

**HUBUNGAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, HUTANG,
DIVIDEN DAN KINERJA PERUSAHAAN DALAM
MENJELASKAN MEKANISME KONFLIK KEAGENAN: STUDI
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR
YANG TERCATAT DI
BURSA EFEK INDONESIA**

DISERTASI



Oleh
Mateus Xavier Da Costa Cabral

**PROGRAM DOKTOR ILMU MANAJEMEN
SEKOLAH PASCASARJANA UNIVERSITAS KATOLIK
WIDYA MANDALA SURABAYA
2018**

LEMBAR PENGESAHAN KELAYAKAN DISERTASI

HUBUNGAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, HUTANG, DIVIDEN,
DAN KINERJA PERUSAHAAN DALAM MENJELASKAN
MEKANISME KONFLIK KEAGENAN PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERCATAT PADA BURSA EFEK
INDONESIA
(Studi Kasus pada Bursa Efek Indonesia)

NASKAH KELAYAKAN DISERTASI TELAH DISETUJUI PADA
TANGGAL 28 MEI 2018

Dosen Promotor



(Prof. Dr. Arsono Laksamana., Akt.)

Dosen Ko-Promotor



(Dr. Mudji Rahayu., SE., MM.)

Menyetujui oleh ketua Program Doktor ilmu manajemen Program PascaSarjana
Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.

Ketua Program Doktor



(Dr. Mudji Rahayu., SE., MM.)

LEMBAR PERSETUJUAN DISERTASI

HUBUNGAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, HUTANG, DIVIDEN DAN KINERJA PERUSAHAAN DALAM MENJELASKAN MEKANISME KONFLIK KEAGENAN: STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA

Oleh:

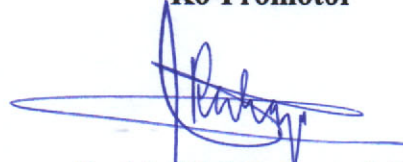
Mateus Xavier Da Costa Cabral

Promotor



Prof. Dr. Arsono Laksana., CA, CPA.

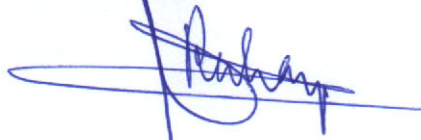
Ko-Promotor



Dr. Mudjilah Rahayu, S.E. M.M.

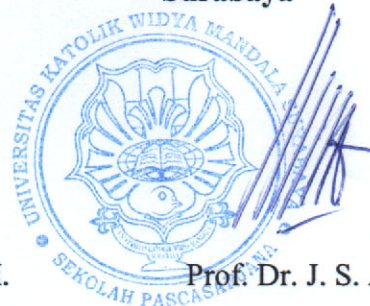
Mengetahui

**Ketua Program Studi
Doktor Ilmu Manajemen
Sekolah PascaSarjana
Universitas Katolik Widya
Mandala Surabaya**



Dr. Mudjilah Rahayu, S.E. M.M.

**Direktur Sekolah PascaSarjana
Universitas Katolik Widya Mandal
Surabaya**




Prof. Dr. J. S. Ami Suwandi

LEMBAR PENGESAHAN DISERTASI

HUBUNGAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, HUTANG, DIVIDEN
DAN KINERJA PERUSAHAAN DALAM MENJELASKAN
MEKANISME KONFLIK KEAGENAN: STUDI
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR
YANG TERCATAT DI
BURSA EFEK INDONESIA

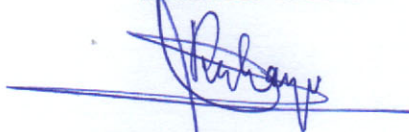
NASKAH DISERTASI TELAH DISETUJUI PADA TANGGAL 6 AGUSTUS 2018

Dosen Promotor



(Prof. Dr. Arsono Laksmna., CA, CPA)

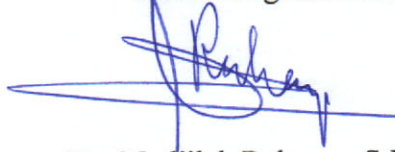
Dosen Ko-Promotor



(Dr. Mudjilah Rahayu., S.E., M.M)

Menyetujui oleh ketua Program Doktor ilmu manajemen Program PascaSarjana
Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.

Ketua Program Doktor



(Dr. Mudjilah Rahayu., S.E., M.M)

PERNYATAAN KEASLIAN KARYA ILMIAH DAN PERSETUJUAN

PUBLIKASI KARYA ILMIAH

Demi perkembangan ilmu pengetahuan, saya sebagai mahasiswa Program Doktor Ilmu Manajemen, Sekolah PascaSarjana Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya, yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Mateus Xavier Da Costa Cabral, S.E., M.M.
NRP : 8121411002
Judul Disertasi : Hubungan Kepemilikan Institusional, Hutang, Dividen, dan Kinerja Perusahaan dalam menjelaskan mekanisme konflik keagenan: studi pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Menyatakan bahwa Disertasi ini merupakan karya tulis saya sendiri. Apabila terbukti karya ini merupakan plagiarisme, maka saya bersedia menerima sanksi yang diberikan oleh Program Doktor Ilmu Manajemen, Sekolah PascaSarjana Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya. Saya menyetujui bahwa karya tulis ini dipublikasikan atau ditampilkan di internet atau media lain (*Digital Library* perpustakaan Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya) untuk kepentingan akademik yang sesuai dengan Hak Cipta.

Demikian pernyataan keaslian dan persetujuan publikasi karya ilmiah ini saya buat dengan sebenarnya.

Surabaya, 6 Agustus 2018



Mateus Xavier Da Costa Cabral
(NPM.8121411002)

ABSTRAK

Perusahaan yang sudah *go public*, pada umumnya telah dikelola secara profesional yang dapat disesuaikan dengan kebutuhan-kebutuhan konsumen pada peraturan yang berlaku. Dalam pengelolaan suatu bidang usaha perusahaan akan melibatkan suatu hubungan keagenan. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji: a) hubungan timbal balik antara kepemilikan institusional, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan kinerja perusahaan dalam menjelaskan mekanisme konflik keagenan pada perusahaan manufaktur yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia, b) pengaruh kepemilikan institusional, kebijakan hutang, kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan dalam menjelaskan mekanisme konflik keagenan pada perusahaan manufaktur yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia.

Jenis penelitian ini termasuk penelitian asosiatif dengan pendekatan kuantitatif. Sampel dalam penelitian ini sebanyak 48 perusahaan manufaktur yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia dari periode 2006–2015 dengan teknik penentuan sampel yaitu *purposive sampling*. Teknik analisa data yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji *Granger Causality*.

Hasil penelitian ini adalah : a) kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan secara parsial terhadap kinerja perusahaan, b) kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan secara parsial terhadap kinerja perusahaan, c) kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan secara parsial terhadap kinerja perusahaan. d) tidak ada hubungan timbal balik antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang, e) tidak ada hubungan timbal balik antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen, dan f) tidak ada hubungan timbal balik antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Kata Kunci: Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen, Kinerja Perusahaan

ABSTRACT

Companies that go public, in general, has been managed professionally that can be tailored to the consumer's needs under applicable regulations. Management within a company's business entity involves an agency relationship. The purpose of this study is to examine: a) a reciprocal relationship between institutional ownership, debt policy, dividend policy and firm performance of manufacturing companies of the Indonesia Stock Exchange, b) the influence of institutional ownership, debt policy, dividend policy on the firm performance of manufacturing companies of Indonesia Stock Exchange.

This type of research includes associative research with a quantitative approach. The sample of this research as many as 48 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange period 2006-2015 with the technique of determining the sample that is purposive sampling. Data analysis technique used in this research is Granger Causality test.

The results of this study are: a) institutional ownership has a positive and partially significant influence on firm performance, b) debt policy has a positive and partially significant influence on firm performance, c) dividend policy has positive and partially significant influence to firm performance, d) there is no reciprocal relationship between institutional ownership and debt policy, e) there is no reciprocal relationship between institutional ownership with dividend policy, and f) there is no reciprocal relationship between debt policy and dividend policy, on manufacturing company listed on Indonesia Stock Exchange.

Keywords: Institutional Ownership, Debt Policy, Dividend Policy, Corporate Performance

Ringkasan Disertasi

Penelitian ini mengkaji kepemimpinan institusional seperti yang dikemukakan oleh Joher *et al* (2006) bahwa kepemilikan institusional pada umumnya memiliki saham yang lebih besar untuk melakukan pengawasan yang lebih baik kepada manajer sebagai agen, karena adanya perbedaan kepentingan pada kedua pihak tersebut, hal ini sering disebut pula dengan konflik keagenan (*agency conflict*). Oleh karena itu teori keagenan membuktikan adanya asimetri informasi antara pemilik sebagai principal dan manajer sebagai agen. Penelitian ini akan menguji pengaruh kepemilikan institusional, kebijakan hutang, kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan dalam menjelaskan mekanisme konflik keagenan pada perusahaan manufaktur yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia.

Perusahaan yang sudah *go public*, pada umumnya telah dikelola secara profesional yang dapat disesuaikan dengan kebutuhan-kebutuhan konsumen yang berdasarkan pada peraturan yang berlaku. Sebab pengelolaan suatu badan usaha dalam perusahaan akan melibatkan suatu hubungan keagenan. Hubungan keagenan yang ada dapat melibatkan hubungan antara pemegang saham dengan manajemen, demikian juga antara kreditur dengan manajemen. Sehingga dalam hubungan keagenan antara pemegang saham dengan manajemen dapat menimbulkan konflik keagenan.

Dengan demikian teori keagenan (*agency theory*) adalah teori yang sudah tidak asing dibidang manajemen yang telah menjadi *grand theory* dalam dunia manajemen. Demikian pula Jensen and Meckling (1976) menjelaskan bahwa hubungan keagenan muncul ketika satu orang atau lebih dari pemegang saham

(*principal*) mempekerjakan manajer (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang dan pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut.

Oleh karena itu Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa dengan adanya kepemilikan institusional yang semakin tinggi akan menyebabkan kontrol eksternal terhadap perusahaan akan semakin kuat, sehingga dapat mengurangi biaya keagenan. Sebab semakin tinggi kepemilikan institusional perusahaan maka akan semakin kecil hutang yang digunakan untuk mendanai perusahaan.

Sebab menurut teori keagenan, konflik agensi terjadi karena ketidakselarasan kepentingan antara pemilik perusahaan dengan manajer. Dimana pemilik menginginkan manajer bekerja keras untuk memaksimalkan utilitasnya pemilik. Karena kepemilikan investor institusi merupakan dana yang dimiliki beberapa investor individu, sehingga memiliki motivasi yang kuat untuk dapat berperan sebagai agen dalam pengawasan yang efektif untuk mengurangi *agency problem* dalam mengendalikan perilaku oportunistik manajer. Sehingga dengan tingginya tingkat kepemilikan institusional dapat mengurangi *agency cost* dan memungkinkan perusahaan untuk membagikan dividen dalam jumlah yang rendah (Kartikasari dan Lasmana, 2013).

Karena dengan tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku oportunistik manager. Sebab semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi pengaruh dividen terhadap kepemilikan institusional.

Oleh sebab itu prinsip utama dalam teori keagenan menyatakan bahwa adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (*principal*), yaitu *investor* dengan pihak yang menerima wewenang (*Agency*), yaitu manajer, dalam bentuk kontrak kerja yang sama yang disebut *nexus of contract* (Susanto, 2011). Sebab dalam teori keagenan dijelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham mungkin selalu bertentangan.

Sehingga teori keagenan menganggap bahwa manajer tidak selalu bertindak yang sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu perlu adanya suatu mekanisme agar manajer mau bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Karena semakin besar utang maka perusahaan harus mencadangkan lebih banyak kas untuk membayar bunga dari utang tersebut dan juga untuk mengangsur pokok utang. Sebab peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham.

Dengan demikian hubungan antara kebijakan hutang dengan kinerja perusahaan dapat dibuktikan pada saat peningkatan hutang sebagai modal yang berpengaruh terhadap ROE pada saat tingkat hutang mencapai batas optimal. Hal ini dapat diartikan bahwa perusahaan akan mempertimbangkan biaya-biaya (*cost*) dan manfaat-manfaat hutang (*benefit*) sampai pada keseimbangan rasio hutang yang lebih optimal.

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa penggunaan hutang dalam struktur modal dapat mencegah pengeluaran perusahaan yang tidak penting untuk memberi dorongan pada manajer dalam mengoperasikan perusahaan yang

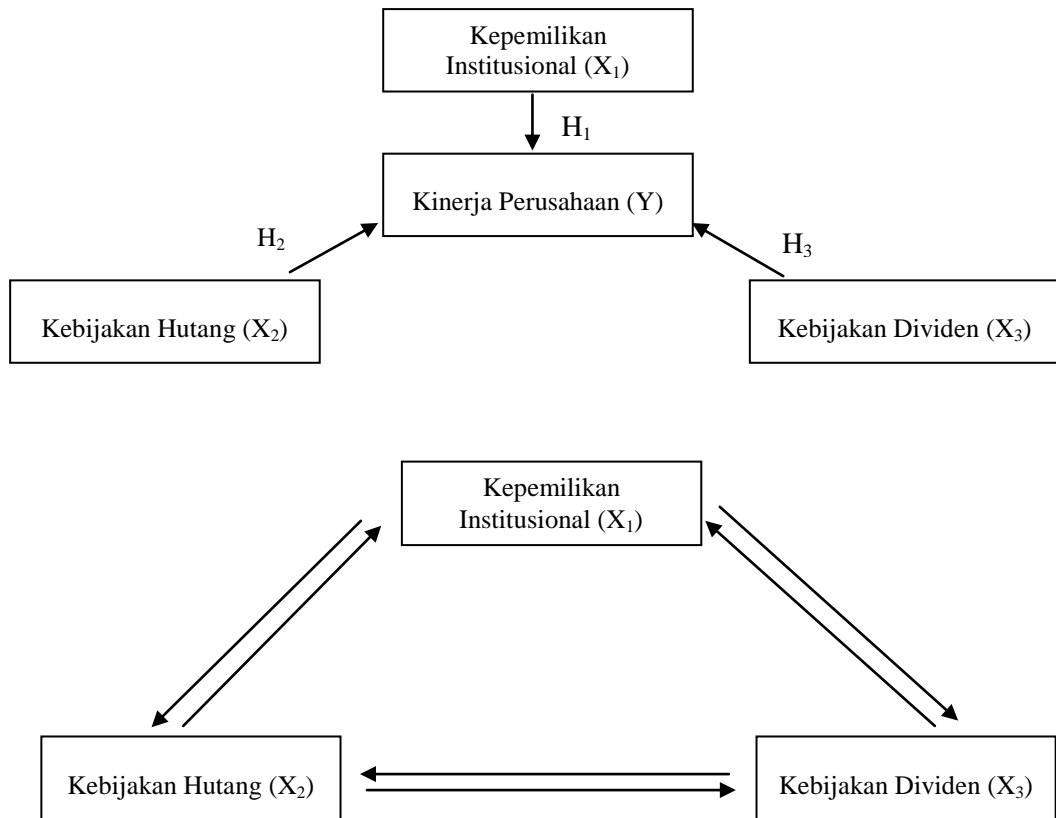
lebih efisien, sehingga menyebabkan *agency cost* berkurang dan selanjutnya kinerja perusahaan diharapkan akan meningkat. Karena penggunaan hutang yang tinggi dalam struktur modal mungkin akan mempengaruhi perilaku manajer. Sebab profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan. Sedangkan rasio profitabilitas merupakan perbandingan antara laba perusahaan dengan investasi atau ekuitas yang digunakan untuk memperoleh laba tersebut.

Dengan demikian kebijakan dividen merupakan salah satu bentuk indikator bahwa perusahaan kedepan dimungkinkan akan memiliki kinerja yang lebih baik. Dalam hal ini kinerja *agent* atau manajer dapat dipertanggungjawabkan dan memberikan manfaat terhadap *principal* atau para investor. Yang artinya bahwa kebijakan dividen memberikan pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Taylor (2008) ditemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kepemilikan institusional, kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kepemilikan institusional, kinerja perusahaan (profitabilitas) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, kinerja perusahaan (profitabilitas) berpengaruh positif terhadap kepemilikan institusional.

Sampel penelitian yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia dari periode 2006–2015 sebanyak 48 perusahaan. Penelitian ini menggunakan uji *Granger Causality sebagai substitusi* dan 3 uji Hipotesis.

Hasil Penelitian ini dirangkum pada figur dibawah ini:



Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan *principal* (pihak yang memberi kontrak atau pemegang saham) dan *agen* (yang menerima kontrak untuk mengelola dana *principal*). Prinsip utama dalam teori keagenan menyatakan bahwa adanya hubungan kerja antara *principal* dengan *agen*, dalam bentuk kontrak kerja yang sama.

Kepemilikan oleh investor institusional seperti perusahaan efek, perusahaan asuransi, perbankan, perusahaan investasi, dana pensiun, dan kepemilikan institusi lain dapat mendorong investor untuk meningkatkan pengawasan terhadap kinerja manajemen perusahaan, sehingga kinerja perusahaan akan meningkat. Karena perubahan perilaku kepemilikan institusional dari pasif menjadi aktif yang dapat

meningkatkan akuntabilitas manajerial sehingga manajer akan bertindak lebih berhati-hati dalam menjalankan aktivitas perusahaan dan kemudian dapat menunjukkan kinerja yang baik kepada para pemegang saham.

Dengan begitu pula saat perusahaan memiliki hutang yang semakin tinggi akan berpengaruh terhadap kepemilikan institusional, dimana kepemilikan institusional lebih melakukan peningkatan pengawasan terhadap kinerja manager pada perusahaan yang memiliki risiko tinggi. Dengan adanya kontrol ini akan membuat manajer menggunakan hutang yang lebih efisien untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *distress financial* dan kebangkrutan perusahaan (Crutchley, *et al.*, 1999).

Hasil penelitian ini menunjukkan kepemilikan institusional secara statistik tidak ada hubungan yang signifikan dengan kebijakan hutang. Sehingga kepemilikan institusional tetap mempertahankan kepemilikannya meskipun manajemen menambah hutang untuk perusahaan. Hal ini dapat terjadi karena kepemilikan institusional meyakini bahwa pengukuran pinjaman dari kreditur sudah didasari oleh pertimbangan-pertimbangan kelayakan kredit. Demikian pula kreditur berkeyakinan bahwa perusahaan akan mampu untuk membayar kembali pinjamannya. Karena dengan bertambahnya pinjaman masih dalam dugaan bagi kreditur.

Begitu pula kebijakan hutang secara statistik tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan kepemilikan institusional. Menurut Crutchley *et al.* (1999) perusahaan saat memiliki hutang yang semakin tinggi akan berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional. Dimana institusional lebih berhati-hati dalam

mengawasi kinerja manager pada perusahaan yang memiliki risiko tinggi. Dengan adanya kontrol ini akan membuat manager menggunakan hutang pada tingkat yang rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *distress financial* dan kebangkrutan perusahaan.

Dalam penelitian ini kepemilikan institusional secara statistik tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan kebijakan dividen. Sebab kepemilikan institusional akan melakukan pengawasan secara *sophisticated* tanpa mempertimbangkan besarnya dividen yang diberikan. Karena kepemilikan institusional tetap melakukan pengawasan tanpa memperhatikan besarnya pembayaran dividen. Sebab besarnya dividen yang akan dibayarkan dapat diputuskan oleh pemegang saham dalam RUPS dengan manajemen. Demikian pula sebaliknya keputusan dividen bukan merupakan aspek yang dapat digunakan sebagai control terhadap konflik keagenan. Kebijakan dividen menurut Brigham, et al (1999) mengarah pada keputusan tentang apakah akan membagi laba atau menahannya untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Demikian sebaliknya Kebijakan dividen bukan merupakan aspek yang dapat digunakan sebagai control terhadap konflik keagenan. Sebab kebijakan dividen secara statistik juga menunjukkan tidak ada hubungan yang signifikan dengan kepemilikan institusional.

Dalam penelitian ini kebijakan hutang tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan kebijakan dividen. Hutang dan dividen tidak bersifat substitusi dalam pengawasan terhadap konflik keagenan antara agen dan manajerial. Karena kebijakan hutang secara statistik tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan

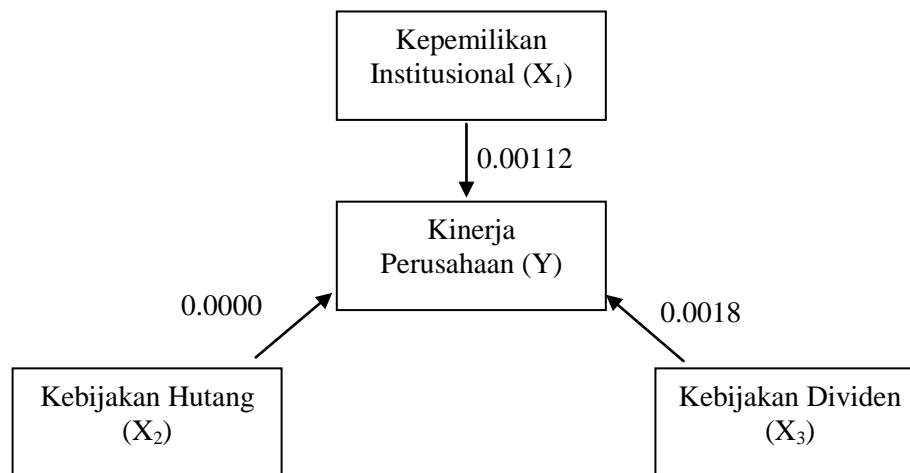
kebijakan dividen. Karena besarnya hutang yang semata-mata didasari oleh kebutuhan pendanaan eksternal. Di samping itu pengeluaran kredit oleh kreditur sudah didasarkan atas pertimbangan kelayakan kredit itu sendiri. Demikian pula keputusan dividen akan didasarkan pada pertimbangan fundamental dengan keputusan dividen yang dapat dibuktikan melalui RUPS. Sebab besarnya dividen yang akan di tentukan sesuai dengan kehendak pemegang saham. Dengan demikian dividen bukan sebagai alat kontrol atau perpindahan dalam konflik keagenan.

Dalam penelitian ini kebijakan hutang secara statistik tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan kinerja perusahaan. Karena hubungan antara kebijakan hutang dengan kinerja perusahaan menunjukkan arah negatif. Sebab semakin tingginya hutang maka kinerja perusahaan akan lebih buruk. Oleh sebab itu konsep *free cash flow* dapat menjelaskan bahwa konflik keagenan (*agency conflict*) yang terjadi tidak lain adalah dikarenakan adanya perbedaan kepentingan yang terdapat diantara para pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer (*stakeholders*). Dalam hal ini konsep *free cash flow* melihat bahwa keputusan pendanaan dengan hutang (*debt financing*) merupakan bentuk usaha untuk mengatasi atau mengurangi adanya konflik keagenan (*agency conflict*) atas *cash flow* sehingga kinerja perusahaan akan lebih baik.

Dalam penelitian ini kinerja perusahaan secara statistik tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan kebijakan hutang. Karena hubungan kinerja perusahaan dengan kebijakan hutang menunjukkan arah negatif. Sebab profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu dicapai oleh perusahaan pada saat menjalankan kegiatan operasionalnya. Apabila laba

perusahaan tinggi maka pendanaan dari sektor internal akan mencukupi untuk membiayai kebutuhan perusahaan. Pada sisi lain semakin tinggi profit yang diperoleh perusahaan maka akan semakin kecil penggunaan hutang dalam pendanaan perusahaan. Apabila kebutuhan dana perusahaan belum mencukupi, maka perusahaan harus dapat menggunakan hutang.

Dalam penelitian ini kebijakan dividen secara statistik memiliki hubungan yang signifikan dengan kinerja perusahaan. Hasil ini dapat mengindikasikan bahwa pembayaran dividen merupakan salah satu indikasi bahwa pengelola perusahaan dalam hal ini adalah manajer perusahaan yang telah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan para pemegang saham sehingga dapat mengurangi konflik keagenan. Karena dengan pembayaran dividen yang terus menerus maka diharapkan perusahaan ingin menunjukkan bahwa perusahaan mampu bertahan untuk mendapatkan laba dan mampu memberikan hasil kepada pemegang saham. Dengan begitu pula kinerja perusahaan secara statistik tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan kebijakan dividen. Hasil ini belum dapat mengindikasikan bahwa semakin baik kinerja perusahaan maka kebijakan dividen akan semakin tinggi. Karena pembayaran dividen akan melihat pada kinerja manajer dalam pengelolaan perusahaan yang sesuai dengan tata kelola perusahaan yang baik.



Hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROE. Karena pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan adalah positif sehingga menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan semakin meningkat kinerja perusahaan, seperti dalam penelitian Darwis (2009) yang menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol external terhadap kinerja perusahaan, sehingga kinerja perusahaan akan naik apabila pemilik perusahaan bisa mengendalikan perilaku manajemen agar bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan.

Hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara kebijakan hutang terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROE. Kebijakan hutang terhadap kinerja perusahaan memiliki pengaruh yang positif sehingga hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kebijakan hutang maka akan semakin menurun kinerja perusahaan. Yang berarti semakin tinggi kebijakan hutang maka akan semakin rendah kinerja perusahaan dan sebaliknya semakin rendah kebijakan hutang maka akan semakin tinggi kinerja

perusahaan. Sebab dengan menggunakan hutang, maka perusahaan akan mendapatkan pajak dari dividen yang dibayarkan, sehingga perusahaan dapat membebaskan biaya bunga sebagai pengurangan penghasilan yang kena pajak. Dengan demikian apabila ingin meningkatkan kinerja perusahaan maka perusahaan diharuskan untuk dapat menurunkan kebijakan hutang.

Hasil analisis dalam penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROE. Kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan memiliki pengaruh yang positif, sehingga dapat menunjukkan bahwa semakin baik kebijakan dividen maka akan semakin meningkat kinerja perusahaan. Karena kebijakan dividen merupakan penentuan seberapa banyak bagian keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan seberapa banyak bagian keuntungan yang akan ditanamkan kembali ke dalam perusahaan, dalam bentuk laba ditahan. Karena komposisi hutang yang semakin tinggi akan berakibat pada semakin rendahnya kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen kepada pemegang saham, sehingga rasio pembayaran dividen juga akan semakin rendah.

UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur Kepada Tuhan Yesus Kristus dengan berkat penyertaan, perlindungan dan kasih karunia-Nya, sehingga dapat mengikuti kuliah, pada akhirnya penulis dapat menulis disertasi dengan memilah-milah judul yakni: Hubungan kepemilikan institusional, dividen, hutang dan kinerja perusahaan dalam menjelaskan mekanisme konflik keagenan: Studi pada perusahaan manufaktur yang tercatat di bursa efek Indonesia. Oleh karena itu pada kesempatan ini penulis juga ingin menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua dosen serta para penguji yang ada di Program Doktor ilmu manajemen program PascaSarjana, Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya. Oleh sebab itu; dengan segala kerendahan hati pada kesempatan ini penulis mengucapkan rasa terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Arsono Laksamana, Akt. Sebagai Dosen Promotor dalam membimbing disertasi pada program Doktor ilmu manajemen konsentrasi keuangan pada Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
2. Dr. Mudjilah Rahayu. S.E, M.M. Selaku ketua program Doktor dan juga sebagai dosen Ko-Promotor dalam membimbing disertasi pada program Doktor ilmu manajemen serta sebagai dosen pengasuh matakuliah Teori Corporate Finance pada program doktor, ilmu manajemen konsentrasi keuangan pada Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
3. Drs. Kuncoro Foe, Gdip. Sc. PhD. Sebagai Rektor Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.

4. Prof. Dr. J. S. Ami Soewandi., Selaku Direktur PascaSarjana, Program Doktor ilmu manajemen Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
5. Prof. Dr. Henky Supit, Akt. Selaku Ketua Yayasan Widya Mandala, pada Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
6. Prof. Dr. Budiman Christiananta., Selaku mantan ketua program Doktor ilmu manajemen pada Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
7. Prof. Dr. Soedjono Abipraja, sebagai guru besar fakultas bisnis, pada Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
8. Prof. Dr. R. Andy Sularso, MM. Selalu memberi masukan secara ilmiah dalam pengujian disertasi mulai dari ujian proposal sampai pada ujian terbuka disertasi pada Program Doktor ilmu manajemen, Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
9. Prof. Dr. Eduardus Tandelilin. MBA., Ph.D. Sebagai dosen pengasuh matakuliah selected topic pada program doktor, ilmu manajemen, konsentrasi keuangan pada Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
10. Dr. Hermeindito Karo, S.E, M.M. Sebagai dosen pengasuh matakuliah Selected Topic pada program Doktor konsentrasi Keuangan pada Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
11. Erni Ekawati. Ph.D. Sebagai dosen pengasuh matakuliah Teori Corporate Finance pada program doktor, ilmu manajemen konsentrasi keuangan, Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya
12. Dr. Putu Anom Mahadwarta. S.E., M.M. Sebagai dosen pengasuh matakuliah Teori investasi Manajemen pada program doktor ilmu

manajemen konsentrasi keuangan pada Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.

13. Dr. Erna Susilowati. S.E., M.M. Sebagai dosen pengasuh matakuliah Teori investasi Manajemen pada program doktor ilmu manajemen konsentrasi keuangan pada Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
14. Lena Ellitan; Ph.D. Sebagai Dosen Pengasuh Mata Kuliah Metodologi Penelitian yang banyak memberi masukan dan pengarahan, sehingga terleselainya disertasi ini pada Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
15. Dr. Andry Irwanto, yang telah memberikan banyak masukan atas tulisan disertasi secara profesional dalam akademik yang berbasis pada ilmu keuangan pada Program Doktor ilmu manajemen, Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
16. Dr. Bambang Widjanarko Otok, yang selalu membimbing dalam pengolahan data secara statistik serta sebagai penguji ujian disertasi di Program Doktor ilmu manajemen, Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
17. Dr. Dyna Rahmawati, yang selalu memberi motivasi dalam menyusun disertasi yg berbasis pada keuangan yang sesuai dengan dunia usaha di Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
18. Pemerintah Timor Leste, melalui Kementerian Pendidikan dan kebudayaan, yang memberi Beasiswa untuk melanjutkan pendidikan di

Program Doktor Ilmu Manajemen Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya, demi masa depan Negara Timor Leste.

19. Rektor UNIPAZ, Prof. Dr. Lucas Da Costa, Msi. Beserta jajarannya yang selalu memberi masukan baik materil maupun spiritual.
20. Kedua orang tua ayah dan ibunda yakni: Bapak Daniel Da Costa Cabral dan Ibu Santina Xavier, telah pergi dari sisiku selama ini, akan tetapi arwah mereka berdua selalu mendampingi saya dalam menggapai cita-cita saya.
21. Paman dan Tante yakni: Paman Fernando Xavier dan Tante Carlota Olinda Araujo Xavier, yang selama ini memberi arahan yang berkaitan dengan masa depan yang penuh dengan kompetisi dalam ilmu pengetahuan.
22. Ibu angkat Sancha Xavier, yang selalu berdoa dengan harapan untuk kesuksesan saya di masa yang akan datang.
23. Istriku tercinta Laura Luciana Joao De Almeida, yang selalu berdoa dengan harapan untuk mencapai ilmu pengetahuan dalam membangun masa depan bangsa dan keluarga.
24. Kaka dan adik yakni: Kaka Pascuela Amaro, Domingas Neves, Angelina Bertolomeu, Benedita Adao, Santina Joao, Briginha Juvinal, Fernanda Sebastiao, Marciana Xavier, Madalena Albertino, Francisco Atina, Benedito Odete, Benedito Anjeli, dan para adik yakni: Ostarlin Mize, Ako, Malik Nina, Merinha Anus, Antonio Magno, Elidio Rita, dengan harapan dalam doa mereka akan sukses selalu.

25. Dari keluarga ayah dan ibu, selalu memberi dukungan baik melalui material maupun spiritualitas.
26. Masyarakat Manyar Kartika Gang 5, yang selalu hidup rukun dan damai dalam pergaulan selama 7 tahun.
27. Pulau Jawa dan Alam Jawa serta masyarakat Jawa yang berbaik HATI.
28. Bapak dan ibu staf administrasi program PascaSarjana program doktor Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.

Semoga segala bantuan dari berbagai pihak mendapat balasan yang setimpal dari Tuhan Yang Maha Kuasa. Semoga tulisan ini dapat memberikan manfaat bagi perkembangan ilmu pengetahuan bagi siapa saja yang memerlukan.

Mateus Xavier Da Costa Cabral

Agustus 2018

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL LUAR	i
HALAMAN SAMPUL DALAM.....	ii
LEMBAR PENGESAHAN	iii
PERNYATAAN KEASLIAN TULISAN.....	iv
ABSTRAK	v
ABSTRACT	vi
RINGKASAN DISERTASI.....	vii
UCAPAN TERIMA KASIH	xviii
DAFTAR ISI.....	xxiii
DAFTAR TABEL	xxvii
DAFTAR GAMBAR.....	xxviii
BAB 1 PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	14
1.3 Tujuan Penelitian	14
1.4 Manfaat Penelitian	15
BAB 2 KAJIAN PUSTAKA	
2.1 Teori Keagenan	17
2.2 Variabel Penelitian	20
2.2.1 Kepemilikan Institusional	20
2.2.2 Kebijakan Hutang.....	22
2.2.3 Kebijakan Dividen	24
2.2.4 Kinerja Perusahaan.....	26
2.3 Penelitian Terdahulu	27
2.4 Pengaruh Antar Variabel.....	45
2.4.1 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Perusahaan.....	45

2.4.2	Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Kinerja Perusahaan.....	47
2.4.3	Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kinerja Perusahaan.....	48
2.4.4	Hubungan Timbal Balik antara Kepemilikan Institusional dengan Kebijakan Hutang	49
2.4.5	Hubungan Timbal Balik antara Kepemilikan Institusional dengan Kebijakan Dividen	52
2.4.6	Hubungan Timbal Balik antara Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen.....	56
2.4.7	Hubungan Timbal Balik antara Kepemilikan Institusional dengan Kinerja Perusahaan	60
2.4.8	Hubungan Timbal Balik antara Kebijakan Hutang dengan Kinerja Perusahaan	61
2.4.9	Hubungan Timbal Balik antara Kebijakan Dividen dengan Kinerja Perusahaan	66
2.5	Kerangka Konseptual	69
2.6	Hipotesis.....	70

BAB 3 METODE PENELITIAN

3.1	Rancangan Penelitian	71
3.2	Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel	71
3.3	Klasifikasi Variabel.....	73
3.3.1	Variabel Penelitian	73
3.3.2	Definisi Operasional Variabel.....	73
3.4	Prosedur Pengumpulan Data	75
3.5	Teknik Analisis Data.....	76

BAB 4 HASIL DAN ANALISIS DATA PENELITIAN

4.1	Gambaran Subyek Penelitian	80
4.2	Analisis Data	81
4.2.1	Statistik Deskriptif	81

4.2.2	Pemodelan Kinerja Perusahaan.....	84
4.2.2.1	Pengaruh Kepemilikan Institusional (INST), Kebijakan Hutang (DER), Kebijakan Dividen (DPR) Terhadap Kinerja Perusahaan (ROE).....	84
4.2.2.2	Pengaruh Kepemilikan Institusional (INST), Kebijakan Hutang (DER), Kebijakan Dividen (DPR) Terhadap Kinerja Perusahaan (ROE)	87
4.2.2.3	Uji Kausalitas Granger	89
4.2.3	Pengujian Asumsi Klasik	93

BAB 5 PEMBAHASAN

5.1	Pengaruh Kepemilikan Institusional (INST), Kebijakan Hutang (DER), Kebijakan Dividen (DPR) Terhadap Kinerja Perusahaan (ROE).....	96
5.1.1	Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Perusahaan	96
5.1.2	Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Kinerja Perusahaan	98
5.1.3	Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kinerja Perusahaan.....	101
5.2	Pengaruh Periode Kepemilikan Institusional (INST), Kebijakan Hutang (DER), Kebijakan Dividen (DPR) Terhadap Kinerja Perusahaan (ROE).....	102
5.2.1	Pengaruh ROE(t-1) dan ROE(t-2) terhadap ROE(t).....	103
5.2.2	Pengaruh DER(t) dan DER(t-1) terhadap ROE(t)	103
5.2.3	Pengaruh DPR(t) dan DPR(t-1) terhadap ROE(t).....	104
5.2.4	Pengaruh INST(t) dan INST(t-1) terhadap ROE(t).....	104
5.3	Hubungan Timbal Balik Antar Variabel.....	105

5.3.1	Hubungan Timbal Balik Antara Kepemilikan Institusional Dengan Kebijakan Hutang	105
5.3.2	Hubungan Timbal Balik Antara Kepemilikan Institusional Dengan Kebijakan Dividen	107
5.3.3	Hubungan Timbal Balik Antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen.....	109

BAB 6 PENUTUP

6.1	Kesimpulan	112
6.2	Saran	114

DAFTAR PUSTAKA

DAFTAR LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel	3.1	Kriteria Sampel Penelitian.....	72
Tabel	4.1	Sampel Penelitian	81
Tabel	4.2	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	82
Tabel	4.3	Hasil Uji Pengaruh INST, DER, DPR Terhadap ROE.....	84
Tabel	4.4	Pengujian Secara Parsial Periode INST, DER, DPR Terhadap ROE	86
Tabel	4.5	Hasil Uji Kausalitas Granger	90
Tabel	4.6	Nilai Autokorelasi.....	94

DAFTAR GAMBAR

Gambar	2.1	Kerangka Hipotesis dan Model Substitusi.....	69
Gambar	4.1.	Pemeriksaan Homooskedastisitas	93
Gambar	4.2	Uji Normalitas	95