki oleh PT Indal Aluminium Industry 50% dan PT Maspion 50%. IMCO adalah anak perusahaan PT Indal Aluminium Industry, akan tetapi laporan keuangan IMCO tidak dikonsolidasikan.

Cheung et al. (2006) membagi transaksi pihak berelasi kedalam tiga kategori yaitu: (1) transaksi yang merupakan ekspropriasi⁸, (2) transaksi yang menguntungkan

⁸ Ekspropriasi (expropriation) adalah proses penggunaan kontrol untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri (pemegang saham pengendali) dari distribusi kekayaan pihak lain (pemegang saham minoritas) (Claessens et al., 2000b)

perusahaan publik dan (3) transaksi yang didorong oleh alasan strategis. Tabel 2.1 berikut menunjukkan kategorisasi tersebut:

Tabel 2.2
Kategori Transaksi antar Pihak Berelasi

Tipe transaksi antar pihak berelasi	Deskripsi
A. Transaksi yang mempunyai kemungkinan menghasilkan ekspropriasi pemegang saham nonpengendali/monoritas.	
Pembelian aset	Transaksi pembelian aset berwujud/tidak berwujud oleh perusahaan dari pihak berelasi atau dari perusahaan privat yang dikontrol oleh pihak tersebut.
Penjualan aset	Transaksi penjualan aset berwujud/tidak berwujud oleh perusahaan pada pihak berelasi atau pada perusahaan privat yang dikontrol oleh pihak tersebut
Penjualan ekuitas	Transaksi yang meliputi penjualan saham perusahaan pada pihak berelasi atau perusahaan privat yang dikontrol oleh pihak tersebut
Hubungan perdagangan	Transaksi yang meliputi perdagangan barang dan jasa antara perusahaan dan pihak berelasi atau perusahaan privat yang dikontrol oleh pihak tersebut.
Pembayaran kas	Transaksi yang meliputi pembayaran kas langsung oleh perusahaan pada pihak berelasi atau perusahaan privat yang dikontrol oleh pihak tersebut atau kepada anak perusahaan. Contoh transaksi pembayaran kas yaitu pemberian pinjaman atau jaminan kas oleh perusahaan publik untuk utang yang dimiliki oleh pihak berelasi atau perusahaan privat yang dikontrol oleh pihak tersebut.
B. Transaksi yang menguntungkan pemegang saham nonpengendali	
Penerimaan kas	Transaksi yang melibatkan penerimaan kas atau utang yang diberikan oleh pihak berelasi pada perusahaan.
<i>Subsidiary relationship</i>	Transaksi antara perusahaan dan anak perusahaannya, yang dimiliki secara mayoritas, meliputi akuisisi dan penjualan saham atau aset dan transaksi perdagangan.
C. Transaksi yang didorong oleh alasan strategis dan bukan merupakan ekspropriasi	
<i>Takeover offers</i> dan <i>joint ventures</i>	Ketika perusahaan menerima tawaran <i>takeover</i> oleh perusahaan lain dan ketika perusahaan membentuk <i>joint venture</i> atau <i>strategic alliance</i> dengan perusahaan lain yang telah mempunyai saham di perusahaan.

D. Regulasi Transaksi Pihak Berelasi

Pengawasan terhadap kemungkinan penyalahgunaan transaksi berelasi telah diantisipasi dengan dikeluarkannya beberapa peraturan diantaranya adalah:

1. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 7. Tahun 2010 tentang Pengungkapan Pihak-pihak Berelasi.
2. Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No.IX.E.1 tentang Transaksi Afiliasi dan Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu.
3. Peraturan Menteri Keuangan Nomor140/PMK03/2010 tentang penetapan wajib pajak sebagai pihak yang sebenarnya melakukan pembelian saham atau aktiva perusahaan melalui pihak lain atau badan yang dibentuk untuk maksud demikian (*special purpose company*) yang mempunyai relasi dengan pihak lain dan terdapat ketidakwajaran penetapan harga
4. Peraturan Direktur Jenderal pajak Nomor Per-43/PJ/2010 tentang Penerapan Prinsip Kewajaran dan Kelaziman Usaha dalam Transaksi Antara Wajib Pajak dengan Pihak yang Mempunyai Relasi.

Berdasarkan PSAK 7 tahun 2010, Hal-hal yang harus diungkapkan mengenai transaksi pihak berelasi antara lain jenis transaksi, nilai transaksi, hubungan dengan pihak berelasi, dsb. Akan tetapi, meskipun pengungkapan transaksi berelasi telah diatur di PSAK namun tingkat pengungkapan wajib perusahaan publik di Indonesia atas pos-pos laporan keuangan masih rendah yaitu sebesar 56,48%. Rendahnya tingkat pengungkapan mengenai transaksi berelasi tersebut menyulitkan pengguna laporan keuangan untuk menilai apakah transaksi pihak berelasi dilakukan untuk tujuan ekonomi atau oportunistis.

Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam dan LK) mengeluarkan Peraturan Bapepam dan LK No.1X.E.1 tahun 2009 yang mengatur tentang transaksi afiliasi dan benturan kepentingan tertentu. Perusahaan diwajibkan mengumumkan transaksi afiliasi ke publik. Apabila perusahaan melakukan transaksi yang mengandung benturan kepentingan, maka terlebih dahulu harus mendapat

persetujuan dari RUPS pemegang saham independen⁹. Penilaian mengenai apakah suatu transaksi merupakan transaksi yang mengandung benturan kepentingan atau tidak diserahkan kepada masing-masing perusahaan. Di satu sisi, pihak perusahaan memperoleh kemudahan dalam melakukan transaksi afiliasi karena tidak perlu mendapat persetujuan dari RUPS pemegang saham independen. Namun di sisi lain terdapat peluang bagi perusahaan untuk menggunakan transaksi afiliasi untuk tujuan oportunistik karena tingginya subyektivitas perusahaan untuk tidak melaporkan transaksi benturan kepentingan.

Selain itu, peraturan Bapepam dan LK No.1X.E.1 menyatakan bahwa transaksi yang merupakan kegiatan usaha utama perusahaan atau perusahaan terkendali dikecualikan dari kewajiban dilaporkan kepada masyarakat dan Bapepam dan LK. Akan tetapi pada beberapa kasus, perusahaan terindikasi menggunakan transaksi penjualan batubara (yang merupakan kegiatan utama perusahaan) kepada pihak berelasi sebagai *tunnel* untuk mentransfer sumber daya keluar perusahaan. Berdasarkan bukti empiris, perusahaan di Hongkong menggunakan transaksi kegiatan utama yaitu penjualan dan pembelian barang dan jasa antara perusahaan dan pemegang saham pengendali sebagai *channel* untuk melakukan *tunneling* (Cheung et al., 2006; Cheung et al., 2009a). Aharony et al. (2009) menemukan bahwa perusahaan menggunakan transaksi penjualan barang dan jasa kepada pihak berelasi untuk meningkatkan laba sebelum IPO dan setelah IPO perusahaan men-tunnel kekayaan perusahaan melalui pinjaman kepada pihak berelasi.

Keterbatasan informasi dan regulasi mengenai transaksi pihak berelasi menyebabkan kesulitan bagi pengguna laporan keuangan untuk menilai apakah transaksi pihak berelasi dilakukan untuk tujuan ekonomi atau oportunistik. Pertanyaannya adalah bagaimana pengguna informasi keuangan dapat menilai apakah transaksi kepada pihak berelasi tersebut digunakan untuk meningkatkan nilai perusahaan atau digunakan untuk mentransfer sumber daya keluar perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali atau grup.

⁹ Pemegang saham independen adalah pemegang saham yang tidak mempunyai benturan kepentingan sehubungan dengan suatu transaksi tertentu dan/atau bukan merupakan afiliasi dari anggota direksi, anggota komisaris atau pemegang saham utama yang mempunyai benturan kepentingan atas transaksi tertentu.

E. Disclosure Trasaksi Berelasi

Beberapa penelitian berargumen bahwa pada struktur grup, transaksi pihak berelasi dapat mengurangi biaya transaksi dan mengatasi kesulitan dalam kontrak yang penting untuk produksi (Fishman and Khanna, 1998; Fan and Goyal, 2002; Khanna and Palepu, 1997; Shin and Park 1999). Akan tetapi, di negara berkembang seperti Indonesia dengan karakteristik tingkat perlindungan investor rendah, tingkat penegakan hukum rendah dan struktur grup menyebabkan transaksi berelasi mempunyai potensi menguntungkan anggota grup dan merusak nilai perusahaan (Khanna dan Palepu, 2000).

Pengungkapan transaksi berelasi diatur dalam PSAK No.7 tahun 2010. Pernyataan ini mensyaratkan pengungkapan hubungan, transaksi dan saldo pihak berelasi, termasuk komitmen dalam laporan keuangan. Kualitas pengungkapan merupakan hal yang penting sebagai dasar untuk pengambilan keputusan oleh pengguna laporan keuangan.

Pentingnya kualitas pengungkapan ini berkaitan dengan pemberian informasi kepada pihak lain dalam menilai besarnya konflik keagenan dalam perusahaan. Akan tetapi dalam praktiknya, pengungkapan transaksi berelasi dalam Laporan Keuangan sangat terbatas. Sebagai contoh, dalam kasus *tunneling* PT ED¹⁰, pengguna laporan keuangan tidak memperoleh informasi yang cukup.

Berdasarkan model penilaian *tunneling*¹¹, PT ED melakukan *cash flow tunneling*. PT ED mentransfer sumber daya berupa *cash flow* keluar perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali melalui transaksi berelasi. PT ED melalui anak perusahaannya (DD) telah menandatangani perjanjian jual beli dengan MM untuk membeli 99,9% saham DTA dan 99,9% saham DTI. DTA dan DTI merupakan pekerjaan yang mengalami kerugian. Selain itu, PT ED juga melunasi seluruh utang DTA dan DTI kepada MM. Total transaksi jual beli dan subrogasi yang disepakati sejumlah US\$886.013. Sejumlah US\$75.122 digunakan untuk membeli saham DTA dan DTI dan US\$810.891 digunakan untuk pelunasan hutang DTA dan DTI kepada

¹⁰ Penggunaan kode untuk alasan etis

¹¹ Model penilaian *tunneling* akan dibahas detail di Bab IV

MM. PT ED dan MM dimiliki oleh pemegang saham pengendali yang sama, memiliki kesamaan komisaris dan direktur, komisaris dan direksi dijabat oleh anggota keluarga dari pemegang saham pengendali.

Dalam catatan atas laporan keuangan PT ED, disclosure transaksi berelasi PT ED adalah sebagai berikut:

Pada bulan juni 2009, grup menandatangani perjanjian jual beli saham dan subrogasi untuk mengakuisi PT DTA dan PT DTI dari MM dengan jumlah transaksi AS\$0,8juta. Transaksi ini dikategorikan sebagai transaksi dengan perusahaan afiliasi karena Grup dan MM dikendalikan secara tidak langsung oleh pemegang saham yang sama. (catatan atas LK PT ED)

Informasi yang tercantum dalam catatan atas laporan keuangan di atas tidak memberikan informasi yang rinci mengenai hubungan antara perusahaan dengan pihak berelasi. Dalam catatan di atas, hanya dinyatakan bahwa grup dan MM dipegang secara langsung oleh pemegang saham yang sama, tanpa disertai struktur kepemilikan dan hubungan antara keduanya. Selain itu, uraian mengenai jumlah nominal transaksi tidak dilaporkan secara detail, tidak ada alasan rasional membeli saham DTA dan DTI yang kinerjanya buruk.

Fenomena di atas menunjukkan rendahnya kualitas pengungkapan mengenai transaksi berelasi. Kualitas pengungkapan menjadi hal yang penting berkaitan dengan pemberian informasi kepada pihak lain dalam menilai besarnya potensi konflik keagenan dalam perusahaan.

BAB III

TUNNELING DAN KINERJA PERUSAHAAN

Sebagian besar transaksi pihak berelasi dapat digunakan untuk tujuan efisiensi, akan tetapi pada kondisi tertentu transaksi pihak berelasi dapat memungkinkan pemegang saham pengendali atau eksekutif perusahaan untuk mengambil keuntungan pribadi dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham minoritas. Beberapa bukti empiris menunjukkan bahwa transaksi pihak berelasi dapat digunakan untuk tujuan oportunistik, yaitu untuk memindahkan sumberdaya keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham minoritas atau *tunneling*.

A. Bentuk-bentuk Tunneling

Johnson et al. (2000a) mendefinisikan *tunneling* sebagai transfer aset dan keuntungan keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham mayoritas. Johnson et al. (2000a) membagi *tunneling* menjadi dua tipe:

1. Pemegang saham pengendali dapat memindahkan sumber daya dari perusahaan untuk kepentingannya melalui transaksi *self-dealing*, baik berupa transaksi *illegal/fraud* yang seringkali tidak terdeteksi maupun penjualan aset melalui kontrak seperti *transfer pricing* yang menguntungkan pemegang saham pengendali, kompensasi eksekutif yang berlebihan, garansi pinjaman, ekspropriasi pada kesempatan perusahaan, dsb.
2. Pemegang saham pengendali dapat meningkatkan kepemilikan pada perusahaan tanpa memberikan/transfer aset melalui *dilutive share issues*, *minority freeze-outs*, *insider trading*, *creeping acquisitions* dan transaksi lain yang merugikan pemegang saham non-pengendali.

Atasanov et al. (2008) membagi *tunneling* berdasarkan sumberdaya yang di-*tunnel* yaitu *current asset tunneling*, *asset tunneling* dan *equity tunneling*.

a. *Current asset tunneling*.

Current asset tunneling adalah transaksi yang mengalihkan kas dan aset lancar dari perusahaan kepada pemegang saham pengendali. Contoh *current asset tunneling* yaitu *transfer pricing*, pembelian barang/jasa di atas harga wajar, penjualan output di bawah harga wajar, kompensasi manajer di atas nilai wajar, pembayaran jasa pada pihak berelasi di atas nilai wajar, dan pinjaman pada pihak berelasi di bawah tingkat bunga pasar. Karakteristik *current asset tunneling* antara lain:

- ◆ sulit terdeteksi karena merupakan transaksi yang merupakan aktivitas utama/rutin perusahaan,
- ◆ aset produktif jangka panjang perusahaan tidak berubah,
- ◆ klaim kepemilikan pada aset perusahaan tidak berubah,
- ◆ tidak mempunyai pengaruh signifikan pada kemampuan perusahaan menghasilkan kas jangka panjang.

b. *Asset tunneling*.

Asset tunneling yaitu transfer aset dari perusahaan publik kepada pemegang saham pengendali, atau sebaliknya. *Asset tunneling* meliputi:

- ◆ *self-dealing transaction* yang memindahkan secara signifikan aset produktif di bawah nilai wajar keluar dari perusahaan (*tunneling out*) atau
- ◆ pembelian aset di atas nilai wajar oleh perusahaan publik dari pemegang saham pengendali (*tunneling in*).

c. *Equity tunneling*.

Equity tunneling adalah peningkatan kepemilikan pemegang saham pengendali pada perusahaan dengan mengorbankan pemegang saham non-pengendali. Karakteristik utama dari *equity tunneling* adalah pengaruh pada klaim kepemilikan atas aset perusahaan. Bentuk utama *equity tunneling* adalah penjualan saham pada pihak berelasi di bawah nilai wajar, transaksi *going private*, dan *insider trading*. *Insider trading* merupakan bentuk dari *equity tunneling* karena merupakan transfer nilai dari investor *uninformed* pada *insider*.

Pengkategorian *tunneling* berdasarkan sumberdaya yang di-*tunnel* perlu dilakukan karena dua alasan berikut ini: **Pertama**, masing-masing bentuk *tunneling* mempunyai pengaruh yang berbeda pada laporan keuangan. *Equity* dan *asset tunneling* berpengaruh pada neraca sedangkan *current asset tunneling* berdampak pada laporan laba/rugi dan laporan arus kas. Identifikasi pengaruh masing-masing tipe *tunneling* pada metrik keuangan akan memudahkan pengguna laporan keuangan untuk mengidentifikasi tipe *tunneling* yang terjadi.

Kedua, aturan hukum berpengaruh pada bentuk spesifik *tunneling*. Misalnya, aturan *appraisal* berdampak pada risiko *equity tunneling* tetapi tidak dapat mencegah *current asset tunneling*. Pengawasan oleh otoritas pajak dapat mencegah *current asset tunneling* tetapi tidak mencegah *equity tunneling* (Desai et al., 2007). Pengkategorian *tunneling* akan bermanfaat bagi regulator dan investor dalam menilai jenis *tunneling* yang mempunyai probabilitas tinggi untuk terjadi, berdasarkan karakteristik legal suatu negara. Sebagai contoh, bentuk utama *tunneling* pada perusahaan induk di China adalah melalui pinjaman oleh *subsidiary* pada perusahaan induk (Jiang et al., 2005), perusahaan di India menggunakan transaksi bisnis yang *non-ordinary* atau diluar kegiatan utama perusahaan dibanding menggunakan transaksi perdagangan untuk melakukan *tunneling* (Bertrand et al., 2002).

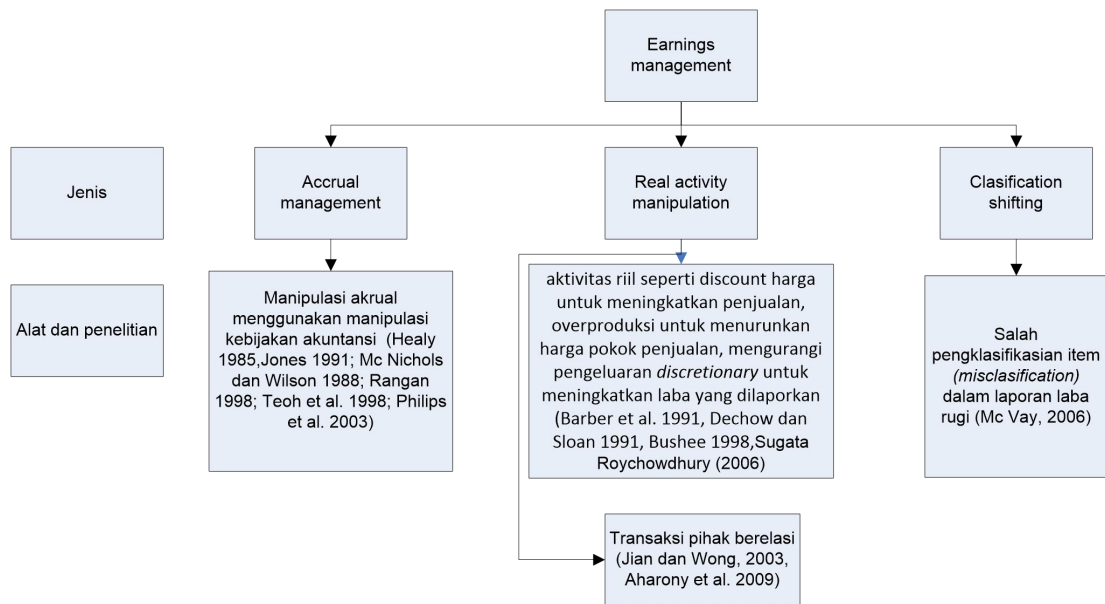
B. Tunneling dan Manajemen Laba

Apakah *Tunneling* merupakan manajemen laba? Sebelum menjawab pertanyaan tersebut, akan dibahas mengenai manajemen laba. Terdapat beberapa definisi dari manajemen laba. Scott (2006: 344) mendefinisikan manajemen laba sebagai pemilihan kebijakan akuntansi oleh manajer dari Standar Akuntansi Keuangan yang ada dan secara alamiah dapat memaksimalkan utilitas mereka dan atau nilai pasar perusahaan. Manajemen laba menurut Mulford dan Comiskey (2002), merupakan *financial numbers game* (permainan angka-angka keuangan) yang dilakukan melalui praktik akuntansi kreatif (*creative accounting practises*) akibat adanya kelonggaran *flexibility principles* yang dikeluarkan oleh GAAP (General Accepted Accounting Principal).

Definisi manajemen laba yang hampir sama juga diungkapkan oleh Schipper (1989) yang menyatakan bahwa manajemen laba merupakan suatu intervensi dengan tujuan tertentu dalam proses pelaporan keuangan eksternal untuk memperoleh beberapa keuntungan privat. Manajemen laba dapat dilakukan melalui beberapa metode antara lain:

- a. *Accrual management* adalah manipulasi laba melalui manipulasi akrual diskresioner. Akrual diskresioner adalah akrual yang digunakan untuk mengurangi atau memperbesar laba yang dilaporkan dengan cara memilih kebijakan akuntansi oleh manajemen yang bersifat subjektif dalam rangka menurunkan atau menaikkan laba (Scott, 2009).
- b. *Real activity manipulation* atau Manajemen laba melalui aktivitas riil didefinisikan sebagai penyimpangan dari aktivitas operasi normal perusahaan yang dimotivasi oleh keinginan manajemen untuk memberikan pemahaman yang salah kepada pemangku kepentingan bahwa tujuan pelaporan keuangan tertentu telah dicapai melalui aktivitas operasi normal perusahaan (Roychowdhury, 2006)
- a. *Classification shifting* adalah kesalahan klasifikasi *items* di dalam laporan laba rugi. *Classification shifting* dapat juga diartikan menggeser atau merubah biaya inti/*core expenses* (harga pokok penjualan, dan biaya penjualan, serta biaya umum dan administrasi) ke *special items*. Pergerakan vertikal dari biaya tidak akan mengubah *bottom line earnings*, tetapi *core earnings* akan *overstatement*.

Gambar 3.1 berikut menunjukkan *review* penelitian manajemen laba.



Gambar 3.1 Review Penelitian Manajemen Laba

Salah satu metode manajemen laba adalah melalui manipulasi aktivitas riil (*real activity manipulation*). Manipulasi aktivitas riil dapat dilakukan dengan menggunakan transaksi pihak berelasi. Hasil penelitian Jian dan Wong (2003) menemukan bahwa perusahaan banyak melakukan penjualan pada pihak berelasi pada saat perusahaan mempunyai dorongan menaikkan laba untuk menghindari *delisting* atau saat mengeluarkan ekuitas baru. Aharony et al. (2009) menggunakan data IPO perusahaan di China, memberikan bukti empiris bahwa penjualan barang dan jasa pada pihak berelasi digunakan untuk memanipulasi laba menjadi lebih tinggi sebelum periode IPO. Penelitian Aharony et al. (2009) juga menemukan bahwa manajemen laba sebelum IPO dimotivasi oleh perilaku *tunneling* setelah IPO. Transaksi pinjaman kepada pihak berelasi digunakan sebagai alat untuk transfer sumberdaya keluar perusahaan setelah IPO.

Tunneling merupakan suatu bentuk intervensi pemegang saham pengendali atau eksekutif dengan tujuan tertentu dalam proses pelaporan keuangan eksternal, untuk memperoleh beberapa keuntungan privat. Selain itu, *tunneling* juga digunakan untuk mentransfer sumberdaya keluar perusahaan sehingga menurunkan kinerja perusahaan yang di-tunnel. Oleh karena itu dari perspektif perusahaan yang di-tunnel, *tunneling*

merupakan alat untuk manajemen laba khususnya sebagai alat untuk menurunkan laba.

C. Tunneling dan manipulasi pajak

Apakah *Tunneling* semata-mata hanya untuk tujuan tax manipulation? Dari sisi perusahaan yang di-tunnel, *tunneling* menurunkan laba perusahaan sehingga menurunkan pajak. Akan tetapi, *tunneling* juga disertai dengan berpindahnya sumberdaya berupa aliran kas, ekuitas maupun asset keluar perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali.

Cheung et al. (2009b) melakukan pengujian apakah transaksi berelasi perusahaan di Hongkong semata-mata untuk *tunneling* atau untuk *tax management*. Cheung et al. (2009b) membandingkan nilai transaksi antara perusahaan yang melakukan transaksi pihak berelasi dengan perusahaan yang melakukan transaksi dengan pihak independen. Pada perusahaan yang membeli aset dari transaksi pihak berelasi, nilai transaksi merupakan 58% dari nilai EBIT. Pada perusahaan yang membeli aset dari transaksi pihak independen, nilai transaksi merupakan 68% dari EBIT. Perbedaan nilai transaksi antara perusahaan yang melakukan transaksi dengan pihak berelasi dan dengan pihak independen keduanya tidak signifikan, sehingga *tunneling* tidak semata-mata dijelaskan oleh *tax management*.

D. Tunneling dan Kinerja Perusahaan

Tunneling menyebabkan keluarnya sumberdaya perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali. Dari perspektif perusahaan yang di-tunnel, *tunneling* akan menurunkan kinerja perusahaan

Berdasarkan data transaksi afiliasi dan benturan kepentingan tahun 2009-2010, diperoleh bukti bahwa transaksi berelasi yang terindikasi *tunneling*¹² menurunkan nilai perusahaan. Perusahaan yang mengumumkan tipe transaksi berelasi yang terindikasi *tunneling* memperoleh abnormal return (AR) negatif pada saat pengumuman transaksi berelasi untuk periode jendela (-3,+3).

¹² Berdasarkan model penilaian *tunneling* yang dikembangkan oleh penulis, dibahas pada bab IV

Tabel 3.1

Cumulative abnormal return pada saat pengumuman transaksi berelasi tahun 2009-2010

TRANSAKSI	Mean Adjusted, hari (-3,+3)
<i>CURRENT ASSET TUNNELING</i> :	
1 PENGHAPUSAN PIUTANG	-0,00669
2 PIUTANG	-0,06755
3 JAMINAN PIUTANG	-0,01284
4 PEMBAYARAN JASA	-0,06601
5 SEWA MENYEWAWA	-0,03142
<i>ASSET TUNNELING</i> :	
1 PEMBELIAN ASET (<i>tunneling in</i>)	-0,03721
2 PENJUALAN (<i>tunneling out</i>)	-0,02639
<i>EQUITY TUNNELING</i>	-0,02701
PROPPING	0,00666

Secara rata-rata, selama periode jendela (-3,+3), perusahaan yang melakukan transaksi yang terindikasi *current asset tunneling* memperoleh *mean adjusted return* negatif. Penghapusan piutang berelasi memperoleh *mean adjusted abnormal return* negatif sebesar -0,66%, piutang berelasi memperoleh -6,7%, jaminan piutang berelasi memperoleh -1,2%, pembayaran jasa kepada pihak berelasi memperoleh -6,6%, sewa menyewa berelasi memperoleh -3,1%. Perusahaan yang melakukan transaksi yang terindikasi *asset tunneling* seperti pembelian aset dari pihak berelasi memperoleh -3,7% dan perusahaan yang menjual aset kepada pihak berelasi memperoleh -2,6%. Perusahaan yang melakukan *equity tunneling* memperoleh *mean adjusted return* -2,7%. Sebaliknya, perusahaan yang melakukan transaksi yang tidak terindikasi *tunneling*, seperti penerimaan kas dari pihak berelasi dan transaksi dengan anak perusahaan yang dimiliki secara mayoritas memperoleh *abnormal return* positif sebesar 0,66%. Berdasarkan fenomena tersebut, nampak bahwa Investor menganggap bahwa transaksi pada pihak berelasi digunakan untuk tujuan oportunistik misalnya untuk *tunneling*, sehingga pasar bereaksi negatif.

E. Tunneling dan Kinerja Keuangan

Tunneling dapat dibagi kedalam 3 bentuk yaitu *current tunneling*, *fixed asset tunneling* dan *equity tunneling*. Masing-masing bentuk *tunneling* berpengaruh berbeda terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Current asset tunneling dapat dilakukan melalui transaksi pemberian piutang kepada pihak berelasi. Piutang berelasi dapat digunakan sebagai *tunnel* untuk mentransfer sumber daya keluar perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali. Jika piutang kepada pihak berelasi dilakukan untuk *current asset tunneling* maka perusahaan akan memberikan syarat kredit yang ringan kepada pihak berelasi. Piutang berelasi juga dapat dipahami sebagai *put option* pada pihak berelasi, pihak berelasi dapat menggunakan opsi tersebut dengan tidak membayar pinjamannya *in the bad state*.

Current asset tunneling melalui pemberian piutang kepada pihak berelasi akan menurunkan laba perusahaan yang di-*tunnel*. Dari perspektif perusahaan yang di-*tunnel*, piutang berelasi berpengaruh negatif terhadap margin laba bersih perusahaan. Semakin banyak perusahaan memberikan piutang kepada pihak berelasi maka margin laba bersih perusahaan semakin menurun. Berikut ini adalah hasil pengujian pengaruh pemberian piutang kepada pihak berelasi terhadap kinerja perusahaan.

Tabel 3.2
 Hasil Pengujian Pengaruh Transaksi berelasi terhadap Kinerja Perusahaan

$$MLB = \alpha_{31} + \alpha_{32}TPB + \alpha_{33}KI + \alpha_{34}JI + \varepsilon$$

Variabel Independen	Prediksi	α_{32}	α_{33}	α_{34}	F	R ²	N
Piutang berelasi/TA	α_{32} negatif	-0.826***	33.484**	-4.368**	12.256** *	4.6%	694
Piutang-bersih berelasi/TA	α_{32} negatif	-0.943***	33.493**	-4.377**	11.701** *	4.4%	694
Perubahan Piutang berelasi/TA	α_{32} negatif	-0.047*	32.787**	-4.442**	4.364***	1.4%	694
Piutang berelasi/SA	α_{32} negatif	-0.127***	33.376**	-4.640**	13.032** *	5%	694
Piutang-bersih berelasi/SA	α_{32} negatif	-0.149***	33.643**	-4.624**	12.905** *	4.9%	694
Perubahan Piutang berelasi/SA	α_{32} negatif	-0.060***	34.065**	-4.405**	8.833***	3.3%	694

*** signifikan pada alpha 1%

** signifikan pada alpha 5%

*signifikan pada alpha 1%

MLB: margin laba bersih, TPB: Transaksi piutang kepada pihak berelasi, KI: Kinerja Industri, JI: jenis industry

Piutang berelasi diukur menggunakan 6 ukuran yang berbeda. Ukuran pertama yaitu piutang berelasi/total asset. Koefisien α_{32} (-0.826) negatif dan signifikan pada alpha 1%. Artinya, semakin banyak perusahaan memberikan piutang kepada pihak berelasi, maka semakin rendah margin laba bersih perusahaan.

Ukuran yang kedua yaitu piutang-bersih berelasi. Piutang-bersih berelasi adalah selisih piutang berelasi dari utang berelasi. Piutang-bersih berelasi digunakan karena piutang kepada pihak berelasi merupakan transaksi yang terindikasi *tunneling* sedangkan transaksi utang dari pihak berelasi merupakan transaksi yang terindikasi *propping*¹³ (Cheung et.al., 2009). Piutang-bersih berelasi mengukur seberapa besar kemungkinan perusahaan melakukan *tunneling* dibanding *propping*. Piutang-bersih berelasi positif menunjukkan piutang yang diberikan kepada pihak berelasi lebih besar daripada menerima utang yang diterima dari pihak berelasi sehingga perusahaan mempunyai kecenderungan tinggi melakukan *tunneling* dibanding *propping*. Hasil pengujian menunjukkan perusahaan yang memberikan piutang lebih besar dibanding

¹³ Transaksi *propping* merupakan transaksi yang menguntungkan perusahaan publik, misalnya penerimaan kas.

utang dari pihak berelasi akan mengalami penurunan margin laba bersih. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien α_{32} pada variabel piutang-bersih negatif dan signifikan pada alpha 1%.

Ukuran yang ketiga yaitu perubahan piutang berelasi. Perubahan piutang berelasi merupakan selisih piutang tahun ini (t) dikurangi piutang periode sebelumnya (t-1). Koefisien α_{32} negatif dan signifikan pada alpha 1%. Hasil pengujian ini menunjukkan perusahaan yang pada periode t memberikan piutang lebih besar dibanding periode sebelumnya (t-1) akan mengalami penurunan margin laba bersih perusahaan.

Konsistennya hasil pengujian pengaruh transaksi piutang berelasi terhadap kinerja perusahaan dalam enam kali estimasi ini menunjukkan kuatnya dukungan bahwa dari perspektif perusahaan yang di-*tunnel*, piutang kepada pihak berelasi berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Selain piutang kepada pihak berelasi, *current asset tunneling* juga bisa dilakukan melalui transaksi perdagangan dengan pihak berelasi dan pembayaran jasa kepada pihak berelasi. Transaksi pembelian/penjualan kepada pihak berelasi merupakan bagian penting dalam bisnis normal perusahaan dan memberikan kontribusi pada kinerja perusahaan sebagaimana transaksi penjualan/pembelian kepada pihak independen. Akan tetapi, jika transaksi penjualan kepada pihak berelasi digunakan oleh pemegang saham pengendali untuk tujuan oportunistik, maka kredibilitas dan persistensi dari penjualan tersebut lebih rendah dibanding penjualan pada pihak independen karena transaksi dengan pihak independen lebih sulit untuk dimanipulasi.

Current asset tunneling terjadi jika penjualan barang/jasa di bawah nilai wajar atau pembelian barang/jasa dari pihak berelasi di atas nilai wajar, transaksi diluar nilai wajar tersebut akan menurunkan margin laba kotor perusahaan.

Berikut ini adalah hasil pengujian pengaruh transaksi penjualan/ pembelian pada pihak berelasi yang terhadap kinerja keuangan perusahaan berdasarkan data tahun 2008 sd 2010 pada perusahaan publik di Indonesia.

Tabel 3.4

Hasil Pengujian Transaksi Perdagangan dengan Pihak Berelasi terhadap Kinerja Perusahaan

$$MLK = \alpha_{11} + \alpha_{12}TDB + \alpha_{13}KI + \alpha_{14}JI + \varepsilon$$

Variabel Independen	Prediksi	α_{12}	α_{13}	α_{14}	F	N
Penjualan Berelasi	α_{12} negatif	- 16.273***	- 1.628	-1.008	6.230***	702
Pembelian Berelasi	α_{12} negatif	- 20.090***	- 1.567	-0.194	10.432***	702
Piutang Usaha Pihak Berelasi	α_{12} negatif	-0.694***	1.002	0.056	34.585***	702
Utang Usaha Pihak Berelasi	α_{12} negatif	- 15.362***	- 2.970	-0.741	2.821**	702

***signifikan pada alpha 1%

** signifikan pada alpha 5%

MLK: Margin Laba Kotor, TDB: Transaksi Perdagangan berelasi, KI: Kinerja Industri, JI: Jenis Industri

Kinerja perusahaan diukur dengan margin laba kotor. Transaksi perdagangan diukur menggunakan empat ukuran transaksi perdagangan yang berbeda yaitu penjualan kepada pihak berelasi, pembelian dari pihak berelasi, utang usaha kepada pihak berelasi, piutang usaha dari pihak berelasi. Hasil estimasi tampak pada tabel 3.4. Nilai α_{12} , yang merupakan koefisien transaksi penjualan kepada pihak berelasi adalah negatif dan signifikan. Demikian juga dengan ukuran transaksi perdagangan berelasi yang lain yaitu pembelian berelasi, piutang usaha berelasi dan utang usaha berelasi. Koefisien variabel ukuran transaksi berelasi tersebut juga memiliki koefisien α_{12} negatif dan signifikan secara statistik pada alpha 1%. Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat dinyatakan bahwa dari perspektif perusahaan yang di-tunnel, transaksi perdagangan kepada pihak berelasi berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Dukungan empiris ini kuat karena dalam empat kali estimasi menggunakan ukuran transaksi perdagangan yang berbeda menghasilkan temuan yang konsisten. Jadi dari perspektif perusahaan yang di-tunnel, perusahaan yang banyak melakukan transaksi perdagangan dengan pihak berelasi akan menyebabkan penurunan margin laba kotor. Hal tersebut dikarenakan penjualan/ pembelian barang/ jasa kepada pihak berelasi

dilakukan diluar harga wajar sebagaimana harga yang terjadi pada transaksi dengan pihak independen.

Transaksi pembayaran jasa yang diberikan kepada pihak berelasi dapat digunakan sebagai *tunneling* jika dilakukan di atas nilai pasar. Dari perspektif perusahaan yang di-*tunnel*, pembayaran jasa di luar kegiatan utama perusahaan kepada pihak berelasi yang digunakan untuk men-*tunnel* sumber daya akan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Berikut hasil pengujian pengaruh transaksi pembayaran jasa kepada pihak berelasi terhadap kinerja perusahaan.

Tabel 3.5
Hasil Pengujian transaksi pembayaran kepada pihak berelasi terhadap kinerja
 $MLB = \alpha_{21} + \alpha_{22}JPB + \alpha_{23} KI + \alpha_{24} JI + \epsilon$

Variabel Independen	Prediksi	α_{22}	α_{23}	α_{24}	F	R ²	N
JASA	α_{22} negatif	- 9.723**	112.90 2**	-4.544	5.800* **	15.3 %	81

***Signifikan pada alpha 1%

**Signifikan pada alpha 5%

MLB: margin laba bersih, JPB: transaksi pembayaran jasa kepada pihak berelasi, KI: kinerja industry, JI: jenis industri

Hasil estimasi menunjukkan bahwa koefisien α_{22} (-9.723) memiliki nilai negatif dan signifikan pada alpha 5%. Hal tersebut menunjukkan bahwa dari perspektif perusahaan yang di-*tunnel*, transaksi pembayaran jasa di luar kegiatan utama perusahaan kepada pihak berelasi berpengaruh negatif pada kinerja perusahaan. Semakin banyak perusahaan melakukan transaksi pembayaran jasa kepada pihak berelasi, maka semakin rendah margin laba bersih perusahaan.

Current asset tunneling berdampak secara langsung terhadap laba/rugi dan *cash flow* perusahaan sehingga *current asset tunneling* dapat digunakan sebagai alat untuk memanipulasi laba. Indonesia merupakan negara dengan tingkat *governance* rendah dan menerapkan tarif pajak yang tinggi. Ketika *corporate governance* tidak efektif, tingginya tarif pajak justru akan mengurangi pendapatan pajak karena meningkatkan dorongan

bagi perusahaan untuk menyembunyikan laba, sehingga bentuk utama *tunneling* di Indonesia didominasi dengan *current asset tunneling* (Ratna, 2013).

F. Penelitian *Tunneling* dan Kinerja Perusahaan

Beberapa penelitian empiris menguji dampak transaksi *tunneling* pada kinerja keuangan dan kinerja pasar perusahaan. Penelitian-penelitian terkait *tunneling* antara lain:

Cheung et al. (2006) menguji reaksi pasar pada saat pengumuman transaksi pihak berelasi antara perusahaan go publik Hongkong dan pemegang saham pengendali selama 1998-2000. Cheung et al. (2006) membagi transaksi pihak berelasi menjadi tiga kategori yaitu:

- a. Transaksi yang mempunyai kemungkinan menghasilkan ekspropriasi pemegang saham nonpengendali, antara lain: transaksi perdagangan barang/jasa, transaksi penjualan/pembelian aset, transaksi piutang, transaksi ekuitas.
- b. Transaksi yang menguntungkan pemegang saham nonpengendali, antara lain: penerimaan kas dari pihak-pihak berelasi.
- c. Transaksi yang didorong oleh alasan strategis dan bukan merupakan ekspropriasi, antara lain: *takeover*, *joint venture*.

Pada transaksi pihak berelasi kategori pertama, Cheung et al. (2006) menemukan terjadi penurunan nilai pemegang saham pada awal pengumuman dan selama 12 bulan periode setelah pengumuman. Secara rata-rata, perusahaan mengalami return negatif sebesar -2,5% selama periode pengumuman transaksi piutang kepada pihak berelasi, return negatif sebesar -5,9% untuk penjualan saham pada pemegang saham pengendali dan, return negatif sebesar -7,2% pada pembelian aset dari pemegang saham pengendali, sebesar -21.9% pada penjualan aset pada pemegang saham pengendali. Cheung et al. (2006) menemukan bahwa perusahaan yang mempunyai kecenderungan tinggi melakukan transaksi pihak berelasi kategori pertama adalah perusahaan yang mempunyai *ultimate owner*, mempunyai *disclosure* yang buruk, dan perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi.

Cheung et al. (2009a) menguji apakah transaksi pihak berelasi merupakan bentuk *tunneling* atau *propping*. *Tunneling* merupakan transaksi yang merugikan perusahaan publik, sedangkan *propping* merupakan transaksi yang menguntungkan perusahaan publik (Cheung et al., 2009a). Peneliti mengklasifikasikan transaksi pihak berelasi antara perusahaan publik dengan pemegang saham pengendali kedalam tujuh kategori:

- i. Pembelian aset oleh perusahaan publik dari pihak berelasi (108 kasus)
- ii. Penjualan aset oleh perusahaan publik pada pihak berelasi (51 kasus)
- iii. *Asset swap* (tukar menukar aset) antara perusahaan publik dan pemegang saham pengendali (43 kasus)
- iv. Perdagangan barang dan jasa antara perusahaan publik dan pemegang saham pengendali
- v. Pembayaran kas, pinjaman atau jaminan pinjaman oleh perusahaan publik pada pemegang saham pengendali (20 kasus)
- vi. Pembayaran kas, pinjaman atau jaminan pinjaman yang diberikan oleh pihak yang berelasi pada perusahaan publik (sebagai penerimaan kas oleh perusahaan publik) (24 kasus)
- vii. Transaksi antara perusahaan publik dan anak perusahaan yang dimiliki secara mayoritas dan tidak go publik. Pemilik saham nonpengendali pada anak perusahaan tersebut mempunyai kemungkinan dirugikan untuk kepentingan pemegang saham perusahaan publik (12 kasus).

Ketika perusahaan publik menerima kas atau jaminan pinjaman dari pemegang saham pengendali (kategori vi), perusahaan akan diuntungkan dari transaksi tersebut. Transaksi kategori vii akan menguntungkan perusahaan publik yang mempunyai kontrol pada perusahaan anak perusahaan. Pembayaran kas oleh perusahaan publik ke pihak berelasi mempunyai kemungkinan besar sebagai *tunneling* (kategori v). Transaksi kategori i-iv dapat merupakan *tunneling* maupun *propping*. Jika perusahaan membeli aset, barang dan jasa dari pihak yang berhubungan di atas harga wajar maka transaksi tersebut merupakan *tunneling*. Akan tetapi, jika pembelian dilakukan di bawah harga wajar maka transaksi tersebut merupakan *propping*.

Cheung et al. (2009a) membedakan transaksi sebagai *tunneling* dan *propping* dengan menggunakan tiga metode: pertama, *valuation effect* untuk 7 kategori transaksi pihak berelasi tanpa mengklasifikasikan transaksi sebagai *tunneling* atau *propping*. Kedua, menggunakan klasifikasi untuk membedakan transaksi yang pasti menguntungkan perusahaan publik atau *propping* (kategori vi-vii) dengan transaksi *tunneling* (kategori i-v). Ketiga, menggunakan *cumulative abnormal return* (CAR) yang diperoleh perusahaan selama window (-2,+2) seputar tanggal pengumuman transaksi pihak berelasi, transaksi *tunneling* memperoleh CAR negatif dan transaksi *propping* mendapat CAR positif.

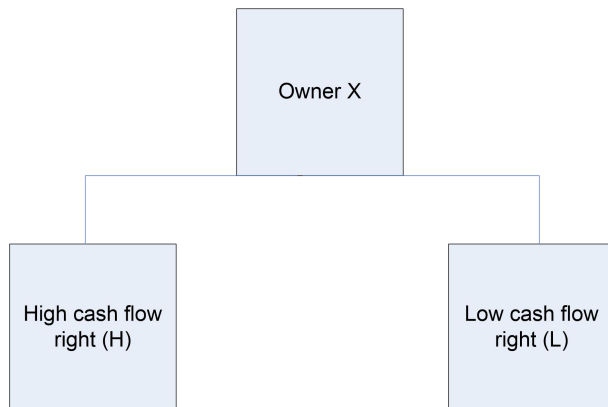
Cheung et al. (2009a) menemukan bahwa (1) Terdapat kecenderungan terjadinya *tunneling* dibanding *propping*. (2) Perusahaan yang melakukan *propping* mempunyai struktur kepemilikan negara yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang menjadi obyek *tunneling*. Perusahaan yang merupakan obyek *propping* mempunyai pemegang saham asing dan melakukan *cross listed* di luar negeri dibanding perusahaan yang merupakan obyek *tunneling*. (3) Perusahaan yang menjadi obyek *tunneling* mempunyai karakteristik *disclosure* yang buruk. (4) Peneliti menguji *valuation effect* pada transaksi pihak berelasi. Sebagian besar perusahaan dalam sampel penelitian ini mengalami penurunan nilai perusahaan sekitar pengumuman transaksi pihak berelasi karena transaksi tersebut dilakukan tidak semata-mata dilakukan untuk pertimbangan ekonomi. (5) Pemegang saham pengendali men-*tunnel* aset keluar dari perusahaan yang mempunyai kinerja bagus dan *prop-up* perusahaan yang kinerjanya tidak baik.

Jian dan Wong (2003) menggunakan sampel 131 perusahaan publik di China, menemukan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh grup melakukan lebih banyak transaksi pihak berelasi dibanding yang tidak. Ketika perusahaan mempunyai dorongan untuk menaikkan laba untuk menghindari *delisting* atau sebelum mengeluarkan ekuitas baru, perusahaan melakukan banyak penjualan pada pihak berelasi, utamanya pada pemegang saham pengendali dan perusahaan lain dalam grup. Ketika perusahaan yang dikontrol grup mempunyai banyak *free cash flow*, perusahaan akan mengalihkan sumber daya kembali pada grup melalui pemberian kredit kepada pihak berelasi. Pasar menilai transaksi berelasi sebagai tindakan oportunistik perusahaan. Investor memandang laporan penjualan kurang dapat dipercaya ketika dihasilkan dari

transaksi pihak berelasi dibanding transaksi dengan pihak independen. Pinjaman pada pihak berelasi berhubungan negatif dengan nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's q dan *market to book equity*.

Aharony et al. (2009) menggunakan data IPO perusahaan di China. Penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa penjualan barang dan jasa pada pihak berelasi digunakan untuk meningkatkan laba yang dilaporkan sebelum periode IPO. Penelitian ini juga menemukan bahwa manajemen laba sebelum IPO dimotivasi oleh perilaku *tunneling* setelah IPO yaitu memindahkan sumber daya perusahaan publik untuk kepentingan perusahaan induk. Transaksi piutang kepada pihak berelasi digunakan sebagai alat melakukan *tunneling* setelah IPO.

Bertrand et al. (2002) menemukan bukti bahwa pemilik bisnis group melakukan ekspropriasi pemegang saham nonpengendali dengan men-*tunnel* sumber daya dari perusahaan hak aliran kas rendah ke perusahaan hak aliran kas tinggi. *Tunneling* diidentifikasi dengan mengukur *accounting shocks* dalam grup bisnis. Misalnya dalam grup terdapat dua perusahaan, H dan L. Pemegang saham kontrol memiliki hak aliran kas tinggi pada perusahaan H dan hak aliran kas rendah pada L.



Gambar 2.5 *Tunneling* dari Perusahaan Hak Aliran Kas Tinggi ke Rendah

Perusahaan L mengalami peningkatan laba sebesar \$100 (tanpa ada *tunneling*). Peningkatan tersebut akan di *tunneled-out* (dikeluarkan) dari perusahaan L karena pemegang saham kontrol hanya memiliki sedikit hak aliran kas di L, maka laba aktual perusahaan L akan lebih rendah dari \$100. Akan tetapi, jika yang mendapat *shock* adalah H maka tidak terdapat dorongan untuk *tunneled-out* dari hak aliran kas tinggi (H) ke hak aliran kas rendah (L). Hasil penelitian menunjukkan perusahaan di India melakukan *tunneling* dengan melakukan manipulasi komponen laba non operasi (pada

komponen pos luar biasa). Akan tetapi, tidak ditemukan bukti adanya *tunneling* pada komponen laba operasi.

Ratna (2013) menguji aktivitas *tunneling* di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa transaksi pihak berelasi berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan yang di-*tunnel*. Perusahaan yang di-*tunnel* adalah perusahaan dengan tingkat *free cash flow* tinggi dan perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi. Selain itu, perusahaan yang di-*tunnel* mengalami penurunan kinerja keuangan dan *market value*.

Secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa transaksi berelasi yang terindikasi *tunneling*, menurunkan kinerja perusahaan baik kinerja keuangan maupun kinerja pasar. Hal ini tentu menimbulkan pertanyaan, khususnya bagi masyarakat umum, bagaimana menilai transaksi berelasi yang benar-benar digunakan untuk tujuan ekonomi dan yang digunakan untuk men-*tunnel* sumber daya keluar perusahaan. Pada Bab V, akan dibahas mengenai model prediksi *tunneling* yang digunakan untuk menentukan transaksi pihak berelasi yang digunakan untuk *tunneling* dan yang tidak.

G. Karakteristik Perusahaan yang melakukan *Tunneling*

Terdapat paling tidak dua hal yang dipertimbangkan sebagai dorongan bagi perusahaan untuk melakukan *tunneling*.

Pertama, struktur kepemilikan. Pada perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham pengendali secara efektif dapat menentukan keputusan manajer. Dengan pengendalian dan pengaruh signifikan yang dimiliki, pemegang saham pengendali dapat mengambil kebijakan yang menguntungkan dirinya, termasuk kebijakan kontraktual dengan pihak berelasi. Shleifer dan Vishny (1997) menyatakan bahwa pemegang saham pengendali lebih tertarik menggunakan kontrol yang dimilikinya untuk mendapatkan manfaat privat. Pemegang saham pengendali dapat mengimplementasikan kebijakan yang menguntungkan mereka dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham nonpengendali (La Porta et al., 2000b). Pihak-pihak yang berelasi dapat menyepakati transaksi dimana pihak-pihak

yang tidak berelasi tidak dapat melakukannya. Misalnya entitas menjual barang pada entitas anak pada harga perolehan, mungkin tidak menjual dengan persyaratan tersebut kepada pihak independen atau entitas memberikan pinjaman tanpa bunga kepada pihak berelasi.

Kedua, tersedianya sumber daya keuangan pada perusahaan yang akan di-*tunnel*. Jensen (1986) dalam teori *free cash flow* menyatakan bahwa konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham terjadi ketika perusahaan memiliki *free cash flow*¹⁴ yang berlebih. Manajer memilih untuk menginvestasikan kembali (*reinvest*) *free cash flow* atau melakukan inefisiensi dibanding mengembalikannya pada investor, sedangkan investor menginginkan dividen dan *return* yang tinggi atas investasinya. Jian dan Wong (2003) menyatakan bahwa ketika perusahaan mempunyai kelebihan sumber daya keuangan, pemegang saham pengendali akan memindahkan sumber daya untuk kepentingan mereka atau melakukan *tunneling* dibanding membagikannya sebagai dividen.

Tabel 4.3 berikut ini menunjukkan deskripsi transaksi pihak berelasi berdasarkan tingkat *free cash flow* perusahaan.

Tabel 3.6
Deskripsi Variabel Transaksi Pihak Berelasi Berdasarkan FCF

Transaksi berelasi	2008		2009		2010	
	FCFTinggi	FCFRendah	FCFTinggi	FCFRendah	FCFTinggi	FCFRendah ¹
Penjualan	0,552	0,095	0,343	0,067	0,343	0,067
Berelasi/TA						
Pembelian	0,791	0,165	0,075	0,029	1,083	0,055
Berelasi/TA						
Piutang	0,275	0,029	1,610	0,033	0,152	0,026
Berelasi/TA						

Berdasarkan tabel 3.6, transaksi pihak berelasi yaitu penjualan berelasi, pembelian berelasi maupun piutang berelasi lebih tinggi pada perusahaan dengan tingkat *free cash*

¹⁴ *Free cash flow* adalah kelebihan cash flow yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang mempunyai *net present value positif* ketika menggunakan biaya modal yang relevan (Jensen, 1986).

flow tinggi dibanding rendah. Misalnya, pada tahun 2008, perusahaan dengan tingkat *free cash flow* tinggi, rata-rata transaksi penjualan kepada pihak berelasi sebesar 55% dari total asset, sedangkan pada perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah rata-rata transaksi penjualan kepada pihak berelasi sebesar 9,5% dari total asset. Pada Tahun 2008, perusahaan dengan tingkat *free cash flow* tinggi rata-rata memberikan piutang kepada pihak berelasi sebesar 27,5% dari total asset, sedangkan pada perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah sebesar 2,9%. Ketersediaan sumber daya akan menjadi dorongan untuk bagi pemegang saham pengendali untuk *tunnel* sumber daya tersebut keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali.

Gambar berikut menunjukkan banyaknya transaksi pemberian piutang kepada pihak berelasi berdasarkan tingkat *free cash flow* dan klasifikasi kepemilikan berdasarkan data tahun 2010. Perusahaan dengan tingkat *free cash flow* tinggi dan struktur kepemilikan terkonsentrasi lebih banyak memberikan piutang kepada pihak berelasi dibanding perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah dan struktur kepemilikan tersebar.

Tabel 3.7

Piutang berelasi berdasarkan tingkat *free cash flow* dan klasifikasi kepemilikan

		Konsentrasi Kepemilikan	
		Tersebar	Terkonsentrasi
<i>Free cash flow</i>	Tinggi	(i) 3,2%	(ii) <i>Tunneling</i> Tinggi 41,3%
	Rendah	(iii) <i>Tunneling</i> Rendah 2,5%	(iv) 3,1%

Perusahaan pada kuadran (i) memberikan piutang kepada pihak berelasi rata-rata sebesar 3,2% dari total aset, perusahaan kuadran (ii) memberikan piutang berelasi rata-rata sebesar 41,34%, perusahaan pada kuadran (iii) sebesar 2,5% dan perusahaan pada kuadran (iv) sebesar 3.1%. Perusahaan yang berada di kuadran (ii) mempunyai

kecenderungan yang lebih tinggi untuk melakukan *tunneling* dibanding perusahaan di kuadran (iii), karena perusahaan di kuadran (ii) mempunyai sumber daya keuangan yang lebih besar untuk di-*tunnel* dibanding perusahaan di kuadran (iii). Selain itu, struktur kepemilikan perusahaan di kuadran (ii) merupakan kepemilikan terkonsentrasi sedangkan struktur kepemilikan perusahaan di kuadran (iii) merupakan kepemilikan tersebar.

BAB IV

Tunneling Dan Corporate governance

Tata kelola perusahaan (*corporate governance*) telah menjadi salah satu frase yang paling banyak digunakan dalam kosa kata bisnis global saat ini. Tata kelola perusahaan mempunyai peran penting untuk mencegah kegagalan perusahaan. Hampir seluruh negara di dunia mendorong program-program reformasi tata kelola perusahaan, yang ditunjukkan dengan berkembangnya peraturan-peraturan serta kebijakan tata kelola perusahaan, baik secara sukarela maupun diwajibkan, pada level nasional maupun supra-nasional. Tampaknya, fokus pada tata kelola perusahaan sekarang ini akan terus berlanjut pada masa yang akan datang dan berkembang dari waktu ke waktu.

A. Corporate Governance

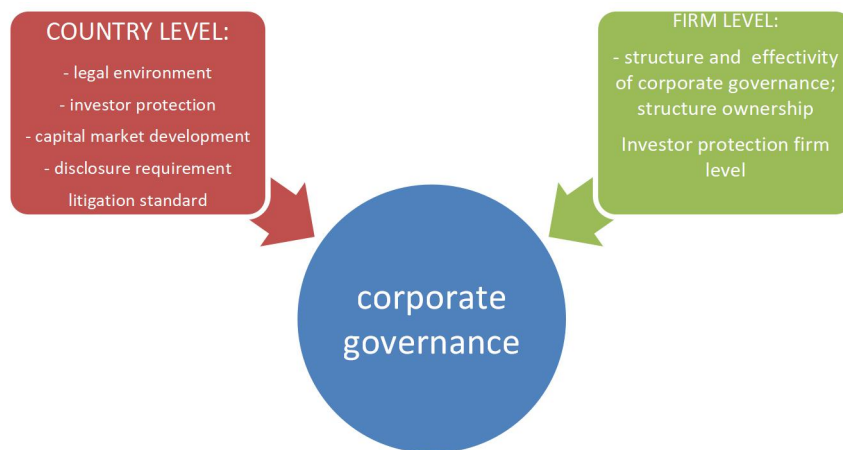
Pada era sekarang ini, konsep tata kelola perusahaan telah diperluas mencakup perhatian terhadap pemangku kepentingan (*stakeholder*), selain akuntabilitas terhadap pemegang saham (*shareholder*). Model tata kelola perusahaan berbasis pemegang saham (*shareholder-based*) telah mendominasi pada abad ke-20, dengan fokus perhatian pada bagaimana membuat perusahaan dapat lebih bertanggung jawab kepada pemegang sahamnya. Pada era sekarang ini, model tata kelola perusahaan mengalami perkembangan yang semakin menekankan pemenuhan kebutuhan para pemangku kepentingan (*stakeholder*) secara luas. Perhatian yang semakin besar terhadap etika dan keterlibatan para pemangku kepentingan, saat ini merupakan suatu elemen penting dari strategi dan aktivitas bisnis perusahaan.

Corporate governance berbasis pendekatan *stakeholder* didefinisikan sebagai berikut:
"... the system of checks and balances, both internal and external to companies, which ensures that companies discharge their accountability to all their stakeholders and act in a socially responsible way in all areas of their business activity." (Solomon, 2007)

Definisi *corporate governance* berbasis perspektif pemangku kepentingan tersebut didasarkan pada persepsi bahwa perusahaan dapat memaksimalkan penciptaan nilai (*value creation*) dalam jangka panjang, dengan cara menunaikan tanggung jawab mereka

terhadap seluruh kelompok pemangku kepentingan, dan dengan mengoptimalkan sistem tata kelola perusahaan.

Mekanisme *corporate governance* tidak hanya ditentukan pada karakteristik level perusahaan namun juga pada level negara. Pada level perusahaan *good governance* ditentukan oleh: struktur dan efektivitas *corporate governance*, *investor protection* pada level perusahaan dan struktur kepemilikan. Pada level negara *good corporate governance* ditentukan oleh: *legal environment*, *investor protection*, *capital market development*, *litigation standards* dan *disclosure requirement*.

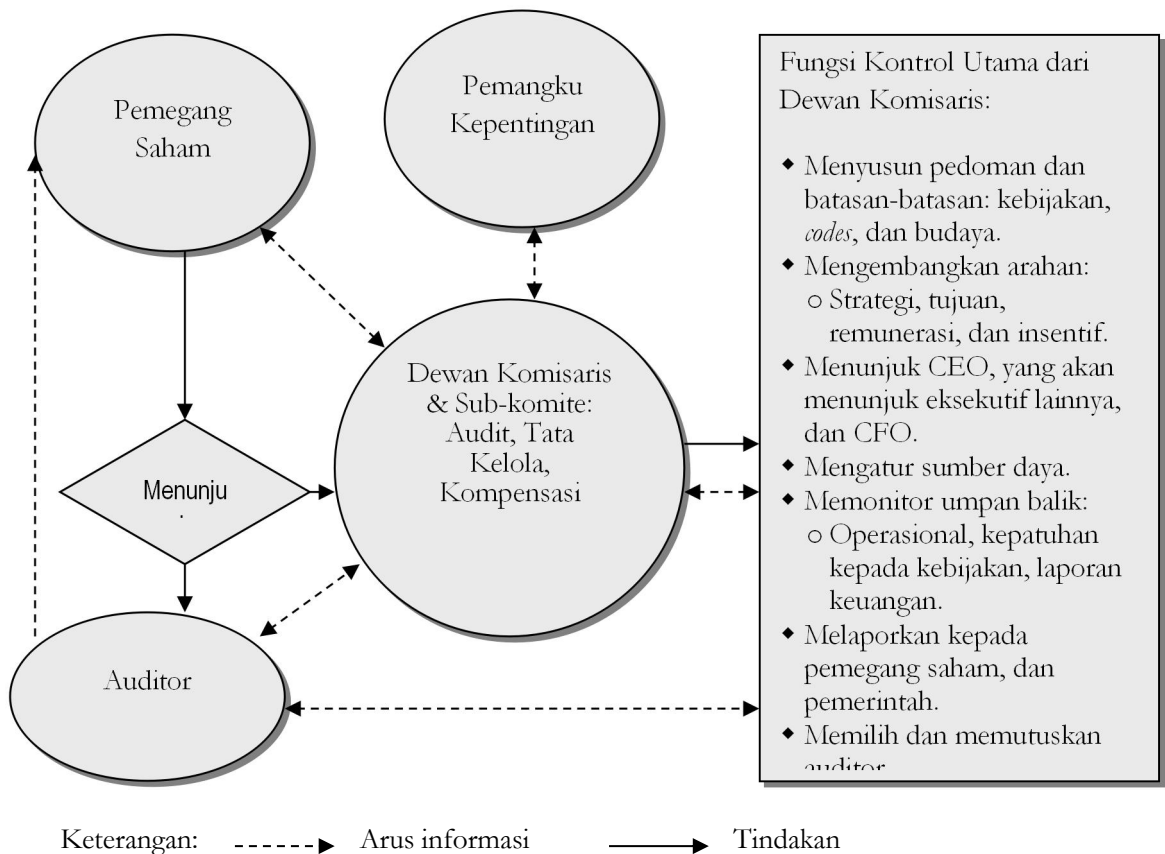


Gambar 4.1 Karakteristik level negara dan level perusahaan sebagai penentu *corporate governance*

B. Karakteristik *Corporate Governance* pada level perusahaan

Pentingnya tata kelola perusahaan yang berbasis perspektif pemangku kepentingan mendorong pendekatan manajemen yang merefleksikan akuntabilitas terhadap para pemangku kepentingan perusahaan, tidak hanya terhadap pemegang saham.

Secara skematik, Brooks (2007) menyajikan rerangka tata kelola dan akuntabilitas terhadap pemangku kepentingan, yang digambarkan dalam gambar 4.2 berikut ini. Rerangka ini mengakui bahwa walaupun perusahaan bertanggung jawab secara legal kepada pemegang saham, namun mereka juga bertanggung jawab secara strategik kepada pemangku kepentingan.



Gambar 4.2 Rerangka Tata Kelola Perusahaan

(Sumber: Brooks, 2007)

Jika direksi atau manajemen perusahaan menyadari bahwa *perusahaan bertanggung jawab secara legal terhadap pemegang saham, dan secara strategik kepada pemangku kepentingan lainnya* yang secara signifikan dapat mempengaruhi pencapaian tujuan perusahaan, maka menjadi hal yang logis bahwa manajemen akan mengelola perusahaan dengan mempertimbangkan kepentingan seluruh kelompok penting pemangku kepentingan perusahaan. Pemegang saham, pada kenyataannya, memang merupakan salah satu kelompok pemangku kepentingan – dan barangkali merupakan kelompok pemangku kepentingan yang paling penting – akan tetapi, pemegang saham bukan satu-satunya pemangku kepentingan yang kepentingannya harus mempengaruhi tindakan-tindakan perusahaan.

Peran Dewan Komisaris

Dalam proses tata kelola perusahaan berorientasi akuntabilitas pemangku kepentingan (*stakeholder-accountability oriented governance process*), dewan komisaris harus mempertimbangkan kepentingan seluruh pemangku kepentingan dan memastikan bahwa kepentingan-kepentingan tersebut dimasukkan dalam visi, misi, strategi, kebijakan, pedoman, praktik, mekanisme kepatuhan dan umpan balik dalam perusahaan. Jika hal ini tidak dilakukan, tindakan-tindakan perusahaan akan gagal untuk memperhitungkan kepentingan-kepentingan utama dari pemangku kepentingan, dan perusahaan dapat kehilangan dukungan dari satu atau lebih kelompok pemangku kepentingan. Misalnya, jika perusahaan kurang menekankan nilai atau keamanan pelanggan, atau terlalu memfokuskan pada laba jangka pendek, maka hal ini dapat berakibat kurangnya dukungan pelanggan.

Pedoman yang tepat yang ditekankan melalui mekanisme umpan balik harus diberikan kepada manajemen, dan ditekankan juga dengan suatu kultur etis; jika tidak, manajemen dapat mengatakan dengan jujur bahwa tidak ada seorang pun yang memberitahu mereka mengenai batasan-batasan dalam operasional mereka. Pedoman ini akan mempengaruhi penyajian laporan keuangan dan sumber-sumber umpan balik lainnya, dan juga perilaku yang ditunjukkan dalam berhubungan dengan pelanggan, karyawan, dan pemangku kepentingan lainnya.

Peran Auditor Eksternal

Pemegang saham pada umumnya memilih auditor eksternal untuk menyediakan suatu opini ahli mengenai apakah laporan keuangan yang disajikan manajemen menunjukkan hasil wajar operasi dan posisi keuangan perusahaan dan apakah laporan keuangan tersebut sesuai dengan standar akuntansi yang berlaku. Auditor eksternal diwajibkan untuk mengadakan pertemuan dengan komite audit dewan komisaris dan membahas laporan keuangan, pekerjaan dan opini mereka, serta kondisi pengendalian internal perusahaan.

Peran Auditor Internal

Peran auditor internal perusahaan adalah untuk menilai apakah kebijakan-kebijakan perusahaan cukup komprehensif dan diobservasi dengan baik. Auditor internal harus melaporkan secara langsung dan berkala, tanpa kehadiran manajemen, kepada komite audit, walaupun mereka juga melaporkan secara harian kepada CEO maupun CFO.

Peran Komite

Komite dibentuk untuk memperkuat keseluruhan tugas komisaris. Beberapa komite yang membantu tugas komisaris antara lain:

Komite Audit

Komite audit yang efektif merupakan komponen utama untuk meningkatkan praktik *corporate governance* perusahaan. Tugas utama komite audit adalah membantu komisaris dalam melaksanakan tugasnya untuk kepentingan pemegang saham dan membantu meningkatkan monitoring pada proses pelaporan keuangan. Komite audit berperan penting dalam proses seleksi auditor eksternal dan menjamin tidak ada konflik kepentingan yang dapat mengganggu independensi auditor.

Komite audit juga melakukan review terhadap kerangka kontrol internal perusahaan. Komite audit yang baik akan menambah kredibilitas komisaris sebagai badan yang netral dalam menjamin bahwa struktur kontrol internal dijalankan oleh manajemen perusahaan.

Komite Nominasi

Fungsi utama komite nominasi adalah membuat rekomendasi obyektif pada pemilihan dewan komisaris, dewan direksi dan komite. Komite nominasi juga mereview kontribusi individual masing-masing direktur dan komisaris dan menjamin independensi komisaris. Komite menjamin proses pemilihan yang transparan.

Komite Remunerasi

Komite remunerasi mereview ketepatan, transparansi dan akuntabilitas perusahaan berkaitan dengan remunerasi manajemen, termasuk hubungan antara prestasi perusahaan dengan kompensasi bagi manajemen. Komite remunerasi membentuk kerangka remunerasi dan paket kompensasi spesifik. Rekomendasi harus sesuai dengan performance manajemen dan sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Misalnya *stock option* akan menyelaraskan kepentingan manajer dan kepentingan pemegang saham.

Peran Pengawas Etika

Elemen lain dari sistem tata kelola perusahaan berorientasi akuntabilitas terhadap pemangku kepentingan adalah pengawas etika (*ethics officer*) atau *Ombudsperson* yang bertugas mengawasi kultur etis dan berperan sebagai pihak yang kepadanya *whistleblowers* dapat melaporkan secara anonim (*anonymously*). Pengawas etika harus memberikan laporan kepada komite audit dari dewan komisaris, dan menjadi saluran yang melaluinya laporan generik dari *whistleblowers* dapat sampai kepada dewan komisaris. Sama dengan auditor internal, pengawas etika ini dapat pula melaporkan secara harian kepada CEO, tetapi harus memberikan laporan secara berkala kepada komite audit secara langsung tanpa kehadiran manajemen.

C. Karakteristik *Corporate Governance* pada level negara

Karakteristik *corporate governance* pada level negara adalah:

1. Lingkungan Hukum (*Legal environment*)

Civil law dan *Common law* merupakan dua system yang banyak berlaku didunia saat ini. Sistem *common law* didominasi oleh hukum tidak tertulis atau hukum kebiasaan melalui putusan hakim. Sistem *civil law* menempatkan hukum tertulis pada urutan tertinggi hirarki peraturan perundangan dan diikuti UU dan peraturan lain dibawahnya. Negara *common law* mempunyai perlindungan investor yang lebih tinggi dibanding *civil law*. Singapore, Hongkong, UK, US, Australia adalah contoh negara yang menganut *common law system*. Sedangkan Indonesia, Filipina, Italy merupakan contoh negara yang menganut *civil law system*.

2. Perlindungan investor (*Investor Protection*)

Efektivitas perlindungan investor dinilai dari kualitas undang-undang dan efektivitas penegakan hukum.



3. Perkembangan pasar modal (*Capital Market Development*).

Peran pasar modal dalam mendisiplinkan pelaku pasar mempunyai peran penting dalam penegakan mekanisme *corporate governance*. Misalnya Keputusan yang dikeluarkan oleh Bapepam-LK yang mengatur tentang penyampaian informasi transaksi pihak berelasi perusahaan merupakan salah satu mekanisme untuk mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan perlindungan pada investor.

4. Persyaratan Pengungkapan (*Disclosure requirement*)

Disclosure mengukur sejauh mana pengungkapan informasi disyaratkan untuk perusahaan yang mengeluarkan sekuritas.

5. Standar Litigasi (*Ligation standard*)

Litigation index adalah mengukur hak bagi investor untuk memperoleh ganti rugi dari pihak yang mengeluarkan sekuritas, direktur perusahaan, investment bank dan auditor ketika ada *disclosure* yang *misleading* mengenai perusahaan yang mengeluarkan sekuritas.

D. PRINSIP-PRINSIP CORPORATE GOVERNANCE

Prinsip yang banyak diacu oleh lembaga-lembaga *Corporate Governance* (CG) adalah prinsip yang dirumuskan *Organization for Economics Cooperation and Development* (OECD) yaitu: *fairness, accountability, reponsibility dan transparency*.

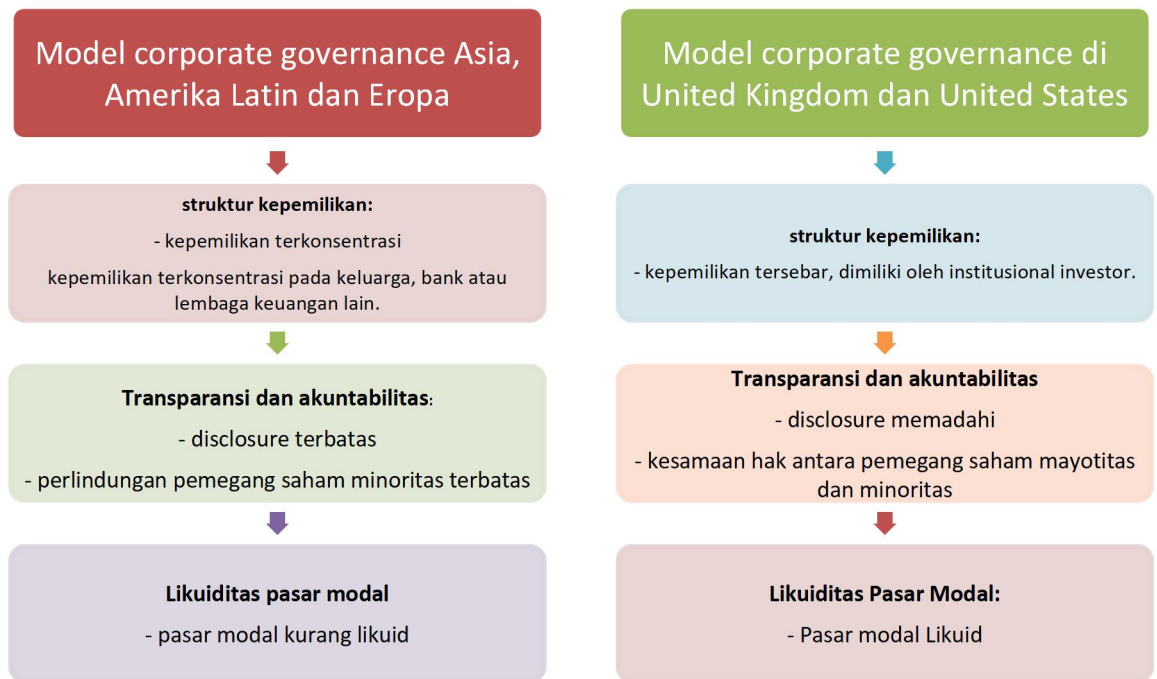
1. **Fairness.** Dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan *stakeholder* lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan. Dapat diartikan juga sebagai keadilan bagi kepentingan pemegang saham minoritas dari kecurangan, kesalahan perilaku *insider*.
2. **Accountability.** Perusahaan harus dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar. Untuk itu perusahaan harus dikelola secara benar, terukur dan sesuai dengan kepentingan perusahaan dengan tetap memperhitungkan kepentingan pemegang saham dan *stakeholder* lainnya. Akuntabilitas meliputi monitoring, evaluasi, dan pengendalian terhadap manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham dan pihak-pihak berkepentingan lainnya. Akuntabilitas dilaksanakan dengan adanya: (1) dewan komisaris, (2) dewan direksi, dan (3) komite audit dan komite fungsional lainnya.
3. **Responsibility** diartikan sebagai tanggung jawab perusahaan sebagai anggota masyarakat untuk mematuhi peraturan-peraturan yang berlaku dan pemenuhan terhadap kebutuhan-kebutuhan sosial.
4. **Transparency** menunjukkan tindakan perusahaan untuk dapat memberikan informasi yang dibutuhkan oleh seluruh *stakeholders*. Prinsip ini diwujudkan antara lain dengan mengembangkan sistem akuntansi yang berdasarkan standar akuntansi dan *best practices* yang menjamin adanya laporan keuangan dan pengungkapan yang berkualitas, mengembangkan teknologi informasi dan sistem informasi manajemen untuk menjamin adanya pengukuran kinerja yang memadai dan proses pengambilan keputusan yang efektif oleh dewan komisaris dan direksi, mengembangkan manajemen risiko yang memastikan bahwa semua risiko signifikan telah diidentifikasi, diukur, dan dapat dikelola pada tingkat toleransi yang jelas, dan mengumumkan jabatan yang kosong secara terbuka.

E. Mekanisme *Corporate Governance*

Mekanisme *corporate governance* berkaitan dengan bentuk konflik yang terjadi dalam perusahaan. Konflik terjadi karena pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Pengelola perusahaan cenderung mementingkan kepentingannya sendiri dibandingkan dengan kepentingan pemilik modal. Konflik yang timbul dan hubungan kerja antara dua pihak yaitu pemberi kerja (pemegang saham/prinsipal) dan pelaksana kerja (manajemen/agen) disebabkan dua hal: (1) masalah keagenan yang muncul karena perbedaan tujuan antara prinsipal dengan agen dan mahal biaya bagi prinsipal untuk memeriksa apa yang dikerjakan oleh agen, dan (2) masalah *risk sharing* yang muncul karena perbedaan preferensi risiko antara prinsipal dengan agen. Permasalahan timbul ketika prinsipal dan agent mempunyai preferensi tindakan yang berbeda karena perbedaan preferensi risiko. Misalnya agen lebih menyukai kompensasi berbasis laba dibanding harga saham. Bagi agen kompensasi berbasis laba memberikan risiko yang lebih kecil karena laba yang dilaporkan dapat dikontrol bahkan dimanipulasi agar target laba tercapai. Sedangkan kompensasi berdasarkan harga saham akan meningkatkan risiko bagi manajemen karena banyak faktor yang tidak dapat dikontrol oleh manajemen yang mempengaruhi pergerakan harga saham. Akan tetapi, prinsipal lebih menyukai kompensasi agen berdasarkan harga saham, agar tindakan yang diambil agen selaras dengan tujuan prinsipal yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa prinsipal dan agen melakukan tindakan yang berbeda karena perbedaan preferensi risiko.

Bentuk konflik yang berkembang akhir-akhir terutama di negara-negara dengan kepemilikan terkonsentrasi misalnya di Indonesia, Jepang, Korea, adalah konflik yang terjadi antara kepentingan pemegang saham pengendali dengan kepentingan pemegang saham minoritas. Kepemilikan terkonsentrasi mempunyai kekuatan melakukan pengendalian terhadap keputusan manajemen. Namun dilain pihak, kepemilikan terkonsentrasi menimbulkan masalah lain yaitu masalah antara mayoritas dan minoritas.

Konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajer lebih banyak ditemui pada perusahaan-perusahaan di United State (US) dan United Kingdom (UK), sedangkan perusahaan-perusahaan di negara selain kedua negara tersebut, konflik yang potensial bukan antara manajemen dengan pemegang saham semata, tetapi antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Konflik kepentingan tersebut umumnya disebut dengan “*expropriation problem*”. Lebih lanjut, di Asia, proteksi terhadap pemegang saham minoritas sangat terbatas sehingga pemegang saham mayoritas mempunyai kesempatan untuk melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Berikut gambar perbedaan karakteristik *corporate governance* di UK dan US dibanding Asia, Amerika Latin dan Eropa.



Gambar 4.3 Perbedaan karakteristik *corporate governance*

Berdasarkan dua bentuk konflik kepentingan tersebut, maka terdapat dua mekanisme *corporate governance* yaitu:

1. Mekanisme internal disusun untuk menyamakan kepentingan manajer dengan pemegang saham. Beberapa mekanisme internal yang digunakan untuk tujuan

mengendalikan masalah keagenan antara lain: dewan komisaris dan komite kompensasi eksekutif. Kontrak insentif jangka panjang juga dapat digunakan sebagai salah satu pilihan untuk menyelaraskan kepentingan pemilik dan manajemen

2. Mekanisme eksternal merupakan mekanisme yang disusun dalam rangka menjawab masalah konflik kepentingan pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Mekanisme eksternal dapat dibagi dalam 3 kategori, yaitu: mekanisme pasar, infrastruktur hukum dan perlindungan pemegang saham minoritas, dan kompetisi pasar produk. Keberadaan suatu pasar adalah sangat penting untuk mengetahui alokasi sumber daya yang efisien. Manajer yang tidak efisien akan dipindah dan digantikan oleh manajer yang lebih mampu. Infrastruktur hukum merupakan suatu mekanisme eksternal yang efektif yang menjamin bahwa investor memperoleh *return* yang wajar atas investasi yang dilakukan. Mekanisme eksternal lain adalah persaingan di pasar produk. Manajer yang tidak menghasilkan produk yang memuaskan, maka perusahaan akan mengalami kegagalan dalam pasar produk. Meningkatnya persaingan akan mengurangi perilaku manajer yang mengelola sumber daya secara tidak efisien.

Secara keseluruhan, mekanisme *corporate governance*, baik internal maupun eksternal membantu melindungi investor dan menjamin bahwa investor akan memperoleh *return* yang wajar atas investasi yang dilakukan. Mekanisme tersebut akan melindungi investor dari kepentingan manajer maupun pemegang saham pengendali.

F. Corporate Governance dan Tunneling

Corporate governance berbasis perspektif pemangku kepentingan dilakukan melalui berbagai kebijakan dan tindakan perusahaan yang mencerminkan komitmen perusahaan terhadap pemangku kepentingannya, yang meliputi perlindungan terhadap hak-hak pemegang saham (termasuk pemegang saham minoritas), proteksi terhadap hak-hak konsumen, perhatian terhadap komunitas, perlindungan hak-hak karyawan, hubungan baik dengan media, dan pelaporan tanggung jawab sosial perusahaan.

Dewan komisaris (*board of directors*) memainkan peran penting dalam tata kelola perusahaan yang memproteksi hak-hak pemegang saham. Dewan komisaris adalah suatu kelompok individu yang dipilih oleh para pemegang saham yang menjalankan tugas legal untuk menetapkan tujuan-tujuan perusahaan, mengembangkan kebijakan-kebijakan secara luas, dan memilih personil manajemen level puncak untuk menjalankan tujuan-tujuan dan kebijakan tersebut. Dewan komisaris juga mereview kinerja manajemen untuk memastikan bahwa perusahaan berjalan dengan baik dan kepentingan pemegang saham terproteksi.

Dewan komisaris sangat beragam dalam hal ukuran, komposisi, dan struktur untuk dapat melayani dengan baik kepentingan perusahaan dan pemegang saham. Terdapat sejumlah pola dalam hal ini. Lawrence dan Weber (2008) menyatakan bahwa berdasarkan survei terhadap praktik tata kelola perusahaan di sejumlah perusahaan ternama di Amerika, Eropa, dan Asia Pasifik, jumlah anggota dewan komisaris rata-rata berjumlah 11 orang. Jumlah komisaris perusahaan-perusahaan di Indonesia, Hongkong, dan China harus berjumlah minimal 1/3 dari seluruh anggota dewan. Ukuran dewan komisaris terbesar berada pada industri perbankan, asuransi, *aerospace*, dan farmasi; sedangkan ukuran dewan komisaris terkecil berada pada perusahaan-perusahaan berukuran kecil dan menengah, serta dalam industri teknologi tinggi, *retailing*, energi, dan perawatan kesehatan. Dari anggota dewan komisaris tersebut, pada umumnya tiga perempat merupakan komisaris independen (*outside directors*). Anggota dewan komisaris dapat meliputi direktur utama perusahaan lain, pemegang saham mayoritas, bankir, pegawai pemerintah, akademisi, perwakilan masyarakat, atau pensiunan eksekutif dari perusahaan lain. Sejumlah 84% dari perusahaan-perusahaan yang disurvei mempunyai sedikitnya satu orang perempuan dalam dewan komisarisnya, sedangkan 76% mempunyai setidaknya satu orang anggota dari kelompok etnis minoritas.

Kebanyakan dewan komisaris perusahaan melaksanakan pekerjaan mereka melalui komite-komite, di antaranya: komite audit (untuk mengawasi auditor intern dan ekstern); komite kompensasi (untuk menilai kompensasi direksi, komisaris, dan manajemen); komite nominasi (untuk menseleksi anggota direksi dan komisaris); komite kepatuhan (untuk memastikan ketaatan perusahaan terhadap hukum dan peraturan perundang-undangan); komite manajemen risiko (untuk pengawasan dan

manajemen risiko); komite eksekutif (untuk menilai kembali keputusan manajemen); komite asuransi (untuk menilai kebijakan asuransi perusahaan), komite etika (untuk menilai nilai-nilai etika perusahaan).

Tata kelola perusahaan yang dapat memproteksi hak-hak pemegang saham dijabarkan dalam suatu struktur dan proses berkaitan dengan dewan komisaris, dewan direksi, dan komite-komite terkait. Berbagai pedoman yang menjabarkan struktur dan proses ini dikembangkan oleh berbagai institusi, di antaranya *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) dan Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG). Struktur dan proses tata kelola perusahaan tersebut mencakup pengaturan komposisi, kualifikasi, frekuensi pertemuan minimal, tanggung jawab, dan hal-hal lain dari dewan komisaris, dewan direksi, dan komite-komite.

F.1 Peran Dewan Komisaris terhadap Pencegahan *Tunneling*

Dalam proses pembuatan keputusan, komisaris independen, komite audit dan auditor internal/eksternal mempunyai peran penting dalam mengawasi transaksi pihak berelasi. Prinsip OECD VI.D.6 merekomendasikan tugas utama dewan, diantaranya:

”monitoring and managing potential conflicts of interest of management, board members and shareholders, including misuse of corporate asset and abuse in related party transaction”

Anggota dewan dan eksekutif kunci memiliki kewajiban untuk menginformasikan setiap transaksi pihak berelasi yang menyebabkan konflik kepentingan, menyimpulkan transaksi berelasi dengan persetujuan dewan melalui sistem pemantauan yang efektif. Selain itu, dalam beberapa kasus, mungkin anggota dewan dapat

melarang direksi terlibat dalam transaksi tersebut. Perusahaan harus membangun dan mengungkapkan kebijakan pengawasan terhadap transaksi pihak berelasi agar pemegang saham minoritas dapat mengawasi dan memberikan persetujuan /tidak mengenai transaksi tersebut.

Komisaris Independen memiliki tugas sentral dalam membantu dewan memenuhi fungsi pengawasan transaksi pihak berelasi. Keputusan independen

merupakan hal utama dalam mengawasi transaksi berelasi dan meyakinkan bahwa transaksi tersebut adalah untuk kepentingan perusahaan dan seluruh pemegang saham. Bukti empiris menunjukkan bahwa komisaris independen berpartisipasi aktif dalam mengendalikan transaksi pihak berelasi. Dalam sebuah penelitian dengan sampel dari 782 perusahaan publik dari 22 negara, Dahya, Dimitrov dan McConnell (2007) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki proporsi komisaris independen lebih tinggi berhubungan dengan rendahnya kemungkinan melakukan transaksi pihak berelasi. Penelitian lain juga menemukan bahwa proporsi dewan komisaris berhubungan positif dengan kinerja keuangan, artinya semakin tinggi komisaris independen perusahaan maka semakin tinggi kinerja perusahaan (Brickley, Coles & Terry 1994; Byrd & Hickman 1992). Terkait dengan fungsi kontrol, penelitian Dechow, Sloan & Sweeney 1996 dan Beasley 1996 menemukan bahwa proporsi dewan komisaris berhubungan negative dengan tingkat kecurangan dalam laporan keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa komisaris independen dapat menjadi kekuatan penyeimbang bagi pengaruh pemegang saham pengendali, sehingga praktik *corporate governance* menjadi semakin baik.

F.2 Peran Auditor terhadap Pencegahan Tunneling

Audit tahunan atas laporan keuangan harus dilakukan oleh auditor independen, kompeten dan berkualitas. Auditor berperan dalam memberikan jaminan eksternal dan obyektif kepada anggota dewan dan pemegang saham, bahwa laporan keuangan menunjukkan posisi keuangan dan kinerja perusahaan yang dapat dipercaya.

Kompleksitas struktur kepemilikan grup dan keterkaitan usaha pada perusahaan-perusahaan di Asia memberikan tantangan bagi auditor untuk meningkatkan keingintahuan dan keraguan terhadap informasi material tentang transaksi pihak berelasi karena sebagian besar auditor bergantung pada informasi yang diberikan oleh manajemen.

Kemampuan auditor untuk waspada terhadap transaksi pihak berelasi yang mencurigakan sangat diperlukan. Terutama untuk memahami *counter-party* atau siapa pihak berelasi dalam transaksi ini. Dalam banyak kasus, transaksi pihak berelasi tidak

secara eksplisit diungkapkan, atau perusahaan mungkin melibatkan sejumlah perusahaan

induk, *special purpose company*, maupun pihak ketiga. Dalam beberapa kasus, manajemen membangun jaringan yang rumit untuk transaksi pihak berelasi agar keberadaannya sulit terdeteksi. Auditor harus siap untuk memeriksa secara rinci transaksi tersebut. Ini bukan tugas sederhana, rasa keingintahuan auditor akan membantu melaksanakan tugas tersebut.

Meskipun auditor eksternal memainkan peran penting, tetap terdapat kekhawatiran tentang independensi auditor. Perusahaan harus memastikan bahwa auditor yang dipilih independen, memiliki prosedur kontrol kualitas yang memadai dan melaksanakan tanggung jawab sesuai prosedur dan standar yang relevan.

Mekanisme '*whistle blower*' yang efektif dapat dibentuk oleh manajemen sebagai mekanisme pengendalian internal, mekanisme tersebut juga dinilai oleh auditor internal. Dalam beberapa kasus, manajemen dapat meminta *whistle-blower* untuk mengidentifikasi diri mereka atau mungkin menggunakan rute hotline *whistle blower* langsung ke dewan komisaris atau direksi. Regulator dan legislator harus untuk memberikan perlindungan hukum bagi *whistle blower*, yang mana laporan dibuat dengan itikad baik.

G. Apakah Corporate Governance Efektif Mencegah Tunneling?

Berbagai literatur (Hacimahmutoglu, 2007; Bozec & Bozec, 2007; Hansen, 2006; Lemmon & Lins, 2003; OECD, 2004; Herwidayatmo, 2000; Beiner *et al.*, 2006; Deakin *et al.*, 2006; Rabelo & Vasconcelos, 2002, Morck *et al.*, 2005) menyoroti pentingnya proteksi terhadap pemegang saham minoritas. Elemen-elemen *corporate governance* yang dinyatakan dapat memberikan proteksi terhadap pemegang saham minoritas adalah:

1. Terdapat prosedur RUPS, peraturan tentang kuorum RUPS, dan informasi yang harus disediakan bagi seluruh pemegang saham.

2. Pengungkapan informasi mengenai transaksi-transaksi penting, merger, divisi, perubahan bentuk hukum, renumerasi direksi, peningkatan dan penurunan modal.
3. Satu saham satu suara (*one share one vote*).
4. Peraturan/pembatasan atas *multiple voting rights*, saham-saham dengan *preferential rights*.
5. Restriksi terhadap transfer saham.
6. Perlindungan pemegang saham minoritas dari *expropriasi* pemegang saham pengendali. Beberapa bentuk perlindungan bagi pemegang saham minoritas yang diusulkan mencakup:
 - a. Pengungkapan transaksi antar perusahaan dalam satu grup.
 - b. Pengungkapan pemilik perusahaan dan pemegang kontrol atas perusahaan.
 - c. Pemegang saham minoritas mendapat hak investigasi khusus, dan hak untuk menunjuk auditor minoritas.
 - d. Distribusi kepemilikan saham dan kepemilikan oleh institusional.

Dalam tata kelola perusahaan berbasis perspektif pemangku kepentingan, perusahaan berkewajiban untuk menyejajarkan (*align*) kepentingan pemegang saham dengan kepentingan dari kelompok-kelompok pemangku kepentingan lainnya (misalnya karyawan, pelanggan, komunitas, dan sebagainya). Keseimbangan dari berbagai kepentingan tersebut merupakan hal utama dalam manajemen modern berbasis perspektif pemangku kepentingan. Namun demikian, walaupun pemegang saham tidak lagi dipandang sebagai satu-satunya kelompok pemangku kepentingan perusahaan, kepentingan dan kebutuhan pemegang saham tetap merupakan hal utama bagi keberhasilan operasi perusahaan.

Petanyaan yang timbul, apakah mekanisme *corporate governance* mampu mencegah dan mendeteksi aktivitas *tunneling*? Aktivitas *tunneling* menyebabkan kerugian pada perusahaan yang di-tunnel dan pemegang saham minoritas. *Tunneling* menyebabkan berpindahnya sumberdaya dari perusahaan dan pemegang saham minoritas kepada pemegang saham mayoritas atau pengendali.

Ratna (2013) menemukan bahwa beberapa perusahaan yang melakukan *tunneling* adalah perusahaan dengan rating terpercaya menurut indeks persepsi *corporate governance* 2011 (*corporate governance* perception indeks)

Hal ini konsisten dengan penelitian Cheung et al. (2009a) bahwa variabel struktur kepemilikan perusahaan di Hongkong tidak dapat membedakan perusahaan yang melakukan transaksi berelasi yang merusak nilai dan yang tidak. Hal ini disebabkan karena secara umum struktur kepemilikan perusahaan di Hongkong terkonsentrasi dan memiliki karakteristik *corporate governance* yang sama. Temuan ini menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance* ternyata belum efektif dalam memberikan perlindungan kepada pemegang saham minoritas dari aktivitas *tunneling* oleh pemegang saham pengendali.

H. Apakah mekanisme Country Governance Efektif Mencegah Tunneling?

Seperti telah dibahas pada sub-bab diatas, Mekanisme *corporate governance* juga dipengaruhi oleh *country governance*. Negara dapat diklasifikasikan berdasarkan tingkat *country governance* berdasarkan parameter berikut:

- a. Perlindungan hak investor. Mekanisme *governance* yang melindungi pemegang saham minoritas dari konflik keagenan dengan pemegang saham mayoritas.
- b. Kualitas *Disclosure*. Mekanisme yang menyediakan pengungkapan yang berkualitas bagi pihak pengguna informasi. *Disclosure* index diukur dengan jumlah dan kualitas pengungkapan oleh perusahaan mengenai informasi kompensasi, struktur kepemilikan hingga kepemilikan ultimat, dan transaksi-transaksi pihak berelasi. .
- c. Penegakan Hukum, Penegakan hukum diukur dengan efisiensi sistem hukum, dan indeks korupsi.

Berdasarkan parameter diatas, Negara dapat diklasifikasikan kedalam 3 cluster yaitu Negara dengan tingkat *country governance* tinggi, sedang dan rendah. Tabel 4.1 menunjukkan klasifikasi Negara berdasarkan tingkat *country governance*. Malaysia,

Hongkong and Singapura adalah Negara dengan perlindungan investor tinggi, kualitas *disclosure* yang baik dan penegakan hukum kuat. Sedangkan Japan dan Korea berada pada tingkat perlindungan investor sedang. Indonesia merupakan Negara dengan perlindungan investor rendah, kualitas *disclosure* yang buruk dan penegakan hukum yang rendah (Francis and Wang, 2006).

Table 4.1 Klasifikasi Negara berdasarkan Tingkat *Governance*

Countries	Outside Investor Right	Legal enforcement	Important Equity Market	<i>disclosure</i> Index	cluster (1:high, 3 low)
Korea	2	5.6	11.7	62	2
Japan	4	9.2	16.8	65	2
Malaysia	4	7.7	25.3	76	1
Taiwan	3	7.4	13.3	65	2
Indonesia	2	2.9	4.7	n.a.	3
Hongkong	5	8.9	28.8	69	1
Singapore	4	8.9	28.8	78	1

Cheung et al. (2006) menemukan bahwa perusahaan Hong Kong yang banyak melakukan transaksi pihak berelasi yang melanggar aturan bursa dan mempunyai kualitas pengungkapan yang buruk adalah perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi dan mempunyai kepemilikan ultimat di China. Perbedaan system legal di China dan Hongkong membuka peluang bagi perusahaan untuk memindahkan aset antar Negara. Hongkong merupakan Negara dengan tingkat perlindungan tinggi, dibanding China. Hukum di Hongkong tidak dapat diterapkan di China sehingga kecil kemungkinan investor Hongkong dapat mengambil kembali asset yang sudah di-*tunnel* ke China.

Pertanyaannya, apakah level *country governance* telah efektif dalam mencegah *tunneling*? Berdasarkan beberapa bukti empiris, *Tunneling* tidak hanya terjadi di negara dengan tingkat *country governance* rendah tetapi juga di negara dengan tingkat *country*

governance tinggi (Johnson et al., 2000a). Berikut ini beberapa contoh kasus *tunneling* yang terjadi di Negara-negara dengan sistem *governance* yang baik dan yang tidak.

CNOOC, Ltd., di Hongkong

Pada pertemuan luar biasa bulan Maret 2007, Perusahaan CNOOC Ltd di Hongkong mencari persetujuan dari pemegang saham untuk menyimpan dana selama tiga tahun dengan di perusahaan CNOOC Ltd Finance. Kedua perusahaan tersebut dikendalikan oleh perusahaan milik negara induk China National Offshore Oil Corporation. Pemegang Saham khawatir bahwa transaksi pihak berelasi tersebut akan meningkatkan risiko perusahaan. Pada pertemuan tersebut, lebih dari 52 persen pemegang saham independen memilih menentang resolusi itu, memaksa perusahaan untuk menarik kembali uang yang telah disimpan dengan CNOOC Finance Ltd

Coca-Cola

Ilustrasi kasus di Amerika Serikat yang menunjukkan indikasi *asset tunneling* yaitu transaksi antara Coca-Cola (Coke) dan Coca-Cola *Enterprises* (Bottling). Bisnis utama Bottling adalah melakukan pengisian botol dan mendistribusikan produk Coke. Awalnya Coke memiliki 100% Bottling tetapi dijual 51% pada publik melalui IPO pada akhir 1986. Coke memilih memiliki Bottling di bawah 50% sehingga tidak harus memasukkan laporan keuangan Bottling dalam laporan keuangan konsolidasi. Coke mengklaim tidak mengontrol Bottling, meskipun mendekati kepemilikan mayoritas. Mayoritas direktur Bottling merupakan eksekutif, pemegang saham mayoritas dan konsultan di Coke. Manager Coke mempunyai insentif untuk memindahkan keuntungan dari Bottling (yang mana perusahaan induk memegang 49%) ke Coke sehingga memperbaiki kinerja Coke dengan mengorbankan Bottling. Perbaikan kinerja Coke tersebut akan menguntungkan manager Coke melalui peningkatan kompensasi.

Coke melakukan penjualan aset berwujud (berupa peralatan) dan tidak berwujud (berupa *franchise right*) pada Bottling. Transaksi tersebut menimbulkan pertanyaan apakah Bottling membeli aset tersebut di atas nilai wajar. Tahun 1997,

hampir 2/3 aset Bottling adalah *intangible franchise right* yang dibeli dari Coke (Meyer et al., 1999 dalam Atasanov et al., 2008). Pembelian aset Coke di atas nilai wajar oleh Bottling akan mengurangi ROA karena peningkatan biaya depresiasi dan peningkatan nilai aset. Tabel 4.2 berikut menunjukkan perbandingan antara metrik keuangan Bottling relatif terhadap perusahaan lain dalam industri yang sama.

Tabel 4.2
Perbandingan Kinerja Keuangan *Bottling* dan Perusahaan Lain (*peers*)

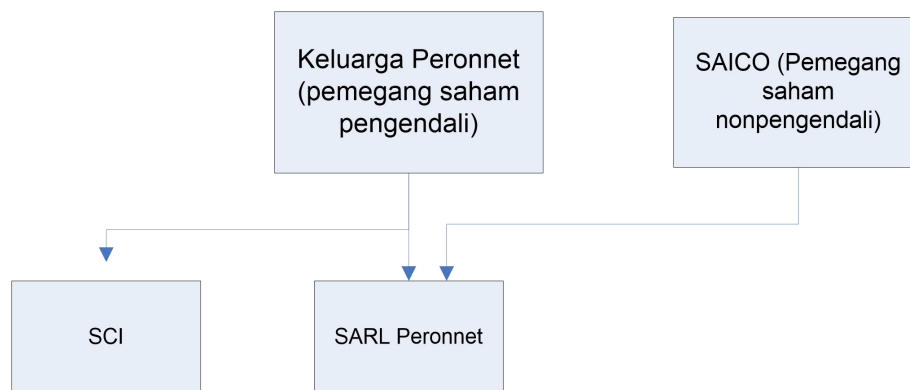
	Bottling Rata-rata	Peers Rata-rata
Margin laba kotor	0,467	0,372
Operating margin (EBIT/sales)	0,075	0,090
EBITDA/Asset	0,101	0,139
ROA (EBIT/Asset)	0,053	0,095
Tobin's q	1,248	1,642
Price/Earnings	44,503	29,206

Sumber: Atasanov et al., 2008

Bottling mempunyai margin laba kotor lebih tinggi relatif terhadap *peernya* tetapi *operating margin* dan ROA lebih rendah terhadap *peernya*. Pembelian aset Coke di atas nilai wajar menyebabkan rendahnya nilai ROA. Rendahnya ROA tersebut karena aset Bottling dinilai terlalu tinggi sedangkan laba yang akan datang menurun karena peningkatan biaya depresiasi. Pola ini konsisten dengan *asset tunneling* (Atasanov et al., 2008)

SARL Peronnet

SARL merupakan perusahaan Perancis yang dikontrol oleh keluarga Peronnet. SAICO adalah pemegang saham nonpengendali di SARL Peronnet. Direktur SARL berasal dari keluarga Peronnet. Keluarga Peronnet mendirikan perusahaan baru yaitu SCI. SCI dimiliki oleh anggota keluarga Peronnet. Berikut adalah struktur kepemilikan SARL Peronnet.

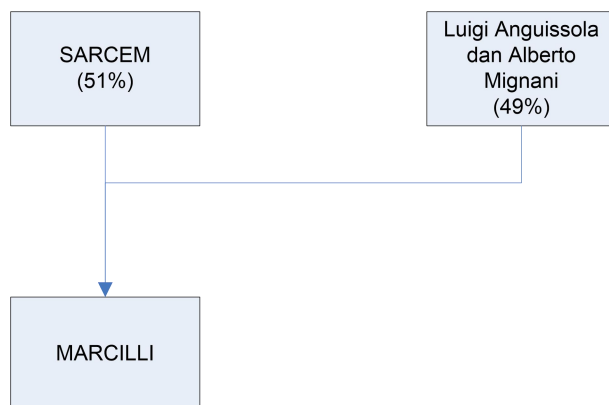


Gambar 4.4 Struktur Kepemilikan SARL Peronnet

SCI membeli tanah dan mengambil kredit dari SARL untuk membangun gudang. Kemudian, SCI menyewakan gudang tersebut pada SARL Peronnet yang sedang ekspansi bisnis. SCI menggunakan pendapatan sewa gudang tersebut untuk membayar pinjaman. SAICO berargumen bahwa Keluarga Peronnet mengorbankan *opportunity* SARL Peronnet (dengan membangun gudang) dan mengorbankan pemegang saham nonpengendali. Alasan penolakan pengaduan SAICO oleh pengadilan di bawah hukum Perancis antara lain: Pertama, keputusan Peronnet untuk membayar gudang SCI tidak melawan kepentingan sosial, hal ini dibuktikan dengan fakta bahwa penjualan SARL Peronnet meningkat pada periode tersebut. Kedua, pengadilan menyatakan bahwa ekspansi SARL Peronnet menguntungkan SAICO juga. Pembangunan gudang melalui SAICO tidak semata-mata menguntungkan pemegang saham mayoritas. Akan tetapi, pengadilan di US dan UK mencurigai keluarga Peronnet melakukan ekspropriasi pada pemegang saham nonpengendali kecuali mereka dapat menunjukkan bahwa harga transaksi sewa sesuai dengan harga transaksi *arm's length* melalui penilaian independen atau disetujui oleh komisaris independen (Johnson et.al., 2000a)

Marcilli

Berikut ini adalah ilustrasi *tunneling* pada kasus *transfer pricing* perusahaan Marcilli. Marcilli adalah pembuat mesin di Itali. Saham Marcilli dimiliki Sarcem sebesar 51%, sedangkan 49% dimiliki dua pemegang saham nonpengendali yaitu Luigi Anguissola dan Alberto Mignani. Struktur kepemilikan Marcilli dapat dilihat pada gambar berikut ini:



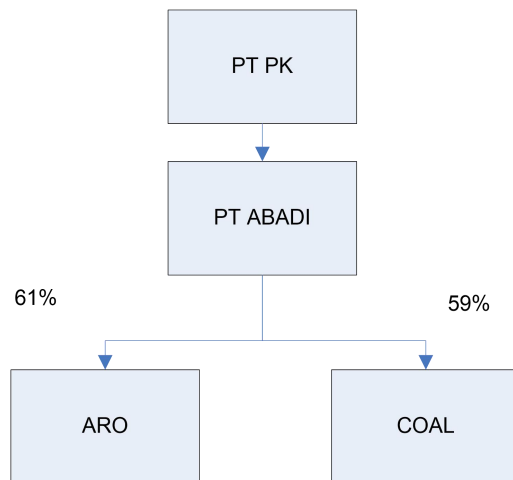
Gambar 4.5 Struktur Kepemilikan Marcilli

CEO Sarcem juga merupakan presiden direktur di Marcilli. Alberto Mignani (pemegang saham nonpengendali) menuntut Sarcem karena beberapa kebijakan perusahaan merugikan pemegang saham nonpengendali, misalnya: (1) melarang Marcilli melakukan ekspor langsung produknya dan harus melalui Sarcem, (2) Sarcem melakukan *mark up* pada penjualan kembali produk Marcilli, sehingga meningkatkan keuntungan Sarcem dan menurunkan *market share* Marcilli, (3) membebani Marcilli dengan biaya yang tinggi atas jasa yang diberikan oleh Sarcem, dan (4) tidak membayar produk Marcilli tepat waktu (Johnson et al., 2000a). Transaksi Marcilli dengan pihak Sarcem (pemegang saham pengendali) merupakan *tunnel* untuk mentransfer sumber daya perusahaan dari Marcilli ke Sarcem, sehingga merugikan pemegang saham nonpengendali.

ARO

Salah satu kasus di Indonesia yang terindikasi *tunneling* yaitu kasus *transfer pricing* antara ARO¹⁵ dengan perusahaan afiliasinya, COAL. Struktur kepemilikan ARO tahun 2005 dapat dilihat pada Gambar 2.4 berikut:

¹⁵ Penggunaan kode untuk alasan etis



Gambar 4.6 Struktur Kepemilikan ARO tahun 2005 (sebelum IPO)

ARO menjual batubara di bawah harga wajar ke perusahaan afiliasinya di Singapura, COAL. COAL merupakan perusahaan *trading* di Singapura. COAL membeli batubara dari ARO seharga \$32 per ton, kemudian menjual kembali pada harga pasar saat itu yaitu \$95 per ton. Transaksi tersebut menyebabkan laba ARO turun. Pada tahun 2005 laba ARO tercatat sebesar US\$ 697,1 juta. Akan tetapi, jika dihitung pada harga pasar seharusnya laba ARO sebesar US\$1,287 miliar. Sedangkan COAL sanggup mencetak laba bersih pada tahun 2005 sebesar US\$ 42,4 juta, meskipun hanya dikelola oleh lima orang. Transaksi tersebut menyebabkan transfer keuntungan dari ARO di Indonesia ke COAL Singapura. Transfer keuntungan tersebut memberikan keuntungan bagi pemegang saham pengendali berupa penghematan pajak karena tarif pajak di Singapura lebih rendah dibanding di Indonesia (KPMG, 2010), meskipun mengorbankan kepentingan pemegang saham nonpengendali ARO (39%).

MI

Perusahaan Publik di Indonesia yaitu MI¹⁶ terindikasi melakukan aktivitas *tunneling* dalam bentuk manipulasi harga jual batubara. KC menggunakan *special purpose company* yaitu RL yang berada di *Cayman Island* untuk melakukan transfer keuntungan.

KC dan RL merupakan anak perusahaan MI. GB merupakan pemilik ultimat MI. KC tidak menjual batubara secara langsung kepada pembeli potensial, tetapi menjualnya melalui RL. Batubara dijual kepada RL di bawah harga wajar, hal ini menyebabkan laba KC menurun. Kemudian, RL menjual kembali batubara pada harga pasar, sehingga laba RL meningkat. KC merupakan perusahaan yang *di-tunnel* karena penjualan batubara di bawah harga wajar kepada RL menyebabkan berpindahnya laba KC kepada pemegang saham pengendali. Pemegang saham nonpengendali KC yaitu pemerintah daerah K dirugikan akibat transaksi tersebut, sedangkan pemegang saham pengendali (GB) secara keseluruhan diuntungkan karena kerugian di KC dapat tertutup oleh keuntungan yang diperoleh dari RL. Transaksi tersebut tergolong sebagai *cash flow tunneling* karena (1) transaksi tersebut menyebabkan transfer sumber daya berupa aset lancar keluar perusahaan, (2) transaksi tersebut menguntungkan pemegang saham pengendali dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham non pengendali. Transaksi *cash flow tunneling* tersebut juga merupakan upaya penghindaran beban pajak secara substansial dengan cara *men-tunnel* keuntungan dari Indonesia ke Cayman Island yang merupakan negara *tax heaven*. Motivasi pemegang saham pengendali untuk memindahkan keuntungan dari KC ke RL karena hak aliran kas¹⁷ di RL lebih besar dibanding hak aliran kas di KC¹⁸.

¹⁶ Penggunaan kode untuk alasan etis

¹⁷ Hak aliran kas adalah klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan (La Porta et al., 1999).

¹⁸ Hak aliran kas MI pada KC adalah $(100\% \times 24,5\%) + (99,9\% \times 32,4\%) + (100\% \times 24,5\%)$
= 81%. Hak aliran kas MI pada RL adalah $(100\% \times 100\%) = 100\%$

Kasus Satyam Computer Services di India

Pada tanggal 16 Desember 2008, dewan direksi Satyam (sekarang Mahindra Satyam) menyetujui akuisisi Maytas Properties dan Maytas Infrastruktur untuk \$ 1300000000 dan \$ 300 juta. Kedua Properti Maytas dan Maytas Infra adalah entitas yang terkait dengan B. Ramalinga Raju, pendiri dan chairman & CEO of Satyam. Kecurigaan atas transaksi pihak berelasi tersebut terkait dengan penilaian dari dua perusahaan yang akan diakuisisi, waktu, metode pembayaran, sehingga menyebabkan pengawasan yang lebih besar pada Satyam oleh investor dan penghentian usulan akuisisi penawaran. Setelah kejadian tersebut, empat direktur independen mengundurkan diri dan pada tanggal 7 Januari 2009, Raju mengungkapkan \$1M penipuan akuntansi dan mengundurkan diri sebagai ketua & CEO of Satyam dan mengakui bahwa dimasa lalu ia telah mengelembungkan cadangan kas dan melebih-lebihkan pendapatan.

Sementara transaksi pihak berelasi mungkin bukan penyebab penipuan. Akan tetapi, keberadaan transaksi pihak berelasi dapat menarik perhatian dan pada gilirannya membantu investor dan regulator dalam mengungkap perilaku yang tidak pantas lainnya. Dalam kasus Satyam, situasi memfokuskan perhatian pada standar tata kelola di India, proses untuk menyetujui transaksi pihak terkait, dan menggambarkan dampak yang lebih luas bahwa transaksi pihak berelasi terhadap ekonomi nasional dan persepsi integritas pasar.

BAB V

PERLINDUNGAN INVESTOR DAN MODEL PENILAIAN TUNNELING

A. PERLINDUNGAN INVESTOR

Dari perspektif investor ada dua hal yang menjadi perhatian utama tentang transaksi pihak berelasi yaitu **pertama**, bagaimana mereka dapat memonitor transaksi berelasi dan **kedua** opsi apa yang dapat mereka lakukan ketika transaksi pihak berelasi yang telah dilakukan adalah untuk tujuan oportunistik. Jika *disclosure* tepat waktu, komprehensif dan akurat maka pemegang saham dapat memonitor transaksi pihak berelasi.

Pengawasan transaksi berelasi yang merupakan transaksi kegiatan utama perusahaan seperti transaksi penjualan/pembelian barang/jasa yang skalanya kecil dan berulang sulit dilakukan. Hal ini menimbulkan peluang bagi perusahaan untuk memecah transaksi besar menjadi beberapa transaksi yang lebih kecil untuk menghindari persyaratan persetujuan pemegang saham.

Di Indonesia, Bapepam-LK mewajibkan persetujuan dari pemegang saham independen dan pengungkapan transaksi pihak berelasi kecuali transaksi yang merupakan kegiatan utama perusahaan. Di satu sisi, pengecualian tersebut untuk tujuan efisiensi agar perusahaan dapat melakukan kegiatan utamanya tanpa terbebani dengan kewajiban pengungkapan, akan tetapi disisi lain, hal tersebut menyebabkan risiko untuk terjadi *tunneling* melalui transaksi yang berulang dan merupakan kegiatan utama perusahaan sangat besar.

Di Hongkong dan China, transaksi pihak berelasi diklasifikasikan kedalam beberapa kategori:

1. Transaksi berelasi yang terbebas dari kewajiban pelaporan, pengumuman dan persetujuan para pemegang saham independen
2. Transaksi pihak berelasi yang terbebas dari persyaratan persetujuan pemegang saham independen;
3. Transaksi berelasi yang berkelanjutan yang terbebas dari kewajiban pelaporan, pengumuman dan persetujuan para pemegang saham independen
4. Transaksi pihak berelasi yang merupakan transaksi berkelanjutan yang terbebas dari persyaratan persetujuan pemegang saham independen
5. Transaksi pihak berelasi yang merupakan transaksi berkelanjutan yang tidak termasuk dalam kategori diatas.

Perlindungan kepada investor pada tindakan *tunneling* dapat diklasifikasikan kedalam 2 bentuk yaitu: perlindungan secara *ex-ante* dan perlindungan *ex-post*. Perlindungan *ex-ante* untuk menghalangi terjadinya *tunneling*. Perlindungan *ex-post* untuk memastikan cara yang efektif bagi pemegang saham untuk memperoleh perlindungan hukum.

A.1 Perlindungan secara Ex-Ante (sebelum terjadi *tunneling*)

A.1.a Disclosure

Sesuai dengan PSAK 7 No.2010, transaksi pihak berelasi harus diungkapkan dalam hal:

- Sifat dari hubungan dengan pihak-pihak yang berelasi,
- Informasi mengenai transaksi dan saldo, termasuk komitmen yang diperlukan untuk memahami potensi dampak hubungan tersebut dalam laporan keuangan.
- Sekurang-kurangnya, pengungkapan meliputi: nilai transaksi, jumlah saldo, termasuk komitmen dan penyisihan piutang ragu-ragu terkait dengan jumlah saldo tersebut; dan beban yang diakui selama periode dalam hal piutang ragu-ragu atau penghapusan piutang dari pihak pihak yang berelasi.

A.1.b Persetujuan Pemegang saham

Di Indonesia, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam dan LK) mengklasifikasikan transaksi berelasi menjadi 2 kategori yaitu transaksi transaksi afiliasi dan transaksi yang mengandung benturan kepentingan. Penilaian mengenai apakah suatu transaksi merupakan transaksi yang mengandung benturan kepentingan atau tidak diserahkan kepada masing-masing perusahaan. Bapepam dan LK mewajibkan perusahaan yang melakukan transaksi yang mengandung benturan kepentingan untuk mendapatkan persetujuan terlebih dahulu dari RUPS pemegang saham independen¹⁹. Bapepam dan LK No.1X.E.1 menyatakan bahwa transaksi yang merupakan kegiatan usaha utama perusahaan dikecualikan dari kewajiban dilaporkan kepada masyarakat dan Bapepam dan LK.

Di Singapura, untuk melakukan transaksi yang berulang dan transaksi yang merupakan kegiatan utama perusahaan, perusahaan harus meminta persetujuan umum dari pemegang saham. Secara khusus pada *Chapter 9 of the Listing Rules (Rule 920(1))* menyatakan bahwa perusahaan harus meminta persetujuan umum dari pemegang saham untuk melakukan transaksi pihak berelasi yang berulang yang diperlukan untuk operasi sehari-hari perusahaan, kecuali transaksi pembelian atau penjualan asset. Persetujuan tersebut harus diperbarui setiap tahun. Ketika persetujuan untuk membuat persetujuan umum transaksi pihak berelasi dari pemegang saham, perusahaan harus mengungkapkan:

- a. Pihak-pihak berelasi
- b. Sifat transaksi
- c. Alasan, manfaat dan risiko transaksi pihak berelasi
- d. Metode atau prosedur untuk menentukan harga transaksi
- e. Pendapat dari penasihat keuangan independen untuk menilai apakah metode atau prosedur penentuan harga transaksi telah cukup untuk menjamin bahwa

¹⁹ Pemegang saham independen adalah pemegang saham yang tidak mempunyai benturan kepentingan sehubungan dengan suatu transaksi tertentu dan/atau bukan merupakan afiliasi dari anggota direksi, anggota komisaris atau pemegang saham utama yang mempunyai benturan kepentingan atas transaksi tertentu.

transaksi dilakukan sesuai transaksi normal dan tidak merugikan pemegang saham minoritas.

- f. Pendapat dari komite audit jika terdapat perbedaan pendapat dengan penasihat keuangan independen.
- g. Pernyataan dari perusahaan bahwa akan mematuhi persetujuan umum yang baru jika metode yang ada pada poin (d) menjadi tidak pantas
- h. Pernyataan bahwa pihak-pihak yang berelasi akan abstain dari proses voting untuk memperoleh persetujuan transaksi

Di China, pada transaksi yang berulang, perusahaan harus mendapatkan persetujuan pemegang saham untuk penjualan aset atau penggunaan aset sebagai jaminan senilai 30% dari total nilai aset perusahaan. Selain itu, rapat pemegang saham harus dihadiri minimal 2/3 dari total pemegang saham. Komisaris independen harus menandatangani setiap transaksi pihak berelasi yang lebih besar dari 5% total aset atau lebih dari \$415,000 dan pihak-pihak yang berelasi harus abstain dari proses pemungutan suara. Harga untuk transaksi berelasi harus sama dengan harga pada transaksi dengan pihak ketiga.

A.1.c Ambang Batas Transaksi Pihak Berelasi

Penentuan ambang batas minimal transaksi yang harus mendapat persetujuan pemegang saham dan kewajiban pengungkapan. Ilustrasi alternative ambang batas untuk menentukan ambang batas transaksi pihak berelasi terlihat pada table 5.1 berikut:

Tabel 5.1 Ilustrasi Penentuan Ambang Batas Transaksi Pihak Berelasi

	Pendekatan Rasio
Batas Minimal	Transaksi yang kurang dari 0.099% dari nilai Aset Bersih.
Kewajiban Pengungkapan	Jika Transaksi antara 0.1% net aset dan 2.49% Aset Bersih.
Kewajiban Persetujuan Pemegang Saham	Jika Transaksi lebih dari atau sama dengan 2.5% dari Aset Bersih.

Sumber: OECD, 2009

Ilustrasi diatas dapat digunakan sebagai contoh penentuan ambang batas. Badan pembuat keputusan dapat membuat alternatif ambang batas menggunakan rasio yang berbeda, ataupun titik potong yang berbeda. Misalnya, Singapura menggunakan rasio *Net Tangible Asset* (NTA) sebagai *benchmark*. Transaksi berelasi yang lebih besar dari 3% NTA harus diungkapkan ke publik dan transaksi yang lebih besar dari 5% NTA harus memperoleh persetujuan pemegang saham.

Hal yang terpenting adalah kerangka legal dalam mengatur transaksi pihak berelasi, termasuk batas materialitasnya. Dalam beberapa kasus, transaksi pihak berelasi dilakukan dibawah ambang batas akan tetapi berulang, sehingga perlu dilakukan uji materialitas apakah transaksi tersebut material bagi pihak lain. Perlu dipertimbangkan untuk membuat 2 ambang batas yaitu untuk transaksi pihak berelasi yang berulang dan transaksi yang tidak berulang.

A.2 Perlindungan secara ex-Post

Perlindungan secara *ex-post* dilakukan dengan cara memberikan perlindungan hukum bagi pemegang saham khususnya bagi pemegang saham minoritas. Pemegang saham minoritas harus dilindungi dari penyalahgunaan transaksi pihak berelasi oleh pemegang saham pengendali.

Di China, pada tahun 2006 Revisi Hukum Perusahaan secara signifikan memperkuat hak-hak pemegang saham di Cina. Menurut Revisi Hukum Perusahaan, setiap pemegang saham (atau kelompok pemegang saham) memegang 1 persen atau lebih saham perusahaan selama 180 hari berturut-turut mampu membawa gugatan terhadap manajemen, direksi atau pengawas atas nama mereka sendiri atau atas nama perusahaan untuk mewakili perusahaan yang dirugikan. Selain itu, pemegang saham dapat membawa tuntutan atas nama perusahaan melawan direktur atau senior manajer yang telah merugikan kepentingan pemegang saham. Selain itu, pemegang saham dapat melakukan tindakan terhadap pemegang saham pengendali yang telah menyebabkan kerugian yang dialami perusahaan.

Di Indonesia, Hukum Perusahaan memberikan pemegang saham hak untuk mengajukan gugatan terhadap perusahaan jika mereka mengalami kerugian sebagai

akibat dari perlakuan yang tidak adil yang timbul dari keputusan yang dibuat oleh Rapat Umum Pemegang Saham, komisaris atau direksi. Selain itu, Hukum Pasar Modal juga menyatakan bahwa setiap orang yang menderita kerugian yang timbul dari pelanggaran hukum ini dapat menuntut kompensasi, atau klaim serupa, terhadap orang atau orang-orang yang bertanggung jawab atas pelanggaran tersebut. . Meskipun penegakan hukum pada peraturan ini belum teruji, namun keberadaannya telah menambahkan dukungan untuk hak-hak pemegang saham minoritas dan ganti rugi di Cina dan Indonesia.

B. Tujuh Langkah Menilai Transaksi Pihak Berelasi

Transaksi Pihak berelasi dapat digunakan untuk tujuan ekonomi atau untuk tujuan oportunistik. Sesi ini bertujuan untuk memberikan pedoman bagi stakeholders (pemegang saham, auditor, regulator, masyarakat, dsb) untuk mendeteksi penyalahgunaan transaksi pihak berelasi.

Berikut ini adalah ilustrasi transaksi pihak berelasi yang terjadi di Sebuah Perusahaan Publik di Indonesia.

Ilustrasi 5.1: Penyalahgunaan Transaksi Berelasi PT ED

Sebuah perusahaan publik di Indonesia yaitu PT ED melalui DD melakukan transaksi dengan MM, keduanya merupakan perusahaan sepengendalian. PT ED melalui anak perusahaanya (DD) membeli 99,9% saham DTA dan 99,9% saham DTI. DTA dan DTI adalah anak perusahaan MM. PT Publik juga melunasi seluruh utang TA dan TI kepada MM.

Ketika melakukan penilaian apakah transaksi PT ED merupakan tunneling, maka perlu diperhatikan beberapa hal berikut:

B.1 Siapa pihak-pihak berelasi yang melakukan transaksi?

Dalam ilustrasi 5.1 diatas, PT ED melakukan transaksi berelasi dengan MM melalui DD. Dalam catatan atas laporan keuangan PT ED, pengungkapan transaksi diatas sangat minim:

PT ED menandatangani perjanjian jual beli saham dan subrogasi untuk mengakuisi DTA dan DTI dari MM dengan jumlah transaksi AS\$0,8 juta. Transaksi ini dikategorikan sebagai transaksi dengan perusahaan afiliasi karena PT ED dan MM dikendalikan secara tidak langsung oleh pemegang saham yang sama.

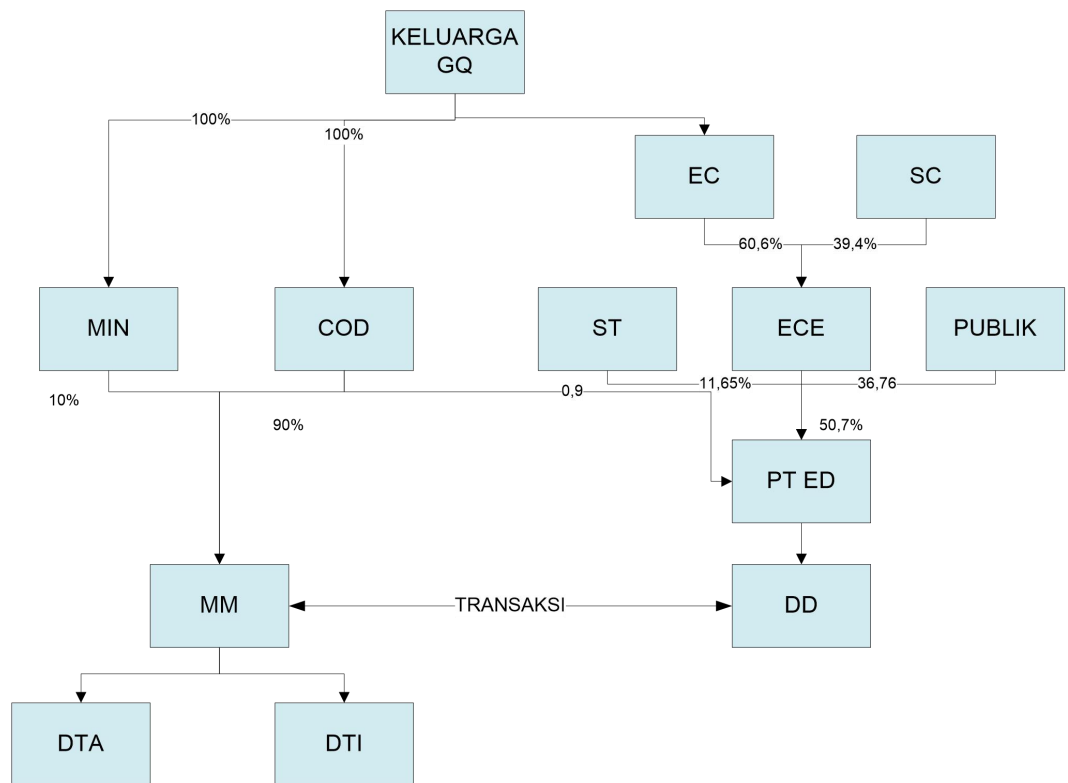
Pengungkapan transaksi berelasi tersebut tidak memberikan penjelasan secara rinci, hal-hal yang tidak diungkapkan antara lain:

- ♦ hubungan kepemilikan antara pihak-pihak yang berelasi,
- ♦ tidak ada pengungkapan alasan pembelian saham DTA dan DTI
- ♦ Tidak ada penjelasan mengenai gambaran kinerja DTA dan DTI, jika ternyata DTA dan DTI adalah perusahaan yang menderita kerugian, mengapa harus dibeli oleh PT ED?
- ♦ Tidak ada perincian penggunaan nilai transaksi sebesar \$0,8 juta. Padahal sesungguhnya, sebagian besar nilai transaksi tersebut digunakan untuk membayar hutang DTA dan DTI.

Minimnya informasi yang diungkapkan ke publik menyebabkan pengguna laporan keuangan harus mencari informasi lebih lanjut mengenai siapakah sebenarnya pihak-pihak yang berkepentingan dalam transaksi diatas?

Laporan keuangan di Indonesia hanya mengungkapkan struktur kepemilikan intermediate yaitu struktur kepemilikan langsung dalam perusahaan publik yang ditunjukkan oleh persentase kepemilikan saham dan tidak mengungkapkan struktur kepemilikan ultimat. Kepemilikan ultimat merupakan kepemilikan langsung dan tidak langsung pada perusahaan publik. Kepemilikan langsung menggambarkan persentase saham yang dimiliki pemegang saham atas nama dirinya sendiri, sedangkan kepemilikan tidak langsung adalah kepemilikan terhadap sebuah perusahaan publik melalui rantai kepemilikan. Dengan mengetahui struktur kepemilikan ultimat, kita bisa mengetahui mata rantai kepemilikan dan mengetahui siapa sebenarnya yang mengontrol pihak-pihak yang bertransaksi tersebut.

Berikut adalah informasi struktur kepemilikan ultimat PT ED, yang mana informasi tersebut tidak didapat dari laporan keuangan perusahaan.



Berdasarkan struktur kepemilikan ultimat PT ED, Kedua belah pihak yang bertransaksi dikontrol oleh keluarga GQ. Keluarga GQ mempunyai total hak aliran kas di MM sebesar 100% sedangkan total hak aliran kas di PT ED sebesar 50,7%. Perbedaan hak aliran kas tersebut merupakan dorongan bagi perusahaan untuk men-*tunnel* sumber daya dari perusahaan hak aliran kas rendah (PT Publik) ke perusahaan hak aliran kas tinggi (MM), melalui transfer kas untuk pelunasan utang dan pembelian anak perusahaan MM. Meskipun anak perusahaan MM (DTA dan DTI) merupakan perusahaan yang merugi.

Selain dimiliki oleh pemegang saham pengendali yang sama, MM dan PT ED juga memiliki kesamaan komisaris dan direktur. Beberapa Komisaris dan direktur di PT ED dan MM merupakan anggota keluarga pemegang saham pengendali.

B.2 Aset apa yang ditransfer?

Aset yang ditransfer dapat berupa kas, piutang, jasa, aset tetap, aset tidak berwujud dan ekuitas.

Pada ilustrasi transaksi PT ED, aset yang ditransfer adalah kas melalui pembayaran utang pihak berelasi. Berikut ini adalah beberapa contoh transaksi kepada pihak berelasi :

Ilustrasi 5.2: Transaksi Service Agreement dengan pihak berelasi

PT International Nickel Indonesia pada tahun 2011 menandatangani service agreement dengan Vale Malaysia. Keduanya dibawah pengendali yang sama. Nilai transaksi US\$108. 152,07/bulan.

Ilustrasi 5.3: Transaksi Aset Tak Berujud dengan pihak berelasi

PT Matahari Putra Prima (MPP) menggunakan hak milik intelektual PT Pacific Utama (PU). Nilai pembayaran royalty sebesar 0,3% dari penjualan. Ganesh Chander Grover, presiden komisaris MPP merupakan Komisaris Independen di DIT

Dalam hal penyediaan jasa, partisipan pasar hendaknya memahami pada jasa yang diberikan, parameter kewajaran nilainya dan jangka waktu penggunaan jasa

Ilustrasi 5.4: Transaksi Pemberian Jaminan Piutang kepada pihak berelasi

PT International Property Paradise (IPP) memberikan jaminan piutang PT International Property. PT International Property dimiliki IPP sebesar 55%. Terdapat kesamaan komisaris dan direktur di kedua pihak.

Pada transaksi pemberian jaminan piutang kepada pihak berelasi, masyarakat perlu mencari informasi mengenai kepentingan pemegang saham pengendali pada transaksi tersebut. Dengan struktur rantai kepemilikan, pemegang saham pengendali seringkali sulit terdeteksi. Pada intinya, pelaku pasar hendaknya memahami aset apa yang ditransfer dan apa kepentingan pemegang saham pengendali pada transaksi tersebut.

B.3 Bagaimana Penilaian Aset?

Penilaian Aset dilakukan oleh Kantor Jasa Penilai. Kantor jasa penilai akan memberikan penilaian kewajaran nilai transaksi dengan menggunakan dasar penilaian tertentu dan aset yang dapat diperbandingkan sebagai dasar penilaian. Meskipun dasar penilaian yang

digunakan sudah dinyatakan dalam laporan tertulis, akan tetapi ada beberapa hal yang harus dicermati antara lain:

- a. Apakah Kantor Jasa Penilai memiliki rekam jejak yang baik.
- b. Menggunakan dasar penilaian yang dapat dipertanggungjawabkan
- c. Menggunakan aset yang dapat diperbandingkan secara tepat
- d. Memberikan informasi yang cukup mengenai dasar penilaian.

B.4 Apakah terdapat pihak-pihak yang berkonflik?

Dalam menilai transaksi pihak berelasi, perlu dipertimbangkan pihak-pihak yang mempunyai konflik kepentingan. Terutama jika melibatkan personel manajemen kunci dan komisaris, serta pemegang saham pengendali.

Ilustrasi 5.5: Transaksi Pembelian Aset dari Pihak Berelasi

PT CHAROEN POKPHAND INDONESIA (CPI) membeli tanah dari PT SHS Indonesia senilai RP75.468juta. PT CPI dimiliki PT CENTRAL AGROMINA sebesar 55% dan masyarakat sebesar 45%. Kedua perusahaan dikendalikan oleh KELUARGA JIARAVANON. Keluarga Jiaravanon memiliki saham PT SHS sebesar 97% secara tidak langsung melalui rantai kepemilikan. Selain memiliki pemegang saham pengendali yang sama, keduanya memiliki kesamaan komisaris dan direktur.

Transaksi PT CPI tersebut akan berpotensi terjadi konflik kepentingan, Jika pembelian aset oleh PT CPI dilakukan diatas harga wajar. Pembelian aset diatas harga wajar akan merugikan PT CPI dan menguntungkan PT SHS. Pemegang saham CPI, terutama Masyarakat sebagai pemegang saham minoritas CPI akan dirugikan. Demikian juga direktur dan komisaris PT CPI. Akan tetapi Direktur dan komisaris PT CPI juga merupakan direktur dan komisaris PT SHS, sehingga mereka akan menerima keuntungan dari transaksi tersebut melalui PT SHS. Selain itu perlu diperhatikan struktur kepemilikan ultimat perusahaan, jika keluarga Jiaravanon memiliki kepemilikan dan hak aliran kas lebih tinggi di PT SHS dibanding PT CPI, maka transaksi diatas harga wajar akan sangat menguntungkan pemegang saham pengendali.

B.5 Mengapa Aset Ditransfer? Mengapa sekarang?

Memahami mengapa aset harus ditransfer sekarang? Sangat berguna untuk mengidentifikasi peyalahgunaan transaksi pihak berelasi. Memang tidak mudah memahami mengapa transaksi dilakukan saat ini. Jika terdapat indikasi bahwa transaksi pihak berelasi menguntungkan pihak berelasi dan merugikan perusahaan publik, maka pemegang saham harus mempertanyakan hal-hal berikut:

- ♦ Mengapa aset diperdagangkan? Dalam beberapa kasus, aset diperdagangkan untuk alasan ‘diversifikasi’
- ♦ Mengapa perusahaan publik melakukan ‘diversifikasi’ kedalam aset yang kebetulan dimiliki oleh pemegang saham pengendali?
- ♦ Mengapa sekarang atau saat ini merupakan waktu yang tepat untuk melakukan transaksi.
- ♦ Jika pasar sedang mengalami kelesuan, mengapa perusahaan harus sekarang menjual aset pada pihak berelasi? Jika bisa menunggu beberapa waktu kedepan, penjualan aset perusahaan mungkin akan berpotensi dinilai lebih tinggi dibanding harga saat ini.

Dalam beberapa kasus, transaksi pihak berelasi terjadi karena pemegang saham pengendali ingin mentransfer sumber daya ke perusahaan lain dalam satu pengendalian yang sedang mengalami kerugian. Pada dasarnya memahami waktu terjadinya transaksi sangat penting dalam menilai transaksi pihak berelasi.

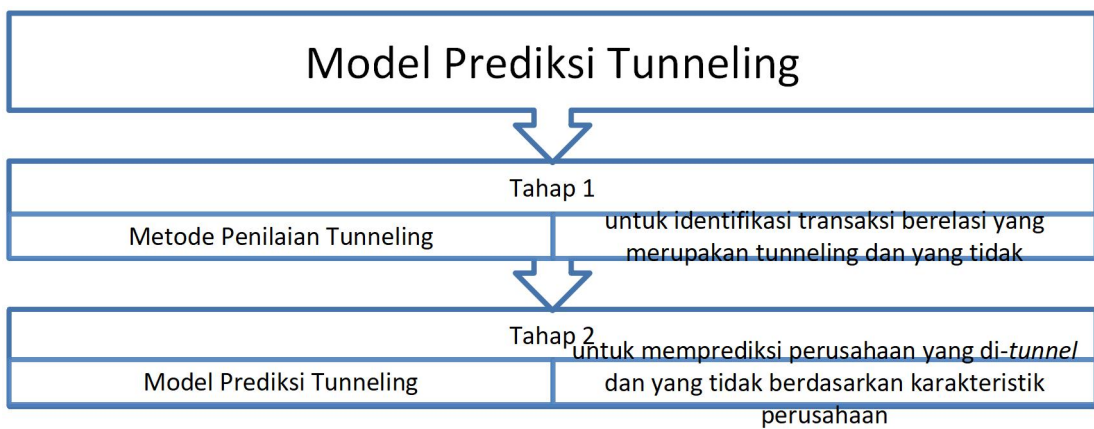
C. Model Prediksi Tunneling

Keterbatasan informasi dan regulasi mengenai transaksi pihak berelasi menyebabkan kesulitan bagi pengguna laporan keuangan untuk menilai apakah transaksi pihak berelasi dilakukan untuk tujuan ekonomi atau oportunistis. Oleh karena itu, perlu dibangun model prediksi *tunneling*.

Saat ini belum terdapat model prediksi *tunneling* Model prediksi *tunneling* perlu dibentuk agar pengguna laporan keuangan dan stakeholders perusahaan dapat membedakan transaksi berelasi yang dilakukan untuk tujuan ekonomis dan untuk

tujuan *tunneling*. Pembentukan model prediksi meliputi dua tahap. **Tahap pertama**, membuat metode penilaian *tunneling* untuk identifikasi transaksi pihak berelasi yang merupakan *tunneling* dan yang tidak. **Tahap kedua**, membangun model yang mampu memprediksi secara benar perusahaan yang *di-tunnel* dan tidak berdasarkan karakteristik perusahaan.

Pembentukan model prediksi *tunneling* dilakukan berdasarkan data transaksi afiliasi dan benturan kepentingan tahun 2009-2010. Pembentukan model dilakukan melalui dua tahap seperti terlihat pada tampilan berikut:



C.1 Metode Penilaian *Tunneling*

Tahap pertama dalam pembentukan model prediksi *tunneling* adalah identifikasi transaksi pihak berelasi yang merupakan *tunneling* dan yang tidak. Transaksi pihak berelasi dikategorikan sebagai *tunneling* jika mempunyai karakteristik berikut:

1. *Abnormal return* negatif pada saat pengumuman transaksi berelasi. Penelitian Cheung et al. (2006) dan Cheung et al. (2009b) menunjukkan perusahaan mengalami return negatif pada saat pengumuman transaksi berelasi yang dikategorikan sebagai *tunneling*. Abnormal return adalah selisih antara return sesungguhnya dan return ekspektasi, rumus return abnormal sebagai berikut:

$$\text{AbnReturn} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Return ekspektasi menggunakan mean-adjusted model, yaitu:

$$E(R_{i,t}) = \frac{\sum_{t1}^{t100} R_{ij}}{T}$$

2. Transaksi berelasi masuk dalam kategori transaksi *tunneling* berdasarkan klasifikasi Cheung et al.(2006) dan Cheung et al. (2009b).

- | | |
|------------------------|---|
| a.Pembelian aset | Transaksi pembelian aset berwujud/tidak berwujud oleh perusahaan <i>go publik</i> dari pihak berelasi atau dari perusahaan privat yang dikontrol oleh pihak tersebut. |
| b.Penjualan aset | Transaksi penjualan aset berwujud/takberwujud oleh perusahaan publik pada pihak berelasi atau pada perusahaan privat yang dikontrol oleh pihak tersebut |
| c.Penjualan ekuitas | Transaksi yang meliputi penjualan saham perusahaan pada pihak berelasi atau perusahaan privat yang dikontrol oleh pihak tersebut |
| d.Hubungan perdagangan | Transaksi yang meliputi perdagangan barang dan jasa antara perusahaan publik dan pihak berelasi atau perusahaan privat yang dikontrol oleh pihak tersebut. |
| e.Pembayaran kas | Transaksi yang meliputi pembayaran kas langsung oleh perusahaan publik pada pihak berelasi atau perusahaan privat yang dikontrol oleh pihak tersebut atau kepada anak perusahaan. Contoh transaksi pembayaran kas yaitu pemberian pinjaman atau jaminan kas oleh perusahaan publik untuk utang yang dimiliki oleh pihak berelasi atau perusahaan privat yang dikontrol oleh pihak tersebut. |

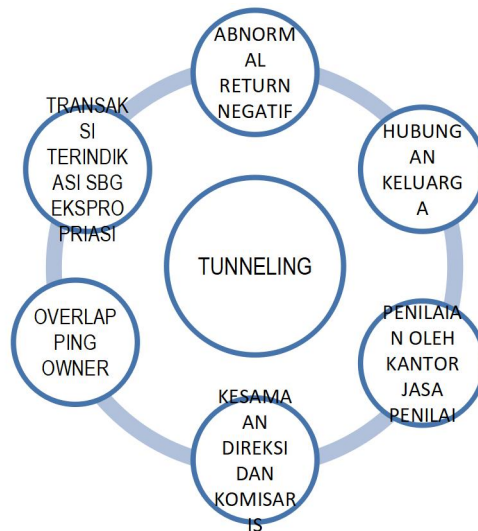
3. Terdapat *overlapping owner* yaitu kesamaan pemegang saham pengendali antara perusahaan dan pihak berelasi.



Goranova (2007) menemukan bahwa *overlapping owner* akan mentransfer sumber daya dari perusahaan hak aliran kas rendah ke perusahaan hak aliran kas tinggi. Beberapa kasus yang terindikasi *tunneling* seperti pada Kasus Coca Cola, SARL Peronnet dan Marcili juga terdapat *overlap owner*. *Overlap owner* akan mentransfer sumberdaya dari perusahaan *cash flow right* rendah ke perusahaan *cash flow right* tinggi, maka kecenderungan *tunneling* semakin tinggi.

4. Terdapat kesamaan direksi dan komisaris antara perusahaan dan perusahaan berelasi. Kesamaan personil manajemen kunci memberikan peluang adanya penggunaan kekuasaan untuk mengatur kebijakan keuangan maupun operasional perusahaan, sehingga memperoleh manfaat dari aktivitas tersebut. Beberapa kasus yang terindikasi *tunneling* seperti Kasus Coca Cola, SARL Peronnet dan Marcili juga terdapat kesamaan direksi dan komisaris.
5. Terdapat hubungan keluarga antara pihak-pihak yang melakukan transaksi.
6. Transaksi tersebut tidak dinilai oleh Kantor Jasa Penilai. Peraturan Bapepam-LK mewajibkan perusahaan untuk mengumumkan transaksi afiliasi dan benturan kepentingan kepada publik. Laporan tersebut harus memuat pendapat kewajaran transaksi dari Kantor Jasa Penilai. Transaksi yang tidak disertai laporan penilaian oleh Kantor Jasa Penilai, mempunyai indikasi digunakan sebagai *tunneling* karena tidak terdapat penilaian kewajaran transaksi.

Rerangka dasar metode penilaian *tunneling* dapat ditampilkan/divisualisasikan sebagai berikut:



Gambar 5.1 Tampilan Rerangka Dasar Metode Penilaian *Tunneling*

C.2 Transaksi *Tunneling*

Berdasarkan metode penilaian *tunneling*, berikut ini adalah contoh transaksi yang terindikasi sebagai *tunneling*. Dalam contoh kasus *tunneling*, penulis menggunakan kode (bukan menggunakan nama sesungguhnya) karena penilaian sebuah perusahaan yang di-*tunnel* atau tidak didasarkan pada metode penilaian yang digunakan dalam buku ini. Meskipun dibangun berdasarkan kajian teoritis dan diskusi dengan pihak yang berwenang membuat regulasi dan akademisi, namun penulis tidak melakukan konfirmasi dengan perusahaan yang bersangkutan. Oleh karena itu, peneliti menggunakan kode untuk alasan etis.

Kasus Cash Flow tunneling PT ED

Sesuai ilustrasi 5.1, Sebuah perusahaan publik di Indonesia yaitu PT ED melalui DD melakukan transaksi dengan MM, keduanya mempunyai pemegang saham pengendali yang sama yaitu keluarga GQ. Selain dimiliki oleh pemegang saham pengendali yang sama, MM dan ED juga memiliki kesamaan komisaris dan

direktur. Selain itu, komisaris dan direksi dijabat oleh anggota keluarga dari pemegang saham pengendali.

Pada tanggal 26 Juni 2009, PT ED melalui anak perusahaannya (DD) telah menandatangani perjanjian jual beli dengan MM untuk membeli 99,9% saham DTA dan 99,9% saham DTI. PT ED juga melunasi seluruh utang DTA dan DTI kepada MM. Total transaksi jual beli dan subrogasi yang disepakati sejumlah US\$886.013. Sejumlah US\$75.122 digunakan untuk membeli saham DTA dan DTI dan US\$810.891 digunakan untuk pelunasan hutang DTA dan DTI kepada MM.

Keluarga GQ mempunyai total hak aliran kas di MM sebesar 100% sedangkan total hak aliran kas di PT ED sebesar 50,7%. Hak aliran kas pemegang saham pengendali lebih besar di MM dibanding pada perusahaan publik PT ED, perbedaan hak aliran kas tersebut merupakan dorongan bagi perusahaan untuk men-*tunnel* sumber daya dari perusahaan hak aliran kas rendah (PT ED tbk) ke perusahaan hak aliran kas tinggi (MM).

PT ED dan MM/DTI/DTA merupakan pihak berelasi karena kedua entitas memiliki pengendalian bersama dan mempunyai kesamaan personel manajemen kunci. PT ED mengeluarkan kas sebesar US\$810.891 untuk pelunasan utang DTA dan DTI. Selain itu, PT ED mengeluarkan kas sebesar US\$75.122 untuk membeli DTI dan DTA meskipun DTI dan DTA mempunyai kinerja yang tidak baik. DTI adalah perusahaan yang mempunyai rugi bersih senilai (Rp5.257.128.705,) dan DTA mempunyai rugi bersih senilai (Rp734.908.351).

Transaksi PT ED dikategorikan sebagai transaksi yang terindikasi *tunneling* berdasarkan indikator:

1. Terdapat *abnormal return* negatif pada saat pengumuman transaksi sebesar -0,01079. Penurunan nilai perusahaan tersebut menyebabkan kerugian pada perusahaan yang di-*tunnel* dan pemegang saham minoritas.
2. Cheung et al. (2009a) mengkategorikan transaksi pembayaran kas kepada pihak berelasi sebagai transaksi *tunneling*. Transaksi yang dilakukan PT ED tergolong sebagai transaksi pembayaran kas kepada pihak berelasi. PT ED mengeluarkan kas untuk membeli saham dan membayar utang DTI dan DTA kepada MM. PT ED membeli saham perusahaan yang mempunyai kinerja keuangan buruk dan mengalami kesulitan membayar utang pada MM. Transaksi tersebut secara

keseluruhan menguntungkan pemegang saham pengendali karena aliran kas keluar dari PT ED, yang mana pemegang saham pengendali (GQ) mempunyai hak aliran kas rendah, mengalir ke MM, yang mana pemegang saham pengendali (GQ) memiliki hak aliran kas tinggi. Transaksi tersebut menyebabkan kerugian pada perusahaan publik (PT ED) dan pemegang saham non pengendali karena menyebabkan penurunan nilai perusahaan.

3. Terdapat *overlapping owner*. Perusahaan (PT ED) dan pihak berelasi (MM) dimiliki oleh pemilik yang sama yaitu keluarga GQ.
4. Terdapat kesamaan personel manajemen kunci.

Kasus Tunneling PT AI melalui Pemberian dan Penghapusan Piutang Pihak Berelasi

Transaksi cash flow *tunneling* juga bisa dilakukan melalui pemberian piutang maupun penghapusan piutang pihak berelasi. Berikut ini adalah ilustrasi kasus yang terindikasi sebagai cash flow *tunneling* melalui penghapusan piutang pihak berelasi. Perusahaan publik dengan kode PT AI mempunyai piutang afiliasi kepada INC. INC merupakan perusahaan asosiasi yang dimiliki PT AI sebesar 50%. Laporan Keuangan INC tidak dikonsolidasikan pada laporan keuangan PT AI. PT AI dan INC juga mempunyai kesamaan personel manajemen kunci, presiden komisaris INC merupakan presiden direktur di PT AI, presiden direktur INC merupakan direktur di PT AI, komisaris di INC juga merupakan komisaris di PT AI.

Piutang tersebut merupakan pinjaman modal kerja sehubungan dengan kesulitan keuangan yang dialami INC. PT AI memberikan piutang tanpa bunga, tanpa jaminan dan tidak ditentukan jangka waktu pembayarannya. Piutang diberikan sejak tahun 2005. Pada tanggal 11 November 2010 perusahaan mengumumkan penghapusan piutang tersebut. Pada sekitar tanggal pengumuman, perusahaan mengalami CAR negatif sebesar -0,006689. Berdasarkan metode penilaian *tunneling*, transaksi tersebut terindikasi *tunneling* dengan indikator yang digunakan:

1. Terdapat *abnormal return* negatif pada saat pengumuman transaksi sebesar -0,006689. Penurunan nilai perusahaan tersebut menyebabkan kerugian pada perusahaan dan pemegang saham non-pengendali.
2. PT AI dengan INC memiliki kesamaan komisaris dan direktur.
3. Transaksi berelasi yang dilakukan PT AI berupa penghapusan piutang pihak berelasi tergolong sebagai transaksi yang terindikasi *tunneling* berdasarkan penelitian Cheung et al. (2006).

Berikut ini adalah hasil klasifikasi transaksi pihak berelasi berdasarkan model penilaian *tunneling* berdasarkan data tahun 2009-2010.

Tabel 5.2
Hasil Klasifikasi Transaksi berdasarkan Model Penilaian *Tunneling*
Tahun 2009-2010

TRANSAKSI		JUMLAH
CASH FLOW <i>TUNNELING</i> :		
1	PENGHAPUSAN PIUTANG	7
2	PIUTANG	9
3	JAMINAN PIUTANG	8
4	PEMBAYARAN JASA	4
5	SEWA MENYEWAWA	2
Jumlah		30 (40,5%)
ASSET <i>TUNNELING</i>		
1	PEMBELIAN ASET (<i>tunneling in</i>)	7
2	PENJUALAN (<i>tunneling out</i>)	18
Jumlah		25 (34%)
EQUITY <i>TUNNELING</i>		3 (4%)
PROPPING²⁰		16 (21,5%)

Transaksi yang terindikasi *cash flow tunneling* antara lain penghapusan piutang berelasi (7 transaksi), jaminan piutang berelasi (8 transaksi), piutang berelasi (9 transaksi), pembayaran jasa berelasi (4 transaksi) dan sewa menyewa berelasi (2 transaksi). Transaksi yang terindikasi *asset tunneling* yaitu pembelian/penjualan aset antar pihak berelasi berjumlah 25 transaksi. *Equity tunneling* berjumlah 3 transaksi dan *propping* berjumlah 16 transaksi.

²⁰ Transaksi *propping* merupakan transaksi yang menguntungkan perusahaan publik, misalnya penerimaan kas

C.3 Model Prediksi *Tunneling*

Langkah kedua, membangun model prediksi *tunneling* untuk memprediksi secara benar perusahaan yang di-*tunnel* dan tidak berdasarkan karakteristik perusahaan. Pembentukan model prediksi menggunakan *Discriminant Analysis* (MDA) untuk memprediksi keanggotaan grup.

Analisis ini memerlukan sampel pembanding yaitu perusahaan yang sedikit melakukan transaksi berelasi yang terindikasi *tunneling* (perusahaan non *tunneling*). Mayoritas perusahaan di Indonesia melakukan transaksi pihak berelasi, maka perusahaan non *tunneling* harus memenuhi seluruh syarat-syarat berikut:

Tabel 5.3
Kriteria Sampel Pembanding (Non *Tunneling*)

No	Karakteristik perusahaan non <i>tunneling</i>
1	Rasio transaksi penjualan berelasi kurang dari 0,00014. Nilai ini di bawah rata-rata transaksi penjualan berelasi seluruh perusahaan publik di Indonesia sebesar 0,1218
2	Rasio transaksi pembelian berelasi kurang dari 0,000124. Nilai ini di bawah rata-rata transaksi pembelian berelasi seluruh perusahaan publik di Indonesia 0,6790
3	Rasio transaksi piutang berelasi kurang dari 0,000124. Nilai ini di bawah rata-rata transaksi piutang berelasi seluruh perusahaan publik di Indonesia 0,2475
4	Net Income positif. <i>Tunneling</i> bertujuan untuk transfer sumber daya, sehingga perusahaan dengan NI positif akan mempunyai peluang untuk melakukan <i>tunneling</i> dibanding perusahaan dengan NI negatif.

Analisis MDA digunakan untuk memprediksi perusahaan yang di-*tunnel* atau tidak.

Persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$D = \beta_1 KM + \beta_2 KID + \beta_3 KIA + \beta_4 KP + \beta_5 KN + \beta_6 KK + \beta_7 ROA + \beta_8 PM \dots (1)$$

Variabel Dependen:

D: variabel kategorikal. Kategori 1 untuk perusahaan yang di-*tunnel*, kategori 0 untuk lainnya. Klasifikasi didasarkan pada metode penilaian *tunneling*.

Variabel Independen

1. Struktur Kepemilikan yang terdiri dari: kepemilikan manajemen, kepemilikan institusi domestik, kepemilikan institusi asing, kepemilikan publik, dan kepemilikan negara.

a. KM: Proporsi kepemilikan manajemen.

Secara teoritis, ketika proporsi kepemilikan manajemen rendah, maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan meningkat. Kepemilikan manajemen dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dengan manajemen (Jensen and Meckling, 1976).

Oleh karena itu, diekspektasi bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajemen rendah akan memiliki kecenderungan untuk melakukan tindakan ekspropriasi melalui *tunneling*, dibanding perusahaan dengan kepemilikan manajemen tinggi.

b. KID: Proporsi Kepemilikan Institusi Domestik

Bricley, Lease and Smith (1988) menemukan bahwa investor institusi melakukan monitoring lebih baik dibanding dengan investor lainnya. Bathala, Moon and Rao (1994) menunjukkan bahwa tingkat kepemilikan manajemen dan kepemilikan institusi secara bersama-sama dapat mengurangi biaya keagenan.

Selain memberikan manfaat, investor besar juga dapat menimbulkan kerugian. Shleifer dan Vishny (1997) menemukan bahwa investor besar merepresentasikan kepentingan mereka sendiri. Gunarsih (2002) menyatakan bahwa di negara-negara sedang berkembang, kepemilikan institusi domestik dalam jumlah besar justru mempresentasikan kepentingan mereka sendiri dan mengorbankan kepentingan pemegang saham minoritas. Hasil penelitian Gunarsih (2002) menemukan bahwa kepemilikan perusahaan oleh institusi domestik berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, diduga bahwa perusahaan yang di-*tunnel* memiliki kepemilikan institusi domestik yang besar dibanding yang tidak.

c. KIA: kepemilikan institusi asing

Khanna dan Palepu (1999) menemukan bahwa di *emerging market*, lembaga investasi domestik lebih lemah dalam melakukan kegiatan monitoring dibanding lembaga asing. Kinerja perusahaan secara positif berhubungan dengan kepemilikan institusi asing dan secara negatif dengan kepemilikan institusi domestik. Khanna dan Palepu (1999) menyimpulkan bahwa lembaga investasi asing memberikan fungsi monitoring yang lebih baik pada saat *emerging market* berinteraksi dengan perekonomian global.

d. KP: Kepemilikan publik (masyarakat)

Di negara maju, perusahaan dengan kepemilikan luas oleh publik merupakan hal yang lazim. Di negara berkembang, kepemilikan perusahaan didominasi oleh lingkungan keluarga dekat. Pada kepemilikan terkonsentrasi, dimungkinkan bagi insider untuk melakukan pengendalian secara ketat terhadap perusahaan, meskipun di sisi lain juga memungkinkan terjadinya ekspropriasi oleh insider terhadap pemegang saham luar dan penyedia modal lainnya.

Berbeda dengan perusahaan di Amerika Serikat dan Inggris yang mempunyai struktur kepemilikan tersebar, struktur kepemilikan di Indonesia pada umumnya terkonsentrasi pada beberapa anggota keluarga yang hubungannya sangat dekat. Sebagian besar perusahaan yang berafiliasi (*interlocking*) dikendalikan oleh keluarga yang sama. Jika kepemilikan tersebar, konflik kepentingan terjadi antara pemilik dan pengelola perusahaan. Sedangkan pada kepemilikan terkonsentrasi, konflik kepentingan terjadi antara pemilik mayoritas (*controlling shareholder*) dengan pemegang saham minoritas (*minority shareholders*).

Shleifer and Vishny (1997) berargumen bahwa konflik keagenan yang fundamental adalah antara minoritas dengan pemegang saham mayoritas/pengendali yang hampir sepenuhnya mengendalikan para manajer. Jensen dan Meckling (1976) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan korporasi akan mempengaruhi sifat permasalahan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham minoritas dan antar pemegang saham. Pada kepemilikan saham tersebar, permasalahan keagenan berupa konflik antara pemegang saham luar dengan manajemen. Dalam situasi demikian, pemegang

saham luar (masyarakat) akan lebih memiliki keinginan dan kemampuan untuk melakukan monitoring secara ketat dalam rangka mendisiplinkan manajemen. Di Indonesia dengan pola kepemilikan terkonsentrasi pada pihak tertentu dan lingkungan keluarga yang sangat dekat (insider), membuka peluang terjadinya ekspropriasi oleh insider terhadap pemegang saham luar.

e. Kepemilikan Negara

Perusahaan yang dikontrol oleh Negara rentan terhadap tunnelling (Bai et al. 2004). In Di Indonesia, misalnya, dalam beberapa situasi, Direkksi BUMN ditunjuk secara politis oleh partai yang berkuasa dan menjadikan BUMN sebagai sapi perah bagi partai yang berkuasa.

2. KK: klasifikasi kepemilikan

Kepemilikan perusahaan publik diklasifikasikan menjadi dua, yaitu perusahaan dengan kepemilikan tersebar dan perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi. Perusahaan terkonsentrasi adalah perusahaan yang memiliki pemegang saham pengendali. Perusahaan tersebar adalah perusahaan yang tidak mempunyai pemegang saham pengendali.

3. Kinerja Keuangan.

Dalam penelitian ini kinerja keuangan yang digunakan adalah profit margin dan *return on assets* (ROA).

a. Return on Asset

$$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

b. Profit margin

$$\text{Profit Margin} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Penjualan}}$$

C.4 Perbedaan Karakteristik Perusahaan Berdasarkan Metode Prediksi Tunneling

Langkah selanjutnya adalah membuat model prediksi perusahaan yang di-*tunnel* dan yang tidak berdasarkan karakteristik perusahaan. Berdasarkan data amatan tahun 2008-2010, berikut adalah klasifikasi industri perusahaan sektor riil yang melakukan *tunneling* dan tidak.

Tabel 5.4
Klasifikasi Industri

IDX Industry Classification	Number of Being-Tunneled Companies	Number of Not-Tunneled Companies
Agriculture	1	2
Mining	11	17
Basic Industry and Chemicals	12	19
Miscellaneous Industry	3	5
Consumer Goods Industry	14	22
Property, Real Estate and Building Construction	1	1
Infrastructure, Utilities and Transportation	3	5
Trade, Services and Investment	10	16
Total	55	87

Industri pertambangan, industri barang-barang konsumsi, industri dasar dan kimia, industri jasa merupakan sektor industri yang banyak terjadi transaksi pihak berelasi yang terindikasi tunnelling.

Tabel 5.5 disajikan deskripsi karakteristik perusahaan antara perusahaan yang di-*tunnel* dan yang tidak.

Tabel 5.5
 Deskripsi karakteristik perusahaan yang *di-tunnel* dan yang tidak

Variable	Being-tunneled companies (N=55)					Not-tunneled companies (N=87)				
	Mean	Max	Min	Median	SD	Mean	Max	Min	Median	SD
Ownership Classification (dummy)	.8511	1	0	1	.415	.704	1	0	1	.415
Independent Board (proportion)	.0122	.40	.00	.004	.058	.0036	.01	.00	.0033	.002
Audit Committee (number)	2.10	5	1	3	1.6	2.26	5	0	3	1.48
Managerial Ownership (proportion)	.0547	.64	.00	.00	.16	.0212	.16	.00	.00	.04
Foreign Institutional Ownership (proportion)	.289	.99	.00	.13	.34	.258	1.00	.00	.128	.305
Domestic Institutional Ownership (proportion)	.361	.99	.00	.31	.37	.365	.81	.00	.39	.28
State Ownership (proportion)	.5109	.80	.00	.00	.20	.065	.702	.00	.00	.19
Return on Assets (ROA)	.89	40.56	-.08	.07	5.6	7.19	31.98	.03	6.4	5.7
Profit Margin	.06	.29	-.56	.006	.14	17.49	62.98	.01	13.08	1.4

Ada beberapa hal yang menarik dari deskripsi di atas, Perusahaan yang *di-tunnel* memiliki proporsi komisaris independen yang lebih besar dibanding yang tidak, hal ini tentu menimbulkan pertanyaan mengenai efektivitas peran komisaris independen dalam mencegah *tunneling*.

Perusahaan yang *di-tunnel* memiliki kepemilikan negara yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang tidak *di-tunnel*. Hal ini menunjukkan adanya fenomena BUMN dijadikan sapi perah kelompok kepentingan tertentu.

Variable klasifikasi kepemilikan lebih tinggi pada perusahaan yang *di-tunnel* dibanding yang tidak, sehingga dapat dikatakan bahwa perusahaan yang *di-tunnel* memiliki kepemilikan terkonsentrasi dibanding perusahaan yang tidak *di-tunnel*. Selain itu, Kinerja keuangan (ROA dan Profit Margin) perusahaan yang *di-tunnel* lebih rendah dibanding perusahaan yang tidak *di-tunnel*. Perusahaan yang *di-tunnel* atau melakukan banyak transaksi berelasi yang terindikasi *tunneling* mengalami penurunan kinerja dibanding perusahaan yang sedikit melakukan transaksi berelasi.

Tabel 5.6 menunjukkan hasil analisis MDA menggunakan persamaan 1 digunakan untuk memprediksi perusahaan yang *di-tunnel* atau tidak.

Tabel 5.6

Hasil Analisis MDA

$$D = \beta_1 KM + \beta_2 KID + \beta_3 KIA + \beta_4 KP + \beta_5 KK + \beta_6 KK + \beta_7 ROA + \beta_8 PM \dots (1)$$

Variabel Independen	Transaksi <i>Tunneling</i>
Kepemilikan Manajemen	1,146
Kepemilikan Institusi Domestik	1,153
Kepemilikan Institusi Asing	0,955
Kepemilikan Publik	0,000
Kepemilikan Negara	1,116
Klasifikasi Kepemilikan	12,011***
Return on Asset	8,089**
Profit Margin	5,482**
Wilks' Lambda	0,697*
Classification result	75,2%

***Nilai F signifikan pada alpha 1%

**Nilai F signifikan pada alpha 5%

*Nilai F signifikan pada alpha 10%

Tabel 4.7 menunjukkan hasil estimasi MDA pada perusahaan yang melakukan *cash flow tunneling* dan *asset tunneling*. Nilai F pada variabel kepemilikan manajemen sebesar 1,146 dan tidak signifikan, artinya kepemilikan manajemen tidak mampu membedakan antara perusahaan yang di-*tunnel* dan yang tidak. Hal ini disebabkan karena rata-rata kepemilikan manajemen di Indonesia sangat rendah yaitu sebesar 4,43% sehingga manajemen tidak mempunyai kemampuan yang signifikan untuk mempengaruhi kebijakan kontraktual perusahaan dengan pihak berelasi.

Nilai F pada variabel kepemilikan institusi domestik sebesar 1,153 dan tidak signifikan, artinya kepemilikan institusi domestik tidak mampu membedakan antara perusahaan yang di-*tunnel* dan yang tidak. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi domestik belum mampu berperan sebagai mekanisme eksternal dalam mengendalikan tindakan ekspropriasi. Hal ini disebabkan karena di negara-negara berkembang, kepemilikan institusi domestik dalam jumlah yang besar seringkali merepresentasikan kepentingan mereka sendiri dan mengorbankan kepentingan pemegang saham nonpengendali (Gunarsih, 2002).

Nilai F pada variabel kepemilikan institusi asing tidak signifikan, artinya kepemilikan institusi asing tidak mampu membedakan antara perusahaan yang di-*tunnel* dan yang tidak. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi asing belum

mampu berperan sebagai mekanisme eksternal dalam mengendalikan tindakan ekspropriasi. Rata-rata kepemilikan institusi asing masih rendah yaitu sebesar 25,87%, sehingga tidak memiliki kekuatan untuk melakukan pengendalian terhadap kebijakan perusahaan.

Secara umum, kepemilikan managerial, institusi domestik, asing tidak berpengaruh signifikan dalam membedakan perusahaan yang *di-tunnel* dan yang tidak. Hal tersebut disebabkan karena secara umum pola kepemilikan perusahaan-perusahaan publik di Indonesia adalah terkonsentrasi pada pihak tertentu dan lingkungan keluarga yang sangat dekat. Hasil penelitian ini konsisten dengan Cheung et al. (2009a) bahwa variabel struktur kepemilikan perusahaan di Hongkong tidak dapat membedakan perusahaan yang melakukan transaksi berelasi yang merusak nilai dan yang tidak. Hal ini disebabkan karena secara umum struktur kepemilikan perusahaan di Hongkong terkonsentrasi dan memiliki karakteristik *corporate governance* yang sama.

Nilai F pada variabel klasifikasi kepemilikan sebesar 12,011 dan signifikan pada alpha 1% artinya klasifikasi kepemilikan mampu membedakan perusahaan yang *di-tunnel* dan yang tidak. Perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi mempunyai kecenderungan untuk melakukan transaksi *tunneling*, dibanding perusahaan dengan kepemilikan tersebar. Pada struktur kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham pengendali dapat mengendalikan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi dan mengorbankan kepentingan pemegang saham nonpengendali. Pemegang saham pengendali melalui pengendalian dan pengaruh signifikan yang dimilikinya, mempunyai kekuasaan untuk mengatur kebijakan perusahaan sehingga memperoleh manfaat dari aktivitas entitas tersebut. Misalnya mempengaruhi kebijakan penentuan harga maupun jumlah transaksi pihak berelasi.

Nilai F pada variabel return on asset sebesar 5,482 dan signifikan pada alpha 5%. Hal ini menunjukkan bahwa rasio profitabilitas yang menggunakan komponen bersih mampu membedakan perusahaan yang *di-tunnel* dan yang tidak.

Nilai F pada variabel profit margin sebesar 8,089 dan signifikan pada alpha 5% artinya profit margin mampu membedakan antara perusahaan yang melakukan *tunneling* dan yang tidak. Hal ini konsisten dengan penelitian Bertrand et al. (2002) bahwa perusahaan yang *di-tunnel* mengalami penurunan profitabilitas, sedangkan

perusahaan yang *men-tunnel* mengalami peningkatan profitabilitas. Perbedaan perubahan profitabilitas antara perusahaan yang *men-tunnel* dan *di-tunnel* secara statistik signifikan.

BAB VI

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Di negara berkembang dengan karakteristik tingkat perlindungan investor rendah, tingkat penegakan hukum rendah dan struktur grup menyebabkan transaksi berelasi mempunyai potensi menguntungkan anggota grup dan merusak nilai perusahaan.

Mekanisme corporate governance semestinya mampu untuk melindungi kepentingan pemegang saham minoritas dari tindakan-tindakan ekspropriasi pemegang saham mayoritas. Akan tetapi, beberapa perusahaan yang terindikasi melakukan tunneling mempunyai rating terpercaya menurut indeks corporate governance. Hal ini menunjukkan bahwa mekanisme corporate governance di Indonesia belum efektif untuk melindungi kepentingan stakeholder. Beberapa penelitian di beberapa Negara juga menunjukkan hasil yang konsisten, bahwa corporate governance belum efektif dalam mencegah tunneling. Gao et al., (2008) menemukan bahwa di China, mekanisme corporate governance belum cukup kuat untuk mencegah terjadinya tunneling. Penelitian lain dilakukan di Negara ASEAN seperti Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapore dan Thailand juga menunjukkan bahwa corporate governance tidak efektif dalam mendeteksi dan mencegah tunneling. Oleh karena itu, selain penguatan corporate governance juga perlu tersedianya *legal environment* dan *litigation standard* yang lengkap dan kondusif, dengan *law enforcement* yang tegas dan non diskriminatif

Selain masalah system corporate governance yang tidak efektif, kualitas dan kepatuhan disclosure yang rendah memperburuk transparansi transaksi pihak berelasi. Dewan Standar Akuntansi Keuangan (DSAK) mengeluarkan Pernyataan Standar

Akuntansi Keuangan (PSAK) No.7 tahun 2010²¹ mengenai pengungkapan pihak-pihak berelasi. Pernyataan ini mensyaratkan pengungkapan hubungan, transaksi dan saldo pihak berelasi, termasuk komitmen dalam laporan keuangan. Akan tetapi, meskipun pengungkapan transaksi berelasi telah diatur di PSAK namun tingkat pengungkapan wajib perusahaan publik di Indonesia atas pos-pos laporan keuangan masih rendah yaitu sebesar 56,48%. Hal tersebut menunjukkan masih terdapat 45,5% butir-butir yang tidak diungkapkan. Butir-butir yang banyak tidak diungkapkan antara lain mengenai transaksi pihak berelasi (Khomsiyah, 2005). Rendahnya tingkat pengungkapan mengenai transaksi berelasi tersebut menyulitkan pengguna laporan keuangan untuk menilai apakah transaksi pihak berelasi dilakukan untuk tujuan ekonomi atau oportunistis

Kualitas pengungkapan merupakan hal yang penting sebagai dasar untuk pengambilan keputusan oleh pengguna laporan keuangan. Pentingnya kualitas pengungkapan ini berkaitan dengan pemberian informasi kepada pihak lain dalam menilai besarnya konflik keagenan dalam perusahaan. Akan tetapi dalam praktiknya, pengungkapan transaksi berelasi dalam Laporan Keuangan sangat terbatas. Sebagai contoh, dalam kasus *tunneling* PT ED, pengguna laporan keuangan tidak memperoleh informasi yang cukup mengenai transaksi berelasi yang dilakukan PT ED. Akibatnya, pengguna laporan keuangan tidak bisa menilai secara tepat kebijakan perusahaan dan dampaknya terhadap nilai perusahaan.

Peraturan Bapepam & LK No.IX.E.1 juga mengatur tentang transaksi afiliasi dan benturan kepentingan. Berdasarkan peraturan tersebut, perusahaan wajib mengumumkan keterbukaan informasi atas setiap transaksi afiliasi kepada masyarakat. Transaksi yang merupakan kegiatan utama perusahaan atau perusahaan terkendali dikecualikan dari kewajiban pelaporan. Disatu sisi, pengecualian tersebut memberikan kemudahan bagi perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasional. Akan tetapi, bukti empiris dalam penelitian ini menunjukkan bahwa transaksi yang merupakan kegiatan utama perusahaan yaitu transaksi perdagangan berelasi berpengaruh negatif terhadap kinerja operasi perusahaan. Artinya, semakin besar nilai transaksi perdagangan kepada pihak berelasi maka semakin rendah kinerja operasi perusahaan..

²¹ Revisi terhadap PSAK No.7 tahun 1999

Hal ini menunjukkan kemungkinan transaksi tersebut digunakan untuk melakukan *tunneling* melalui penetapan harga di luar nilai wajar.

Risiko terjadinya ekspropriasi merupakan masalah pokok pada perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi. Dalam kondisi seperti ini, investor membutuhkan perlindungan dari kemungkinan terjadinya ekspropriasi. Penulis membangun model prediksi *tunneling* untuk memprediksi perusahaan yang di-*tunnel* dan yang tidak. Model prediksi ini diharapkan dapat membantu pengguna laporan keuangan dalam mengantisipasi adanya risiko *tunneling* yang mungkin terjadi melalui transaksi berelasi.

Daftar Pustaka

- Aharony, Joseph., Jiwei Wang and Hongqi Yuan. 2009. Tunneling as an Incentive for Earnings Management during the IPO Process in China. *Journal Accounting Public Policy*, 10: 1-25
- Atanasov, Vadimir., Bernard Black and Conrad S. Ciccotelo. 2008. Unbundling Measuring Tunneling. *Finance Working Paper*. European Corporate Governance Institute.
- Bae, Kee Hong, Jun Koo Kang and Jin Mo Kim. 2002. Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. *Journal of Finance*, 57: 2695–2740.
- Baek, J.S., J.K. Kang and K.S. Park. 2004. Corporate Governance and Firm Value: Evidence from The Korean Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 71: 265-313.
- Baker, Richard E., Vadean C. Lembke and Thomas E. King. 2006. *Advance Financial Accounting*. McGraw-Hill.
- Bertrand, Marianne, Paras Mehta and Sendhil Mullainathan. 2002. Ferreting out Tunneling: An application to Indian business groups. *Quarterly Journal of Economics*, 117:121–48.
- Bradley, M., G.A. Jarrel and E.H. Kim. 1984. On The Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 39: 857-878.
- Brickley, James A., Ronald C. Lease and Clifford W. Smith, Jr. 1988. Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics*, 20: 267-291.
- Brockman, Paul and Dennis Y. Chung. 2003. Investor protection and firm liquidity. *Journal of Finance*, 58: 921–938.
- Chen, Charles and Jaggi. 1998. The Association Between Independent Not Executive Directors, Family Control and Financial Disclosure. Working Paper. Departement of Accountancy, City University of Hongkong.
- Cheung, Yan Leung., P. Raghavendra Rau and Aris Stouraitis. 2006. Tunneling, Propping and Expropriation: evidence from connected party transaction in Hongkong. *Journal of Financial Economics*, 82: 343-386.
- Cheung, Yan Leung., Lihua Jing, Tong Lu, P. Raghavendra Rau and Aris Stouratis. 2009a. Tunneling and Propping up: An analysis of related party

- transaction by Chinese listed company. *Pacific Basin Finance Journal*, 17: 372-393.
- Cheung, Yan-Leung., Yuehua Qi, P. Raghavendra Rau and Aris Stouraitis. 2009b. Buy high, sell low: How listed firm price asset transfer in related party transaction. *Journal of Banking and Finance*, 33: 914-924.
- Chung, K.S., & Wong-Boren, A. (2000). Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines and Thailand. Vo.2, Asian Development Bank.
- Claessens, Stijn., Siemon Djankov and Larry Lang. 2000a. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58: 81–112.
- Claessens, Stijn., Siemon Djankov, Joseph Fan and Larry Lang. 2000b. Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. *Policy Research Working Paper*. The World Bank.
- Claessens, Stijn., Joseph P.H. Fan and Larry Lang. 2002a. The Benefit and Costs of Group Affiliation: Evidence from East Asia. *Working Paper*, Hongkong University of Science & Technology and Chinese University of Hongkong.
- Claessens, Stijn., Siemon Djankov, Joseph P.H. Fan and Larry Lang. 2002b. Distengaling the incentive and entrenchment effect of large shareholding. *Journal of Finance*, 57: 2741-2771.
- Claessens, Stijn and Joseph P.H. Fan. 2003. Corporate governance in Asia: a survey. *Working Paper*. Universiteit van Amsterdam – Finance Group and Hong Kong University of Science and Technology.
- Collins, D.W., E.L. Maydew and I.S. Weiss. 1997. Changes In The Value-Relevance of Earnings and Book Values Over The Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics*, 24: 39–67.
- Cook, Karen S. 1977. Exchange and Power in Networks of Interorganizational Relations. *Sociological Quarterly*, 18: 62-82
- Desai, Mihir, I.J. Alexander Dyck and Luigi Zingales, 2007, Theft and Taxes, *Journal of Financial Economics*, forthcoming, at <http://ssrn.com>.
- Djankov, Simeon., Rafael La Portal, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 2008. The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88, 430–465.
- Eisenhardt, K. 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1):57-74

- Faccio, Mara and David Stolin. 2006. Expropriation vs Proportional Sharing in Corporate Acquisition. *Journal of Business*, 79: 1414-1444
- Faccio, Mara., Larry Lang and Leslie Young. 2001. Dividends and Expropriation. *American Economic Review*, 91: 54–78.
- Fama, E. And M. Jensen. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26: 301-326.
- Fan, Joseph P.H. and Vidhan K. Goyal. 2002. On The Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers. *Working Paper*. Hongkong University of Science & Technology.
- Fisman, Raymond and Tarun Khanna. 1998. Facilitating Development: The Role of Bussiness Groups. *Workings Paper*. Columbia Business School and Havard University.
- Gilson, Ronald J. and Jeffrey N. Gordon. 2003. Controlling Controlling Shareholders.
Columbia Law School Working Paper No. 228.
- Goranova, Maria. 2007. On The Both Side of The Deal: How Does Overlapping Institutional Ownership Affect Merger and Acquisition. Dissertation. Sofia University.
- Gunarsih, Tri. 2002. Struktur Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan: Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Strategi Diversifikasi terhadap kinerja Perusahaan. Disertasi Doktor UGM Yogyakarta.
- Hapsoro, Dody. 2006. Mekanisme Corporate Governance, Transparansi dan Konsekuensi Ekonomik: Studi Empiris di Pasar Modal Indonesia. Disertasi Doktor UGM Yogyakarta.
- Henry, D., H. Timmons and S. Rosenbush. 2002. Who else is hiding debt, moving financial obligations into off-book vehichles is now a common ploy. *Business Week*, January 28: 44-45
- http://www.gatra.com/2007-09-05/versi_cetak.php?id=107452, diunduh 5 September 2007.
- <http://en.hukumonline.com/pages/1t4cc7fee3d6c95/bakrie-s-tax-troubles-the-kaltim-prima-coal-case>, diunduh 27Oktober2010.
- International Accounting Standards Committee. 2008. International Accounting Standard No.24 Related Party Disclosure

- Ikatan akuntan Indonesia. 2010. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan No. 7 tentang Pengungkapan Pihak-pihak Berelasi.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76: 323-329.
- Jensen, Michael C. dan W.H Meckling. 1976. Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jian, Ming and T.J Wong. 2003. Earnings Management and Tunneling through Related Party Transactions: Evidence from Chinese Corporate Groups. *Unpublished working paper*. University of science and technology, Hongkong.
- Johnson, Simon., Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 2000a. Tunneling. *The American Economic Review*, 90:22-27.
- Johnson, Simon., Peter Boone, Alasdair Breach dan Eric Friedman. 2000b. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 58: 141-186.
- Jones, J., 1991. Earnings Management during Impor Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2): 193-228.
- Keputusan BAPEPAM No 412/BL/2009 tentang Transaksi Afialiasi dan Benturan Kepentingan Tertentu.
- Khanna, Tarun dan Krishna Palepu. 1997. Why Focused Strategy May be Wrong in Emerging Markets. *Havard Business Review*, 75(4): 41-51.
- Khanna, Tarun, and Krishna Palepu, 2000. Is Group Membership Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. *Journal of Finance*, LV: 867-891.
- King, B.F. 1966. Market and Industry Factor in Stock Price Behaviour. *Journal of Bussiness*, 39: 139-189.
- KPMG. 2010. KPMG's Corporate Tax Survey.
- La Porta, R., Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106 (December): 1113-1155.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer. 1999. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54(2): 471-517.

- La Porta, R., Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 2000a. Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, 55: 1–33.
- La Porta, R., Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 2000b. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics* 58, 3–27.
- La Porta, R., Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance* 57, 1147–1170.
- Lemmon, Michael L., and Karl V. Lins. 2003. Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence From The East Asian Financial Crisis. *Journal of Finance*, 58: 1445–1468.
- Mitton, T., 2002. A Cross-Firm Analysis The Impact of Corporate Governance on The East Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 64: 215-241
- Na'im, Ainun. 2006. Special Purpose Vehicle Institution: Their Business and Accounting Implications. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 8(1): 1-19
- Nenova, T., 2000. The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-Country Analysis. *Unpublished Working Paper*. Harvard University.
- Ohlson, J.A., 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11, 661–687
- Shin, H., and Y.S. Park. 1999. Financing Constraint and Internal Capital Market: Evidence from Korean Chaebols. *Journal of Corporate Finance*, 5: 169-194.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny. 1994. Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109: 995-1025.
- Shleifer, Andrei dan Robert W. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2): 737-783
- Stimpert, J.L., dan Irene M. Duhaime. 1997. Seeing The Big Picture: The Influence of Industry, Diversification and Business Strategy on Performance. Academy of Managemen

CV



Dr. Ratna Candra Sari, M.Si, CA. Lulus dari Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surakarta Tahun 2001. Gelar Magister diperoleh dari Magister Sains Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada. Selanjutnya Gelar Doktor diperoleh dari Program Doktor Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada pada tahun 2013. Saat ini sebagai dosen tetap Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta. Selain aktif dalam seminar dan pelatihan di bidang akuntansi, keuangan , juga telah menghasilkan beberapa publikasi penelitian baik ditingkat nasional maupun internasional.



Dr. Sugiharto, MBA. Lulus dari Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta (1986), meraih gelar Master of Business Administration dari Indonesian School of Management dan Amsterdam School of Management (1996) dan meraih gelar Doktor di bidang Ilmu Sosial dari Universitas Gadjah Mada (2008). Beberapa jabatan penting yang pernah dipegang antara lain berbagai jabatan Senior Investment Banking Officer (Anggota Direksi dan Vice President) di Bankers Trust Company

dan Chemical Bank, New York Group, Jakarta (1982-1991), berbagai jabatan senior termasuk CEO dan CFO di Medco Group (1991-2004) dan Menteri Negara BUMN pada Kabinet Indonesia Bersatu (2004-2007). Pada 6 Mei 2010, Sugiharto menjabat Komisaris Utama PT. Pertamina (Persero).