

MEKANISME KONTROL DAN KONFLIK KEAGENAN

DISERTASI



Oleh :

CHRISTIAN HERDINATA

PROGRAM STUDI DOKTOR ILMU MANAJEMEN

PROGRAM PASCASARJANA

UNIVERSITAS KATOLIK WIDYA MANDALA

SURABAYA

2014

MEKANISME KONTROL DAN KONFLIK KEAGENAN

DISERTASI

**Diajukan kepada
Universitas Katolik Widya Mandala
untuk memenuhi persyaratan
gelar DOKTOR**



Oleh :

CHRISTIAN HERDINATA

NPM : 8121410002

PROGRAM STUDI DOKTOR ILMU MANAJEMEN

PROGRAM PASCASARJANA

UNIVERSITAS KATOLIK WIDYA MANDALA

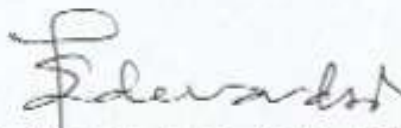
SURABAYA

2014

NASKAH DISERTASI INI TELAH DISETUJUI

TANGGAL : 18 September 2014

Promotor



Prof. Dr. Eduardus Tandelilin, M.B.A.

Ko Promotor

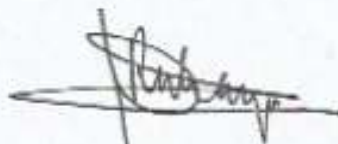


Dr. Hermeindito, M.M.

Menyetujui,

Ketua Program Studi Doktor Ilmu Manajemen

Program Pascasarjana Universitas Katolik Widya Mandala



Dr. Mujjilah Rahayu, M.M.

PERNYATAAN KEASLIAN TULISAN

Saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa disertasi ini adalah tulisan saya sendiri, dan tidak ada gagasan atau karya ilmiah siapa pun yang saya ambil secara tidak jujur. Bahwa semua gagasan dan karya ilmiah yang saya kutip telah saya lakukan sejalan dengan etika dan kaidah penulisan ilmiah.

Surabaya, September 2014

METERAI
TEMPIL
91AB1ACF50501500
6000
Christian Heruinata



NPM: 8121410002

UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur kepada Tuhan Yesus Kristus yang senantiasa memberikan hikmat dan kekuatan serta pertolongan sehingga disertasi ini dapat selesai dengan baik dan benar.

Penulis juga mengucapkan terima kasih yang mendalam kepada:

1. Prof. Dr. Eduardus Tandelilin, M.B.A, selaku Promotor pembimbing disertasi.
2. Dr. Hermeindito, M.M, selaku Ko-Promotor pembimbing disertasi.
3. Prof. Dr. Anita Lie, selaku Direktur Pascasarjana UKWMS.
4. Dr. Mudjilah Rahayu, M.M, selaku Ketua Program Doktor UKWMS.
5. Prof. Dr. Eduardus Tandelilin, M.B.A; Dr. Hermeindito, M.M; Dr. Mudjilah Rahayu, M.M; Dr. Putu Anom Mahadwartha; Dr. Rahmat Setiawan; Dr. Erna Susilawati; Eddy Junarsin, M.B.A., Ph.D; Prof. Budiman Christiananta, Drs.Ec., M.A., Ph.D; Prof. Dr. Anita Lie; Prof. Drs. Ec. V. Henky Supit, Ak; Prof. Dr. Danardana Murwani, M.M; Prof. Dr. Lucas da Costa, S.E, M.Si selaku penguji disertasi.
6. Seluruh dosen pengajar program Doktor Ilmu Manajemen UKWMS.
7. Seluruh rekan mahasiswa program Doktor Ilmu Manajemen UKWMS.
8. Dr. Ir. Denny Bernardus., M.M selaku Pengurus Yayasan Ciputra Pendidikan.
9. Ir. Tonny Antonio, M.Eng selaku Rektor Universitas Ciputra; Ir. Yohannes Somawiharja, M.Sc. selaku Dikrektur Akademik Universitas Ciputra; dan Victor Effendi selaku Direktur Operasional Universitas Ciputra.

10. Dr. Yusak Anshori., M.M selaku Dekan Fakultas Enterpreneurial Business Universitas Ciputra; Wirawan E. Radianto, M.Sc., Ak selaku Wakil Dekan Universitas Ciputra; Damelina B. Tambunan, S.E., M.M., CPM selaku Kepala Program Studi International Business Management (RC); Meidiahna Kusuma, S.E., M.Bus selaku Kepala Program Studi International Business Management (IC); Tommy Christian Efrata, S.E., M.Sc selaku Wakil Kepala Program Studi International Business Management (RC).
11. Rekan kerja khususnya dosen dan staff di Fakultas Entrepreneurial Business Universitas Ciputra serta seluruh dosen dan staff di Universitas Ciputra.
12. PT. Bursa Efek Indonesia Cabang Perwakilan Surabaya.
13. Istriku tercinta, Yanita Arnold, S.T serta buah hati kami, Stand Emmanuel Timothy.
14. Orang tua yaitu Suhartony, S.Pd dan Suryani, S.Pd serta mertua yaitu Yamin Arnold dan Karyanie.
15. Adikku yaitu Evina Natallia, S.Psi, dan Yulanda, S.Psi.
16. Semua pihak yang telah memberikan dukungan dan doa yang tidak bisa saya sebutkan satu per satu.

Pada akhirnya, tanpa dukungan dari semua pihak tersebut, saya tidak akan mampu menyelesaikan disertasi ini. Terima kasih untuk semua hal yang diberikan kepada saya, baik materiil maupun imateriil. Tuhan memberkati kita semua, amin.

Surabaya, 18 Agustus 2014

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized initial 'C' followed by a series of connected loops and a long horizontal stroke extending to the right.

Christian Herdinata

Pemulis

RINGKASAN

Pendahuluan

Ekspropriasi dapat dilakukan oleh pemegang saham mayoritas melalui kebijakan perusahaan yang menimbulkan konflik keagenan dengan pemegang saham minoritas. Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa pemegang saham mayoritas dapat menggunakan otoritas yang dimilikinya untuk mendapatkan manfaat privat. Cara untuk memperoleh manfaat privat antara lain dilakukan melalui *tunneling*. Johnson *et al.* (2000) mendefinisikan *tunneling* sebagai transfer sumber daya keluar dari perusahaan untuk kepentingan pemegang saham pengendali. Transaksi pihak berelasi yang terindikasi *tunneling*, antara lain: transaksi pembayaran kas, pembelian aset, penjualan aset, dan tukar-menukar aset (Cheung *et al.*, 2006; Cheung, Qi, dan Rau., 2009). Berdasarkan permasalahan tersebut maka penting untuk membuktikan apakah *tunneling* terjadi pada perusahaan di Indonesia?. Selanjutnya, bagaimana mekanisme kontrol dapat dilakukan untuk mengurangi ekspropriasi melalui *tunneling* sehingga konflik keagenan dapat menurun?. Maka dari itu, penelitian ini memiliki fokus utama untuk melakukan mekanisme kontrol terhadap konflik keagenan yang terjadi pada *asset utilization* yang terindikasi *tunneling* sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Penelitian empiris berkaitan dengan mekanisme kontrol terhadap konflik keagenan dilakukan oleh beberapa peneliti, antara lain: Jensen dan Meckling (1976) menunjukkan bahwa penggunaan utang dapat membantu mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham. Selanjutnya, Jensen (1986) membuktikan bahwa mekanisme penggunaan utang dapat mengurangi masalah keagenan yang disebabkan karena *overinvestment*. Selain itu, Kim dan Sorenson (1986), Long dan Malitz (1985), Friend dan Lang (1988) menemukan bahwa keputusan untuk menaikkan utang konsisten dengan penurunan biaya keagenan. Hal ini juga didukung oleh Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menguji tiga keputusan keuangan yaitu *leverage*, *dividen*, dan *insider ownership* dalam model persamaan simultan. Mereka menemukan bahwa utang dan *dividen* digunakan secara bersamaan untuk mengurangi biaya keagenan. Disisi lain, Bathala, Moon, dan Rao (1994) menguji dengan sistem persamaan simultan dari *insider ownership*, *leverage*, dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen. Mereka menemukan kepemilikan institusional bertindak sebagai substitusi untuk kepemilikan manajerial dan *leverage* dalam melakukan kontrol terhadap konflik keagenan. Selanjutnya, Chen dan Steiner (1999) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan manajer memiliki efek substitusi dalam mengendalikan konflik keagenan. Berdasarkan penelitian empiris tersebut, maka penelitian ini menggunakan kepemilikan institusional dan kebijakan utang sebagai mekanisme kontrol terhadap konflik keagenan yang terjadi pada *asset utilization*.

Penelitian ini secara khusus meneliti *asset utilization* yang dikelola oleh perusahaan. Beberapa penelitian menemukan bahwa terjadi penurunan nilai perusahaan pada saat pengumuman transaksi pihak berelasi yang terindikasi *tunneling* (Cheung *et al.*, 2006 dan Cheung, Qi, dan Rau., 2009). Jian dan Wong (2010) menemukan bahwa perusahaan melakukan *tunneling* menggunakan transaksi piutang pada pihak berelasi untuk mentransfer sumber daya keluar perusahaan. Selanjutnya, Cheung, Jing, dan Lu (2009) menemukan bukti empiris bahwa transaksi penjualan dan pembelian aset pada pihak berelasi digunakan untuk melakukan *tunneling*. Disisi lain, Aharony *et al.* (2005) menemukan bahwa transaksi piutang kepada pihak berelasi terindikasi *tunneling* setelah IPO (*Initial Public Offering*). Penelitian ini menemukan indikasi adanya expropriation substitution mekanisme yang dilakukan oleh pemilik institusional. Oleh karena itu, tujuan dari penelitian ini yaitu: (1) menguji kepemilikan institusional sebagai mekanisme kontrol terhadap *asset utilization*; (2) menguji kebijakan utang sebagai mekanisme kontrol terhadap *asset utilization*; (3) menguji hubungan interdependensi antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang dalam melakukan mekanisme kontrol terhadap *asset utilization*; (4) menguji pengaruh *asset utilization* terhadap kinerja perusahaan; (5) menguji kepemilikan institusional sebagai mekanisme kontrol terhadap kinerja perusahaan; (6) menguji kebijakan utang sebagai mekanisme kontrol terhadap kinerja perusahaan.

Kajian Pustaka

Institutional Ownership and Asset Utilization

Kemampuan dalam melakukan kontrol dapat berbeda pada berbagai tingkat kepemilikan (Morck, Shleifer, dan Vishny, 1988; Bukart, Gromb, dan Panunzi, 1997). Argumen ini didasarkan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka semakin efektif dalam mengendalikan manajer dibandingkan tingkat kepemilikan institusional yang rendah. Hal ini diperkuat oleh pernyataan Bukart *et al.* (1997) bahwa tingkat kepemilikan memberikan insentif bagi pemilik untuk memantau perilaku manajer yang lebih efektif. Selain itu, Guroy dan Aydogan (1999) dan Pedersen dan Thomsen (2001) menemukan bahwa kepemilikan terkonsentrasi berdampak positif terhadap kinerja perusahaan. Disisi lain, Iskandar *et al.* (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi mampu secara efektif dalam meningkatkan efisiensi *asset utilization*. Penelitian lain dilakukan oleh Iturriaga dan Crisostomo (2010) yang menemukan hubungan berbentuk *bell shaped* antara pemegang saham mayoritas dan nilai perusahaan. Pada awalnya pemegang saham mayoritas melakukan peran *monitoring* yang aktif terhadap manajemen perusahaan sehingga berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun seiring dengan meningkatnya tingkat kepemilikan maka pemegang saham mayoritas melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas sehingga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan bukti empiris tersebut maka terdapat *trade-off* antara efek *monitoring* melalui kepemilikan institusional terhadap *asset utilization* dan efek ekspropriasi melalui *tunneling* terhadap *asset utilization* karena perubahan perilaku pemegang saham institusional pada tingkat kepemilikan yang

berbeda. Berdasarkan penjelasan yang ada maka hipotesis penelitian yang dibentuk, sebagai berikut:

H₁: Pengaruh kepemilikan institusional terhadap *asset utilization* bersifat non linier, yaitu pada awalnya menunjukkan efek ke arah positif, namun pada tingkat yang semakin tinggi menunjukkan efek ke arah negatif.

Leverage and Asset Utilization

Kebijakan utang merupakan alternatif untuk memindahkan biaya pengawasan oleh pemilik kepada kreditur dan penggunaan utang juga mendorong manajer untuk lebih bertindak disiplin agar tidak terancam kebangkrutan (Harris dan Raviv, 1990 dan Megginson, 1997:335). Penelitian Maloney, McCormick dan Mitchell (1993) menemukan bahwa utang meningkatkan kemampuan pengambilan keputusan oleh pihak manajemen perusahaan. Friend dan Lang (1988) juga menemukan bahwa kebijakan utang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan dengan melibatkan pihak eksternal perusahaan untuk melakukan pengawasan terhadap pihak manajemen perusahaan. Ade (2008) menemukan bahwa ada hubungan yang positif antara pemantauan eksternal oleh pihak bank yang merupakan kreditur terhadap *total asset turnover*. Berdasarkan bukti empiris tersebut menunjukkan bahwa ketika utang rendah maka efek mekanisme kontrol terhadap *asset utilization* lemah, sebaliknya ketika utang semakin tinggi maka efek mekanisme kontrol terhadap *asset utilization* semakin kuat karena utang digunakan sebagai kontrol terhadap perilaku pemegang saham institusional yang melakukan ekspropriasi melalui *tunneling* terhadap *asset utilization* sehingga merugikan pihak bank atau kreditur yang telah meminjamkan dana kepada perusahaan. Berdasarkan penjelasan yang ada maka hipotesis penelitian yang dibentuk, sebagai berikut:

H₂: Pengaruh kebijakan utang terhadap *asset utilization* bersifat non linier, yaitu pada awalnya menunjukkan efek ke arah negatif, namun pada tingkat yang semakin tinggi menunjukkan efek ke arah positif.

Institutional Ownership and Leverage

Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) menemukan bahwa utang dan dividen digunakan secara komplementer untuk mengurangi biaya keagenan, namun mereka tidak menemukan bukti bahwa *insider ownership* merupakan substitusi *leverage* dan dividen dalam mengendalikan biaya keagenan. Selanjutnya, Bathala, Moon, dan Rao (1994) menguji model persamaan simultan berdasarkan variabel *insider ownership*, *leverage*, dan kepemilikan institusional. Mereka menemukan kepemilikan institusional bertindak sebagai substitusi untuk kepemilikan manajerial dan *leverage*. Selain itu, Pusher (1995) menemukan hubungan substitusi antara kepemilikan institusional dan *leverage*. Disisi lain, Chen dan Steiner (1999) menemukan bahwa *leverage*, kepemilikan manajerial, dividen, dan risiko memiliki efek substitusi serta antara kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial. Selanjutnya, Crutchley *et al.* (1999) menemukan bahwa terdapat hubungan substitusi antara struktur kepemilikan dengan utang maupun dividen. Berdasarkan bukti empiris tersebut

menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan kebijakan utang dapat digunakan sebagai mekanisme kontrol terhadap konflik keagenan yang berfungsi secara efisien. Pada saat mekanisme kontrol melalui kepemilikan institusional atau kebijakan utang lemah maka mekanisme kontrol yang dilakukan perusahaan memiliki hubungan komplementer (hubungan positif). Disisi lain, pada saat kepemilikan institusional atau kebijakan utang kuat maka mekanisme kontrol yang dilakukan perusahaan memiliki hubungan substitusi (hubungan negatif). Berdasarkan penjelasan yang ada, maka hipotesis penelitian yang dibentuk, sebagai berikut:

H₃: Pada saat kepemilikan institusional dan kebijakan utang rendah menunjukkan hubungan positif (komplementer) namun pada saat kepemilikan institusional dan kebijakan utang tinggi menunjukkan hubungan negatif (substitusi).

Asset Utilization and Corporate Performance

Pengaruh *asset utilization* terhadap kinerja perusahaan dipengaruhi oleh transaksi pihak berelasi yang terindikasi *tunneling*. *Tunneling* dapat terjadi melalui *cash flow tunneling* dan *asset tunneling* (Atasanov *et al.*, 2008). Jian dan Wong (2003) menemukan bahwa perusahaan menggunakan transaksi piutang pada pihak berelasi melalui *tunneling* untuk mentransfer sumber daya keluar perusahaan. Selanjutnya, Aharony *et al.* (2005) menemukan bahwa transaksi pinjaman kepada pihak berelasi digunakan sebagai alat melakukan *tunneling* setelah IPO. Disisi lain, Cheung, Jing, dan Lu (2009) menemukan bukti empiris bahwa perusahaan publik di Hongkong melakukan *asset tunneling* melalui transaksi pihak berelasi. Hal tersebut terjadi karena perusahaan publik melakukan transaksi dengan pihak berelasi pada harga yang lebih tinggi dibanding pada transaksi dengan pihak independen. Maka dari itu, penjualan aset pada pihak berelasi di bawah harga wajar (*tunneling out*) akan berpengaruh terhadap kinerja keuangan tetapi secara tidak langsung yaitu melalui hilangnya potensial sinergi antara aset yang mengalami *tunneling* dan aset yang tersisa (Atasanov *et al.*, 2008). Disisi lain, pembelian aset dari pihak berelasi di atas harga wajar (*tunneling in*) akan menurunkan profitabilitas perusahaan (Atasanov *et al.*, 2008). Oleh karena itu, peningkatan *asset utilization* akan sejalan dengan peningkatan kinerja perusahaan sebagai dampak dari penerapan mekanisme kontrol melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang. Beberapa penelitian yang menemukan bahwa *asset utilization* memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan antara lain: Wang, Goerge Yungchih (2010); Abdulla, Shah, dan Khan (2012); dan Pouraghajan, Tabari, Mansourinia, dan Emamgholipour (2013). Berdasarkan penjelasan yang ada, maka hipotesis penelitian yang dibentuk, sebagai berikut:

H₄: *Asset utilization* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan

Institutional Ownership and Corporate Performance

Duggal dan Millar (1999) menjelaskan bahwa peran penting kepemilikan institusional dalam meningkatkan efisiensi pasar modal yaitu: pertama, investor institusional dianggap memiliki kemampuan riset yang lebih baik, canggih, dan

memadai dari pada investor individu dalam melakukan analisis investasi; kedua, kepemilikan institusional yang tinggi merupakan insentif untuk melakukan pengawasan terhadap manajer. Crutchley *et al.*, (1999) mengungkapkan bahwa pemilik institusi dianggap memiliki kemampuan superior dalam mengendalikan manajemen daripada pemilik individu. Selanjutnya, Thomsen (2004) menemukan bahwa struktur kepemilikan yang terkonsentrasi oleh pemegang saham mayoritas berhubungan non linier dengan nilai perusahaan yaitu ketika struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah maka nilai perusahaan turun tetapi ketika tingkat kepemilikan semakin tinggi maka mereka akan melakukan internalisasi sehingga melindungi investasi mereka yang cukup besar dalam perusahaan. Hu dan Izumida (2008) juga menemukan pengaruh non linier berbentuk U antara konsentrasi kepemilikan dan kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan adanya *trade-off* antara efek ekspropriasi (*expropriation effect*) dan efek pemantauan (*monitoring effect*) karena perubahan perilaku pemegang saham mayoritas pada tingkat konsentrasi kepemilikan yang berbeda. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi konsentrasi kepemilikan maka semakin kecil tindakan ekspropriasi oleh pemegang saham mayoritas karena meningkatnya dampak negatif dari ekspropriasi yang mereka harus ditanggung. Selain itu, ada beberapa peneliti menemukan hubungan secara non linier antara lain: Cui and Mak (2002); Meca and Ballesta (2009), dan Wellalage and Locke (2011) yang menemukan efek non linier pada hubungan antara kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan yaitu pada saat kepemilikan institusional rendah memiliki efek negatif dan ketika kepemilikan institusional semakin tinggi memiliki efek positif. Berdasarkan penjelasan yang ada, maka hipotesis penelitian yang dibentuk sebagai berikut:

H₅: Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan bersifat non linier, yaitu pada awalnya menunjukkan efek ke arah negatif, namun pada tingkat yang semakin tinggi menunjukkan efek ke arah positif.

Leverage and Corporate Performance

Jensen (1986) menemukan bahwa penggunaan utang mendorong manajer untuk bertindak disiplin sejalan dengan peningkatan risiko keuangan perusahaan. Disisi lain, penggunaan utang juga mencegah tindakan manajer melakukan tindakan berlebihan (*over-investment*) dari penggunaan modal internal yang dapat menyebabkan peningkatan biaya keagenan (*residual loss*) yang harus ditanggung oleh pemilik (Hermeindito, 2012). Harris dan Raviv (1990) berpendapat bahwa penggunaan utang selain meningkatkan kedisiplinan manajer juga membuat manajer bersedia memberikan informasi kepada kreditor mengenai prospek perusahaan. Jensen (1986, 1993), dan Stulz (1990) menunjukkan bahwa utang membantu mencegah investasi yang berlebihan dari arus kas bebas (*over-investment*) oleh manajer untuk kepentingan mereka sendiri. Disisi lain, utang bertindak sebagai mekanisme pengikatan (*bonding mechanism*) yang mendorong manajer untuk mendistribusikan *cash flow* (Jensen, 1986). Selanjutnya, McConnell dan Servaes (1995) dan Iturriaga dan Crisostomo (2010) menemukan nilai buku utang berkorelasi

positif dengan nilai perusahaan ketika kesempatan investasi rendah. Hal ini menunjukkan bahwa utang dapat mengurangi masalah investasi yang berlebihan (*over-investment*). Disisi lain, Beiner et al. (2006) menemukan hubungan positif antara *leverage* dan nilai perusahaan serta menyarankan *leverage* dapat digunakan sebagai mekanisme tatakelola perusahaan dalam mendisiplinkan manajer dalam perusahaan. Selain itu, ada beberapa peneliti telah menemukan hubungan secara non linier antara lain: Kim and Sorensen (1996) dan Hermeindito (2009) yang menemukan bahwa pengaruh *leverage* terhadap kinerja perusahaan memiliki efek non linier yaitu pada awalnya menunjukkan efek positif, namun ketika utang semakin tinggi menunjukkan efek negatif. Hal tersebut menunjukkan bahwa ketika utang semakin tinggi maka dapat menyebabkan kesulitan keuangan (*financial distress*) atau kebangkrutan. Berdasarkan penjelasan yang ada, maka hipotesis penelitian yang dibentuk, sebagai berikut:

H₆: Pengaruh kebijakan utang terhadap kinerja perusahaan bersifat non linier, yaitu pada awalnya menunjukkan efek ke arah positif, namun pada tingkat yang semakin tinggi menunjukkan efek ke arah negatif.

Metode Penelitian

Data penelitian berupa data panel yang diperoleh dari perusahaan di Indonesia sejak tahun 2001-2012. Kriteria pemilihan sampel perusahaan, yaitu: (1) Perusahaan di Indonesia yang telah diaudit sejak tahun 2001-2012 dan termasuk non keuangan yaitu sebanyak 177 perusahaan; (2) Perusahaan yang diteliti menyediakan informasi data laporan keuangan secara lengkap untuk semua periode penelitian dan terdapat 17 perusahaan yang tidak menyediakan informasi data secara lengkap; (3) Perusahaan yang diteliti tidak sedang mengalami proses akuisisi, merger, dan *delisting*, karena pada perusahaan yang mengalami *delisting* tidak dapat diperoleh data keuangan yang dibutuhkan dalam penelitian karena penghapusan pencatatan perusahaan, hasilnya ditemukan 3 perusahaan yang mengalami *delisting*; (4) Perusahaan yang diteliti menyediakan informasi data pasar modal secara lengkap dan hasilnya terdapat 21 perusahaan yang tidak menyediakan informasi data secara lengkap. Total sampel akhir yaitu 136 perusahaan. Data laporan keuangan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) periode 2001-2012 kemudian dilakukan pemeriksaan ulang dengan cara membandingkan data dari ICMD dengan laporan tahunan (*financial statement*) pada masing-masing perusahaan dan *Indonesian Securities Market Database* (ISMD) yang dipublikasikan oleh Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, Indonesia. Selanjutnya, untuk data pasar modal diperoleh dari laporan dari Bursa Efek Indonesia (BEI).

Penelitian ini memiliki variabel utama yaitu kepemilikan institusional (INST_OWN) merupakan persentase kepemilikan institusional total (Crutchley., Jensen., Jahera., dan Raymond, 1999); kebijakan utang (LEVERAGE) merupakan perbandingan antara total utang dan total asset (Abor, Joshua 2007); asset utilization (ASSET_UT) merupakan total penjualan dan total aset (Wang, 2010); kinerja perusahaan (Q) merupakan market value of equity ditambah total debt lalu dibagi

dengan total asset (Sulong dan Nor, 2010; Imam dan Malik, 2008; Bozec dan Laurin, 2008; Doumaet al., 2006; Thomsen, 2004; Chen, 2001; dan Wiwattanakantang, 2001). Selanjutnya, variabel kontrol antara lain: kepemilikan institusional kuadrat (INST_OWN²) merupakan persentase kepemilikan institusional total dikuadratkan (Crutchley., Jensen., Jahera., dan Raymond, 1999); kebijakan utang kuadrat (LEVERAGE²) merupakan perbandingan antara total utang dan total asset dikuadratkan (Abor, Joshua 2007); kepemilikan manajerial (MGR_OWN_DUM) merupakan variabel *dummy* yaitu nilai 1 untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan manajer dan 0 untuk lainnya (Hermeindito, 2012); struktur aset (SA) merupakan perbandingan antara aset tetap total dan aset total (Hermeindito, 2004); return on invested capital (ROIC) merupakan NOPAT dikurang dividen yang dibayarkan kemudian dibagi dengan jumlah utang jangka panjang dan total ekuitas yang telah dikurangi dengan saldo laba ditahan (Chan, 2001); market to book value of asset (MBVA) merupakan perbandingan antara harga pasar ekuitas dan total asset (Mahadwartha, 2004); return on asset (ROA) merupakan perbandingan antara laba bersih dan total aset (Hermeindito, 2012); risiko return on asset (Risk_ROA) merupakan standar deviasi dari laba bersih dibagi total aset (Hermeindito, 2009); kepemilikan domestik (DOM_OWN) merupakan persentase kepemilikan institusional domestik Ismiyanti (2007); kepemilikan asing (FORG_DUM) merupakan variabel *dummy* yaitu nilai 1 untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan asing dan 0 untuk lainnya (Faisal, 2012); operating cash flow (OCF) merupakan perbandingan antara operating cash flow dan total aset (Hermeindito, 2009); Financial Distress (FDISS) merupakan variabel *dummy* yaitu nilai 1 untuk perusahaan yang tidak mengalami financial distress dan 0 untuk lainnya (Hermeindito, 2012); Blockholder (BLOCK_DUM) merupakan variabel *dummy* yaitu nilai untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan orang dalam diatas lima persen dan 0 untuk lainnya (Chen and Steiner, 1999).

Penelitian ini menggunakan model persamaan simultan dengan teknik *Three-Stage Least Square* untuk menguji hipotesis penelitian. Model persamaan simultan digunakan dalam penelitian ini karena variabel kepemilikan institusional (INST_OWN) dan kebijakan utang (LEVERAGE) dalam model analisis merupakan variabel endogenus dan bersifat interdependen (Greene, 2000: 690). Berikut empat persamaan yang dikembangkan dan diuji berdasarkan hipotesis penelitian, yaitu:

$Q = \alpha_1 + \beta_{11}ASSET_UT + \beta_{12}INST_OWN + \gamma_{11}INST_OWN^2 + \beta_{13}LEVERAGE + \gamma_{12}LEVERAGE^2 + \delta_{11}MGR_OWN_DUM + \delta_{12}SA + \delta_{13}ROIC + \delta_{14}ROA + \varepsilon_1$	[1]
$ASSET_UT = \alpha_2 + \beta_{21}INST_OWN + \gamma_{21}INST_OWN^2 + \beta_{22}LEVERAGE + \gamma_{22}LEVERAGE^2 + \delta_{21}RISK_ROA + \delta_{22}SA + \delta_{23}ROIC + \varepsilon_2$	[2]
$INST_OWN = \alpha_3 + \beta_{31}LEVERAGE + \gamma_{31}LEVERAGE^2 + \delta_{31}DOM_OWN + \delta_{32}FORG_DUM + \delta_{33}OCF + \delta_{34}MGR_OWN_DUM + \delta_{35}FDISS + \varepsilon_3$	[3]
$LEVERAGE = \alpha_4 + \beta_{41}INST_OWN + \gamma_{41}INST_OWN^2 + \delta_{41}SA + \delta_{42}BLOCK_DUM + \delta_{43}MBVA + \varepsilon_4$	[4]

Berikut ini merupakan penjelasan dari proses identifikasi model persamaan simultan yaitu tahap pertama mengaplikasikan syarat *order and rank conditions of identification* untuk mengidentifikasi (Gujarati and Porter, 2012: 382). Selanjutnya, tahap kedua melakukan perhitungan variabel predetermined yang dikeluarkan dan variabel endogen yang dimasukkan dengan nilai K = adalah sejumlah variabel predetermined dalam model; k = jumlah variabel predetermined dalam setiap persamaan dalam model; m = jumlah variabel endogen pada setiap persamaan dalam model. Tahap ketiga melakukan uji hausman-test dengan cara melakukan *reduced form* yaitu memasukkan semua variabel eksogen dari persamaan lain ke persamaan endogen untuk mencari nilai residual. Selanjutnya, *reduced form* dilakukan antar persamaan yang ada dalam model. Tahap keempat berdasarkan persamaan *reduced form* tersebut akan didapatkan nilai residual. Nilai residual akan dimasukkan kembali pada persamaan endogen, kemudian dianalisis menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS). Setelah mendapatkan hasil OLS maka dilakukan pengecekan tingkat signifikan dari variabel eksogen pada persamaan endogen yang digunakan dan hasilnya ditemukan nilai signifikan, maka langkah selanjutnya yaitu dilakukan uji korelasi antar residual. Tahap kelima, uji korelasi antar residual dilakukan menggunakan metode *Two-Stage Least Square* (2SLS) pada persamaan simultan. Apabila terdapat korelasi antar residual yang signifikan, maka teknik estimasi pengujian model persamaan simultan yang tepat digunakan yaitu *Three-Stage Least Square* (3SLS). Penelitian ini menunjukkan bahwa korelasi antar residual terbukti signifikan pada uji korelasi antar residual (lampiran) sehingga teknik estimasi yang digunakan yaitu *Three-Stage Least Square* (3SLS).

Hasil Data dan Pembahasan

Tabel 1 menyajikan deskripsi statistik variabel penelitian pada 1632 observasi berdasarkan data panel. Nilai rata-rata variabel kinerja perusahaan (Q) sebesar 1,4273, yang berarti bahwa secara umum nilai kapitalisasi pasar ditambah nilai buku utang sekitar 1,4273 kali nilai aset. Nilai rata-rata variabel *asset utilization* ($Asset_UT$) sebesar 0,9694, yang berarti bahwa secara umum perusahaan mampu memanfaatkan aset untuk menghasilkan penjualan sebesar 96,94%. Nilai rata-rata variabel kepemilikan institusional ($INST_OWN$) sebesar 0,6372 yang berarti bahwa secara umum konsentrasi kepemilikan institusional total adalah sebesar 63,72%. Nilai rata-rata variabel kebijakan utang ($LEVERAGE$) sebesar 0,5968 yang berarti bahwa secara umum rasio utang 59,68% atau total utang yang dimiliki perusahaan 59,68% dibiayai dengan total aset perusahaan. Berikut ini merupakan statistik deskriptif seluruh variabel yang diteliti, yaitu:

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel

Variabel	N	Mean	Std. Dev.	Maximum	Minimum
Q	1632	1.427382	1.677857	40.805300	0.087759
ASSET_UT_TOT	1632	0.969420	0.715716	5.535500	0.001200
INST_OWN_TOT	1632	0.637268	0.235982	0.997400	0.000000
INST_OWN_TOT_2	1632	0.461765	0.261030	0.994800	0.000000
LEVERAGE	1632	0.596826	0.463638	8.249978	0.004959
LEVERAGE_2	1632	0.571030	2.097106	68.062140	0.000025
SA	1632	0.636574	0.635845	13.253000	0.001900
ROIC	1632	0.124962	0.854387	5.146900	-20.493100
ROA	1632	0.062737	0.275290	2.184500	-9.157200
RISK_ROA	1632	0.041557	0.238459	6.446153	0.000025
OCF	1632	0.064221	0.137985	1.136000	-1.615300
DOM_OWN	1632	0.374584	0.300672	1.414000	0.000000
FDISS	1632	0.931373	0.252897	1	0
MGR_OWN_DUM	1632	0.229779	0.420820	1	0
FORG_DUM	1632	0.520221	0.499744	1	0
BLOCK_DUM	1632	0.099265	0.299109	1	0
MBVA	1632	0.830555	1.613028	36.7995	0.0038

Tabel 1 menyajikan ringkasan deskripsi statistik variabel-variabel penelitian pada sampel perusahaan. Pengukuran variabel-variabel riset tersebut adalah sebagai berikut ini : Tabel 4.1 menyajikan ringkasan deskripsi statistik variabel-variabel penelitian pada sampel perusahaan. Pengukuran variabel-variabel tersebut dijelaskan sebagai berikut: Q_t (kinerja perusahaan) = (nilai pasar ekuitas + total utang)_t / (total aset)_t; INST_OWN (kepemilikan institusional) = persentase kepemilikan institusional total; $INST_OWN^2$ = persentase kepemilikan institusional total kuadrat; $LEVERAGE_t$ (kebijakan utang) = (total utang)_t / (total aset)_t; $LEVERAGE^2_t$ = (total utang / total aset)_t kuadrat; $ASSET_UT_t$ (pemanfaatan aset) = (total penjualan)_t / (total aset)_t; $MBVA_t$ = (nilai pasar ekuitas)_t / (total aset)_t; $RISK_ROA$ = (standar deviasi dari laba bersih)_t / (total aset)_t; DOM_OWN = persentase kepemilikan institusional domestik; OCF_t = (operating cash flow)_t / (total aset)_t; ROA_t = (laba bersih)_t / (total aset)_t; SA_t = (total aset tetap)_t / (total aset)_t; $ROIC_t$ = (NOPAT – dividen yang dibayarkan)_t / (utang jangka panjang + total ekuitas – saldo laba ditahan)_t; $FORG_DUM$ = variabel *dummy* yaitu nilai 1 untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan asing dan 0 untuk lainnya; $BLOCK_DUM$ = variabel *dummy* yaitu nilai 1 untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan orang dalam diatas atau sama dengan lima persen dan 0 untuk lainnya; $FDISS$ = variabel *dummy* yaitu nilai 1 untuk perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* dan 0 untuk lainnya; MGR_OWN_DUM = variabel *dummy* yaitu nilai 1 untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan manajer dan 0 untuk lainnya.

Berikut ini merupakan hasil pengujian model persamaan simultan dengan teknik estimasi *three stage least square* untuk menguji enam hipotesis (H_1 sampai dengan H_6). Pada Tabel 2 ini merupakan hasil pengujian model persamaan simultan, yaitu:

Tabel 2. Hasil Uji Model Persamaan Simultan

Variabel	1: Q	2: ASSET_UT	3: INST_OWN	4: LEVERAGE
INTERCEPT	5.1115 (3.11) ***	0.4733 (1.33)	-0.3953 (-1.34)	-0.0353 (-0.14)
ASSET_UT	1.5488 (2.59) ***			
INST_OWN	-19.4296 (-3) ***	2.1845 (1.65) *		1.7676 (1.97) **
INST_OWN ²	17.4662 (3.1) ***	-2.1195 (-1.84) *		-2.0375 (-2.62) ***
LEVERAGE	2.1356 (5.39) ***	-0.3989 (-4.61) ***	0.8434 (2.7) ***	
LEVERAGE ²	-0.0948 (-1.61)	0.0238 (1.76) *	-0.1417 (-3.64) ***	
SA	0.7593 (7.03) ***	0.0591 (2.27) **		0.3848 (25.88) ***
ROIC	-0.1259 (-2.83) ***	0.0187 (1.74) *		
ROA	1.0944 (8.12) ***			
RISK_ROA		0.0950 (2.65) ***		
OCF			0.1363 (1.85) *	
MBVA				0.0037 (0.79)
FDISS			0.8673 (4.73) ***	
DOM_OWN			0.0830 (2.26) **	
MGR_OWN_DUM	0.3998 (2.94) ***		0.0529 (2.18) **	
FORG_DUM			0.0766 (3.93) ***	
BLOCK_DUM				0.0971 (3.91) ***
R-squared	0.3404	0.7959	0.3571	0.7216
Adj. R-squared	0.2711	0.7748	0.2906	0.6932

Tabel 2 menyajikan ringkasan deskripsi statistik variabel-variabel penelitian pada sampel perusahaan. Pengukuran variabel-variabel riset tersebut adalah sebagai berikut ini: : Q_t (kinerja perusahaan) = (nilai pasar ekuitas + total utang)_t / (total aset)_t; $INST_OWN$ (kepemilikan institusional) = persentase kepemilikan institusional total; $INST_OWN^2$ = persentase kepemilikan institusional total kuadrat; $LEVERAGE_t$ (kebijakan utang) = (total utang)_t / (total aset)_t; $LEVERAGE^2_t$ = (total utang / total aset)_t kuadrat; $ASSET_UT_t$ (pemanfaatan aset) = (total penjualan)_t / (total aset)_t; $MBVA_t$ = (nilai pasar ekuitas)_t / (total aset)_t; $RISK_ROA$ = (standar deviasi dari laba bersih)_t / (total aset)_t; DOM_OWN = persentase kepemilikan institusional domestik; OCF_t = (operating cash flow)_t / (total asset)_t; ROA_t = (laba bersih)_t / (total aset)_t; SA_t = (total aset tetap)_t / (total aset)_t; $ROIC_t$ = (NOPAT – dividen yang dibayarkan)_t / (utang jangka panjang + total ekuitas – saldo laba ditahan)_t; $FORG_DUM$ = variabel *dummy* yaitu nilai 1 untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan asing dan 0 untuk lainnya; $BLOCK_DUM$ = variabel *dummy* yaitu nilai 1 untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan orang dalam diatas atau sama dengan lima persen dan 0 untuk lainnya; $FDISS$ = variabel *dummy* yaitu nilai 1 untuk perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* dan 0 untuk lainnya; MGR_OWN_DUM = variabel *dummy* yaitu nilai 1 untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan manajer dan 0 untuk lainnya..*** = tingkat signifikansi pada level 1%; ** = tingkat signifikansi pada level 5%; * = tingkat signifikansi pada level 10%.

Institutional Ownership dan Asset Utilization

Hasil pengujian model persamaan simultan dengan teknik estimasi *three stage least square* pada Tabel 2 menunjukkan bahwa koefisien variabel kepemilikan institusional pada tingkat rendah ($\beta_{21} = 2.1845$) bertanda positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 10%, sedangkan pada tingkat yang semakin tinggi ($\gamma_{21} = -2.1195$) bertanda negatif dan signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Dengan demikian, hipotesis 1 didukung. Pada saat pemegang saham institusional melakukan mekanisme kontrol terhadap *asset utilization* maka mereka melakukan fungsi *monitoring* dengan aktif dalam perusahaan. Tindakan ini berpengaruh positif terhadap *asset utilization*. Meskipun demikian, pada saat konsentrasi kepemilikan institusional semakin tinggi, maka mereka memperoleh hampir seluruh kontrol dalam perusahaan dan meningkatkan *moral hazard* untuk melakukan tindakan ekspropriasi melalui transaksi pihak berelasi. Kondisi ini dimanfaatkan oleh pemegang saham institusional sebagai pemegang saham mayoritas untuk melakukan *tunneling* sehingga merugikan pemegang saham minoritas dan berdampak pada penurunan *asset utilization*. Efek non linier ini merupakan bukti bahwa terdapat konflik antara pemegang saham mayoritas dengan minoritas. Penelitian ini didukung oleh Iturriaga dan Crisostomo (2010) yang menggunakan model regresi kuadratik untuk menguji hubungan antara konsentrasi kepemilikan dan nilai perusahaan yang menemukan hubungan berbentuk *bell shaped* antara kedua variabel tersebut. Mereka menemukan bahwa konsentrasi kepemilikan pada awalnya meningkatkan nilai perusahaan tetapi ketika konsentrasi kepemilikan sampai dengan *threshold* tertentu maka pemegang saham mayoritas melakukan peran *monitoring* yang aktif terhadap manajemen dalam perusahaan sehingga berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Meskipun demikian, seiring dengan meningkatnya kepemilikan terkonsentrasi setelah mencapai *threshold* tertentu maka pemegang saham mayoritas memiliki kekuatan yang cukup besar dan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas sehingga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, terdapat *trade-off* antara efek mekanisme kontrol melalui *monitoring* terhadap *asset utilization* melalui kepemilikan institusional dan efek konflik keagenan melalui *tunneling* terhadap *asset utilization* pada tingkat konsentrasi kepemilikan institusional yang semakin tinggi.

Leverage and Asset Utilization

Hasil pengujian dengan model persamaan simultan dengan teknik estimasi *three stage least square* pada Tabel 2 menunjukkan bahwa koefisien variabel kebijakan utang pada tingkat rendah ($\beta_{22} = -0.3989$) bertanda negatif dan signifikan pada tingkat signifikansi 1%, sedangkan pada tingkat yang semakin tinggi ($\gamma_{22} = 0.0238$) bertanda positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Dengan demikian, hipotesis 2 didukung. Pada saat kebijakan utang rendah, maka pihak kreditur atau perbankan melakukan fungsi *monitoring* yang masih relatif lemah dalam perusahaan. Tindakan ini berpengaruh negatif terhadap *asset utilization* karena pemegang saham institusional dapat melakukan ekspropriasi melalui *tunneling* terhadap pihak kreditur atau perbankan sehingga *asset utilization* menurun. Meskipun demikian, pada saat kebijakan utang semakin

tinggi, maka pihak kreditur atau perbankan memperoleh hampir seluruh kontrol dalam *asset utilization* sehingga dapat mengurangi tindakan ekspropriasi melalui *tunneling*. Friend dan Lang (1988) menemukan bahwa kebijakan utang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan dengan mengundang pihak eksternal untuk ikut melakukan pengawasan terhadap pihak manajemen perusahaan. Kebijakan utang yang diterapkan dapat menjadi kontrol untuk perusahaan melalui pihak bank atau kreditur sehingga *asset utilization* dapat lebih optimal dan berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan. Ade (2008) menemukan bahwa terdapat hubungan yang positif antara pemantauan eksternal oleh pihak bank terhadap *total asset turnover*. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan utang dapat digunakan sebagai kontrol terhadap *asset utilization*. Semakin tinggi penggunaan utang maka pihak bank atau kreditur akan melakukan *monitoring* semakin ketat sehingga *asset utilization* juga semakin meningkat. Oleh karena itu, terdapat *trade off* antara efek mekanisme kontrol melalui *monitoring* terhadap *asset utilization* dan efek konflik keagenan melalui *tunneling* terhadap *asset utilization* pada tingkat utang yang semakin tinggi.

Institutional Ownership and Leverage

Hasil pengujian dengan model persamaan simultan dengan teknik estimasi *three stage least square* pada Tabel 2 menunjukkan bahwa koefisien variabel kebijakan utang terhadap kepemilikan institusional secara linier ($\beta_{31} = 0.8434$) bertanda positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 1%, sedangkan secara non linier ($\gamma_{31} = -0.1417$) bertanda negatif dan signifikan pada tingkat signifikansi 1%. Selanjutnya, koefisien variabel kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang secara linier ($\beta_{41} = 1.7676$) bertanda positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 5%, sedangkan secara non linier ($\gamma_{41} = -2.0375$) bertanda negatif dan signifikan pada tingkat signifikansi 1%. Dengan demikian, hipotesis 3 didukung. Pada saat kepemilikan institusional dan kebijakan utang melalui pengujian secara linier menunjukkan hubungan komplementer. Hal tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan kebijakan utang saling melengkapi dalam melakukan mekanisme kontrol terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan. Selanjutnya, pada saat kepemilikan institusional dan kebijakan utang melalui pengujian secara non linier menunjukkan hubungan substitusi. Hal tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan kebijakan utang dapat digunakan salah satu dalam melakukan mekanisme kontrol terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan. Hasil temuan ini melengkapi hasil temuan sebelumnya bahwa terdapat hubungan substitusi antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang dalam melakukan mekanisme kontrol terhadap nilai perusahaan. Bathala, Moon, dan Rao (1994) menemukan kepemilikan institusional sebagai substitusi untuk kepemilikan manajer dan *leverage*. Selain itu, Pusher (1995) menemukan hubungan substitusi antara kepemilikan institusional dan *leverage*. Selanjutnya, Chen dan Steiner (1999) menemukan bahwa *leverage*, kepemilikan manajer, dividen, dan risiko memiliki efek substitusi. Selain itu, mereka juga menemukan bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan manajer memiliki hubungan substitusi. Crutchley *et al.* (1999)

juga menemukan bahwa terdapat hubungan substitusi antara struktur kepemilikan dengan utang maupun dividen.

Asset Utilization dan Corporate Performance

Hasil pengujian dengan model persamaan simultan dengan teknik estimasi *three stage least square* pada Tabel 2 menunjukkan bahwa koefisien variabel *asset utilization* ($\beta_{11} = 1.5488$) bertanda positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 1%. Dengan demikian, hipotesis 4 yang menyatakan bahwa *asset utilization* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan didukung. Pada saat *asset utilization* dapat dikontrol dengan benar melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang maka akan berdampak pada kinerja perusahaan. Oleh sebab itu, kepemilikan institusional dan kebijakan utang dapat melakukan fungsi *monitoring* dengan aktif dalam perusahaan sehingga ekpropriasi melalui *tunneling* dapat dikurangi. Tindakan tersebut akan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hubungan antara *asset utilization* terhadap kinerja perusahaan dapat dipengaruhi oleh transaksi pihak berelasi yang terindikasi *tunneling*. *Tunneling* dapat terjadi melalui *cash flow tunneling* dan *asset tunneling* (Atasanov *et al.*, 2008). Oleh karena itu, penerapan mekanisme kontrol yang dilakukan terhadap *asset utilization* melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang secara efektif dan efisien dapat mengontrol *asset utilization* sehingga berdampak positif terhadap kinerja perusahaan. Beberapa penelitian yang menemukan bahwa *asset utilization* memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, antara lain: Wang, Goerge Yungchih (2010); Abdulla, Shah, dan Khan (2012); dan Pouraghajan, Tabari, Mansourinia, dan Emamgholipour (2013).

Institutional Ownership dan Corporate Performance

Hasil pengujian dengan model persamaan simultan dengan teknik estimasi *three stage least square* pada Tabel 2 menunjukkan bahwa koefisien variabel kepemilikan institusional pada saat rendah ($\beta_{12} = -19.4269$) bertanda negatif dan signifikan pada tingkat signifikansi 1%, dan pada saat semakin tinggi ($\gamma_{11} = 17.4662$) bertanda positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 1%. Dengan demikian, hipotesis 5 didukung. Mekanisme kontrol melalui kepemilikan institusional dapat mengurangi konflik keagenan sehingga meningkatkan kinerja perusahaan. Pengawasan tersebut menjadi relevan dilakukan oleh pemilik karena terkait dengan kekayaan yang terikat dengan perusahaan yang dimilikinya sehingga melalui peningkatan kepemilikan institusional dapat mengurangi konflik keagenan yang muncul. Oleh karena itu, semakin tinggi kepemilikan institusional maka mekanisme kontrol yang dilakukan oleh pemegang saham institusional semakin kuat sehingga kinerja perusahaan meningkat karena konflik keagenan yang rendah. Beberapa peneliti telah menemukan hubungan secara non linier antara kepemilikan institusional dan kinerja perusahaan, yaitu: Cui and Mak (2002); Thomsen (2004), dan Hu dan Izumida (2008) menemukan efek non linier pada hubungan antara kepemilikan institusional dan kinerja perusahaan yaitu pada saat kepemilikan rendah memiliki efek negatif dan ketika kepemilikan semakin tinggi memiliki efek positif.

Leverage dan Corporate Performance

Hasil pengujian dengan model persamaan simultan dengan teknik estimasi *three stage least square* pada Tabel 2 menunjukkan bahwa koefisien variabel kebijakan utang pada tingkat rendah ($\beta_{13} = 2.1356$) bertanda positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 1%, sedangkan pada tingkat yang semakin tinggi ($\gamma_{12} = -0.0948$) bertanda negatif dan tidak signifikan. Dengan demikian, hipotesis 6 tidak didukung. Kebijakan utang dilakukan oleh pemilik dengan memindahkan kepada pihak perbankan atau kreditur untuk melakukan pengawasan sehingga dapat memaksimalkan kinerja perusahaan. Pengawasan tersebut menjadi relevan karena terkait dengan dana yang dipinjamkan oleh pihak perbankan atau kreditur kepada perusahaan sehingga diharapkan perusahaan harus mampu membayar bunga dan pokok pinjaman ketika jatuh tempo. Oleh karena itu, semakin tinggi kebijakan utang maka mekanisme kontrol yang dilakukan melalui kebijakan utang semakin kuat sehingga kinerja perusahaan meningkat. Di sisi lain, ketika kebijakan utang semakin tinggi maka dapat terjadi *trade-off* antara *equity holders* dan *debt holders* karena biaya pengawasan yang ditanggung melalui utang (*monitoring cost*) oleh pemilik dengan biaya yang ditanggung oleh kreditur jika pemegang saham institusional tidak mampu memenuhi kewajibannya karena proyek yang mengalami kegagalan. Beberapa peneliti telah menemukan hubungan secara non linier, antara lain: Kim and Sorensen (1996) dan Hermeindito (2009) yang menemukan bahwa pengaruh *leverage* terhadap kinerja perusahaan memiliki efek non linier yaitu pada awalnya menunjukkan efek positif kemudian semakin tinggi menunjukkan efek negatif.

Penutup

Mekanisme kontrol melalui kepemilikan institusional lebih dominan pada tingkat yang semakin tinggi terhadap *asset utilization* sehingga berdampak positif dan signifikan. Namun, pada tingkat kepemilikan institusional yang terlalu tinggi maka tindakan ekspropriasi melalui *tunneling* justru terjadi sehingga berdampak negatif dan signifikan terhadap *asset utilization*. Disisi lain, mekanisme kontrol melalui kebijakan utang lebih dominan pada tingkat yang tinggi sehingga berdampak positif dan signifikan terhadap *asset utilization*. Namun, pada tingkat kebijakan utang rendah maka tindakan ekspropriasi justru terjadi sehingga berdampak negatif dan signifikan terhadap *asset utilization*. Selanjutnya, secara non linier hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang adalah negatif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa secara non linier hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang adalah substitusi. Selain itu, pengaruh *asset utilization* terhadap kinerja perusahaan positif dan signifikan. Hal tersebut menunjukkan bahwa *asset utilization* dapat dikontrol dengan benar sehingga meningkatkan kinerja perusahaan. Selanjutnya, pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan pada tingkat kepemilikan pemegang saham institusional masih rendah maka tindakan ekspropriasi terjadi dan berdampak negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hal tersebut terjadi karena mereka merupakan pihak yang hanya sedikit merasakan dampak negatif dari penurunan kinerja perusahaan atas tindakan ekspropriasi. Disisi lain, ketika tingkat kepemilikan pemegang saham institusional semakin tinggi maka

berdampak positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hal tersebut terjadi disebabkan mereka mengurangi tindakan ekspropriasi karena merupakan pihak yang paling merasakan dampak negatif dari penurunan kinerja perusahaan. Selanjutnya, mekanisme kontrol perusahaan melalui kebijakan utang terhadap kinerja perusahaan merupakan cara untuk melakukan efisiensi biaya pengawasan. Namun dalam pengujian ini ditemukan tidak signifikan.

Beberapa saran untuk penelitian lebih lanjut meliputi yaitu isu ekpropriasi yang terjadi melalui tunneling perlu pembuktian lebih lanjut dengan kerangka model pengujian yang komprehensif, isu untuk titik batas *threshold* yang menunjukkan kepemilikan institusional dan kebijakan utang dapat digunakan sebagai mekanisme kontrol dan isu perusahaan dalam kelompok dan diluar kelompok yang berafiliasi yang dapat menunjukkan transaksi dari pihak-pihak berelasi yang terindikasi *tunneling*. Keterbatasan dalam penelitian ini yaitu data pemilik individu akhir (*ultimate shareholder*) dalam kepemilikan belum terdokumentasi dengan baik di Indonesia sehingga tidak tersedia data yang memadai untuk mengidentifikasi pemilik individu akhir termasuk dalam kelompok kepemilikan manajerial atau bersifat tidak terikat (*independent*). Perbedaan klasifikasi ini dapat memberikan simpulan yang berbeda dari hasil penelitian ini. Pengujian dalam penelitian ini masih terbatas secara non linier berupa kuadrat. Untuk mempelajari pola pengaruh mekanisme kontrol yang dilakukan melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan sebagai bagian dari konflik keagenan maka dapat dilakukan secara non linier berupa kubik sehingga dapat diketahui bentuk pola yang lebih jelas.

ABSTRACT

This research discusses about the roles of institutional ownership and leverage as control mechanism over agency conflict and how it affects corporate performance. Agency conflict is a result of expropriation via tunneling on asset utilization. This study uses panel data with a sample of 136 companies in Indonesia between 2001-2012. Simultaneous model testing using Three Stage Least Square estimation technique is also used in this study.

Results suggest that institutional ownership and leverage have a non-linear effect on asset utilization. Institutional ownership can be used as a control mechanism at higher levels of ownership. However, when the ownership surpasses certain level, institutional owners will be able to conduct expropriation through tunneling. Low-level leverage will result in expropriation through tunneling by institutional owners. On the other hand, higher level of leverage makes it possible to use leverage as control mechanism. This study also suggests that there is a substitutional correlation between the implementation of control mechanism and leverage. This research also proves that the effect of control mechanism on asset utilization will improve corporate performance.

This research does not specifically investigate the proportions of institutional ownership and leverage as borderline threshold which shows that the two variables can be used as control mechanism. It also implies

that the control mechanism over agency conflict which happens as a result of expropriation through tunneling can be done using institutional ownership and leverage. Institutional ownership and leverage must, in this case, be conducted properly towards asset utilization so that it can improve corporate performance.

This research provides evidence and solutions for agency conflicts that happen as a result of expropriation through tunneling. This research also contributes to the agency theory testing models which is using simultaneous similarity by considering non-linear and found indications of expropriation substitution mechanism performed by institutional ownership.

Keywords: *institutional ownership, leverage, asset utilization, corporate performance*

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL LUAR	i
HALAMAN SAMPUL DALAM	ii
LEMBAR PENGESAHAN	iii
PERNYATAAN KEASLIAN TULISAN	iv
UCAPAN TERIMA KASIH	v
RINGKASAN	vii
ABSTRAK	xxiii
DAFTAR ISI	xxv
DAFTAR GAMBAR	xxix
DAFTAR TABEL	xxx
DAFTAR LAMPIRAN	xxxii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Rumusan Masalah.....	21
1.3. Tujuan Penelitian.....	22
1.4. Manfaat Penelitian.....	23
1.5. Keaslian Penelitian.....	24
BAB 2 KAJIAN PUSTAKA	27
2.1. Landasan Teori.....	27
2.1.2. Kepemilikan Institusional.....	27
2.1.3. Kebijakan Utang.....	38
2.1.4. Asset Utilization.....	41
2.1.5. Kinerja Perusahaan.....	43

2.2. Hubungan Antar Variabel	45
2.2.1. Kepemilikan Institusional dan Asset Utilization.....	45
2.2.2. Kebijakan Utang dan Asset Utilization.....	47
2.2.3. Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Utang.....	49
2.2.4. Asset Utilization dan Kinerja Perusahaan.....	51
2.2.5. Kepemilikan Institusional dan Kinerja Perusahaan.....	54
2.2.6. Kebijakan Utang dan Kinerja Perusahaan.....	56
BAB 3 METODE PENELITIAN.....	59
3.1. Kerangka Konseptual Penelitian.....	59
3.2. Hipotesis Penelitian.....	64
3.3. Data dan Sampel.....	65
3.4. Definisi Operasional Variabel.....	67
3.4.1. Variabel Endogenus.....	67
3.4.2. Variabel Kontrol.....	70
3.5. Model Empiris.....	76
3.6. Hipotesis Statistik.....	78
3.7. Teknik Analisis Data	79
BAB 4 HASIL DAN ANALISIS DATA PENELITIAN.....	82
4.1. Statistik Deskriptif Penelitian.....	82
4.2. Hasil Identifikasi Persamaan Simultan.....	86
4.3. Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian.....	87
4.3.1. Hasil Pengujian Kepemilikan Institusional Sebagai Mekanisme Kontrol Terhadap Asset Utilization.....	91
4.3.2. Hasil Pengujian Kebijakan Utang Sebagai Mekanisme Kontrol Terhadap Asset Utilization.....	92
4.3.3. Hasil Pengujian Hubungan Interdependensi Antara Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Utang.....	93

4.3.4.	Hasil Pengujian Pengaruh Asset Utilization Terhadap Kinerja Perusahaan.....	95
4.3.5.	Hasil Pengujian Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Perusahaan.....	96
4.3.6.	Hasil Pengujian Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap Kinerja Perusahaan.....	97
BAB 5	PEMBAHASAN.....	99
5.1.	Pembahasan Hasil Studi.....	99
5.1.1.	Pembahasan Kepemilikan Institusional Sebagai Mekanisme Kontrol Terhadap Asset Utilization.....	99
5.1.2.	Pembahasan Kebijakan Utang Sebagai Mekanisme Kontrol Terhadap Asset Utilization.....	102
5.1.3.	Pembahasan Hubungan Interdependensi Antara Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Utang.....	105
5.1.4.	Pembahasan Pengaruh Asset Utilization Terhadap Kinerja Perusahaan.....	107
5.1.5.	Pembahasan Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Perusahaan.....	109
5.1.6.	Pembahasan Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap Kinerja Perusahaan.....	111
5.2.	Pembahasan Hasil Hubungan Antara Kepemilikan Institusional dengan Asse Utilization dan Kinerja Perusahaan.....	115
5.3.	Pembahasan Hasil Identifikasi Variabel Kepemilikan Manajerial	120

BAB 6	PENUTUP	125
	6.1. Simpulan Penelitian.....	125
	6.3. Keterbatasan Penelitian.....	127
	6.3. Saran Penelitian.....	129
	6.4. Implikasi Penelitian.....	130
DAFTAR PUSTAKA		136

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1.	Mekanisme Kontrol Melalui Kepemilikan Institusional.....	16
Gambar 1.2.	Mekanisme Kontrol Melalui Kebijakan Utang.....	19
Gambar 1.3.	Model Pengujian Mekanisme Kontrol dan Konflik Keagenan.....	25
Gambar 2.1.	Skema Ultimate Shareholder dan Kepemilikan.....	31
Gambar 3.1.	Kerangka Proses Berpikir.....	60
Gambar 3.2.	Kerangka Konseptual Penelitian.....	61
Gambar 5.1.	Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Asset Utilization Pada Tingkat Konsentrasi Kepemilikan Yang Semakin Tinggi....	101
Gambar 5.2.	Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap Asset Utilization Pada Tingkat Utang Yang Semakin Tinggi.....	104
Gambar 5.3.	Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Asset Utilization dan Kinerja Perusahaan Pada Tingkat Proporsi Kepemilikan Yang Semakin Tinggi.....	115

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1. Tipe Transaksi Antar Pihak Berelasi.....	42
Tabel 3.1. Proses Pemilihan Sampel.....	66
Tabel 3.2. Sampel Perusahaan Berdasarkan Kelompok Industri.....	66
Tabel 3.3. Hipotesis Alternatif dan Hipotesis Statistik.....	78
Tabel 3.4. Koefisien Variabel.....	80
Tabel 3.5. Identifikasi Model Persamaan Simultan.....	81
Tabel 4.1. Statistik Deskriptif Variabel.....	83
Tabel 4.2. Uji Korelasai Antar Residual.....	87
Tabel 4.3. Hasil Uji Model Persamaan Simultan.....	88
Tabel 4.4. Hasil Ringkasan Pengujian Hipotesis Penelitian.....	90
Tabel 5.1 Hasil Uji Beda Rata-Rata.....	120
Tabel 5.2. Identifikasi Variabel <i>Dummy</i> Kepemilikan Manajerial.....	123

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1.	Daftar Perusahaan Sampel.....	150
Lampiran 2.	Penelitian Terdahulu.....	154
Lampiran 3.	Keterkaitan Antara Isu Penelitian, Permasalahan Penelitian, Tujuan Penelitian, Hipotesis Penelitian, dan Prediksi Hasil Penelitian.....	159
Lampiran 4.	Statistik Deskriptif Penelitian.....	163
Lampiran 5.	Hasil Uji Persamaan Simultan Seluruh Variabel.....	164
Lampiran 6.	Hasil Uji Persamaan Simultan Tanpa Variabel Kepemilikan Manajerial.....	182
Lampiran 7.	Hasil Uji Beda Rata-Rata.....	200