

# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Semakin besarnya perusahaan dan luasnya usaha maka pemilik tidak bisa mengelola sendiri perusahaan sehingga pemilik membutuhkan pihak lain untuk mengelola. Pada saat pemilik menempatkan manajer sebagai bagian dari pemilik perusahaan maka kepentingan pemilik dan manajer sebagai pengelola menjadi sejajar (*convergence*). Potensi konflik muncul ketika terjadi perbedaan kepentingan antara pemilik dengan manajer yang mengelola perusahaan (*entrenchment*). Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa setiap individu cenderung berusaha memaksimalkan kemakmuran sendiri sehingga konflik keagenan berpotensi terjadi apabila terdapat pemisahan antara pemilik dengan pengelola perusahaan. Hal ini merupakan salah satu perspektif *agency theory* dari struktur kepemilikan antara pemilik dengan pihak manajer sebagai pengelola perusahaan.

Perspektif lain dari struktur kepemilikan dijelaskan oleh Mahadwartha (2004) bahwa sebagian besar perusahaan di Indonesia mempunyai pemegang saham dalam bentuk institusi bisnis (perseroan terbatas) yang seringkali merupakan representasi dari pendiri perusahaan dan rata-rata struktur kepemilikan merupakan kepemilikan institusional tunggal yang mencapai 48,39%. Hal ini menunjukkan jumlah yang relatif tinggi dan berpotensi memiliki kontrol mayoritas. Hal ini diperkuat oleh penjelasan Hermeindito

(2012) bahwa potensi konflik keagenan semakin besar karena bentuk pelaporan kepemilikan di Indonesia tidak mewajibkan mencatumkan *ultimate shareholders* (pemilik akhir perorangan dari institusi yang memiliki saham di perusahaan lain). Oleh karena itu, potensi konflik keagenan yang muncul di Indonesia lebih besar antara prinsipal institusional yang mayoritas dengan prinsipal lainnya yang minoritas daripada pemilik dengan pihak manajer. Hal ini menunjukkan bahwa telah terjadi pergeseran konflik keagenan yang terjadi di Indonesia.

Konflik keagenan yang terjadi akan menimbulkan biaya keagenan. Biaya keagenan meliputi *monitoring cost*, *bonding cost*, dan *residual loss* (Jensen dan Meckling, 1976). *Monitoring cost* merupakan biaya yang dikeluarkan untuk mengawasi manajemen agar bertindak disiplin dalam mengelola aset dan sumber pendanaan perusahaan. *Bonding cost* merupakan pengeluaran sumber daya fisik (*expend resources*) agar agen tidak melakukan tindakan yang merugikan prinsipal. *Residual loss* meliputi biaya yang timbul karena perbedaan kepentingan agen dan prinsipal yang tidak mungkin dihilangkan dan berpengaruh pada penurunan kemakmuran prinsipal. Oleh karena itu, berdasarkan konflik keagenan yang terjadi di Indonesia maka biaya keagenan yang muncul disebabkan karena konflik kepentingan antara prinsipal institusional yang mayoritas dengan prinsipal lainnya yang minoritas dan bukan karena konflik kepentingan antara prinsipal dan agen.

Selanjutnya, konflik keagenan yang menimbulkan biaya keagenan akan berpengaruh pada kinerja perusahaan. Oleh karena itu, perbedaan

kepentingan yang menyebabkan konflik harus diselaraskan. Perbedaan kepentingan dapat dikurangi dengan cara menyatukan kepentingan (*convergence*) sehingga kedua pihak memiliki kepentingan yang sama. Kuan *et al.* (2000), Pedersen dan Thomsen (2001), serta Davies *et al.* (2005) menggunakan persamaan regresi (simultan) menemukan bukti empiris bahwa terdapat saling keterkaitan positif antara kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan dan hal ini dikenal dengan *convergence hypothesis*.

Di sisi lain, Morck *et al.* (1988) menemukan suatu penyimpangan terhadap *convergence hypothesis*. Hasil studi mereka menunjukkan bahwa pada tingkat kepemilikan yang rendah hingga moderat menunjukkan pola yang sejalan dengan peningkatan nilai perusahaan. Namun, pada tingkat kepemilikan yang semakin tinggi justru menurunkan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan kepentingan prinsipal dan agen bergeser ke arah penyimpangan (*entrenchment*) dan hal ini dikenal dengan *entrenchment hypothesis*. Oleh karena itu, perlu dikaji lebih lanjut dengan pergeseran konflik yang terjadi di Indonesia antara prinsipal institusional yang mayoritas dengan prinsipal lainnya yang minoritas akan mengarah kepada *convergence hypothesis* atau *entrenchment hypothesis*.

Konflik keagenan antara prinsipal institusional yang mayoritas dengan prinsipal lainnya yang minoritas dapat terjadi karena pemegang saham mayoritas dapat mengendalikan manajemen atau bahkan menjadi bagian dari manajemen itu sendiri. Akibatnya pemegang saham mayoritas memiliki kendali mutlak dibanding pemegang saham minoritas, sehingga pemegang

saham mayoritas bisa melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya, tetapi merugikan pemegang saham minoritas. La Porta *et al.* (1999) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan publik di Indonesia memiliki konsentrasi kepemilikan atau dikendalikan oleh pemegang saham besar. Oleh karena itu, konflik keagenan yang terjadi pada perusahaan publik di Indonesia adalah konflik antara prinsipal mayoritas yaitu representasi dari pemegang saham pengendali dan prinsipal minoritas sebagai representasi dari pemegang saham publik.

Konsentrasi kepemilikan oleh pemegang saham mayoritas bisa memicu terjadinya risiko ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Ekspropriasi merupakan cara memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000). Claessens *et al.* (2000) membuktikan terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas berdasarkan penelitian terhadap 2.980 perusahaan dari 9 negara Asia (Hongkong, Indonesia, Jepang, Korea Selatan, Malaysia, Filipina, Singapura, Taiwan, dan Thailand) dan ketika pemegang saham pengendali akhir adalah keluarga, maka tingkat ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas lebih tinggi. Di sisi lain, La porta *et al.* (2002) meneliti 539 perusahaan yang terdiri dari 27 negara. Hasil penelitian ini mendukung bahwa masalah ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas merupakan masalah yang penting dan hukum berperan penting dalam membatasi ekspropriasi itu.

Selanjutnya, Lemmon dan Lins (2003) meneliti pengaruh struktur kepemilikan terhadap *return* saham pada masa krisis (Juli 1997 – Agustus 1998) dengan 800 perusahaan dari 8 negara Asia termasuk Indonesia. Hasil yang ditemukan yaitu krisis berpengaruh negatif pada kesempatan investasi perusahaan dan meningkatkan dorongan (*incentive*) bagi pemegang saham pengendali untuk mengekspropriasi investor minoritas. La Porta *et al.* (1998) juga meneliti pengaruh sistem hukum negara pada proteksi terhadap pemegang saham luar dan kreditor dengan data 49 negara. Hasilnya ditemukan bahwa struktur kepemilikan yang terkonsentrasi berhubungan negatif pada proteksi investor. Wolfenzon (1999) menginterpretasikan adanya sistem piramidal sebagai cara dalam melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Struktur yang ditemukan oleh Classens *et al.* (2000) menunjukkan struktur piramidal banyak dipakai oleh pemegang saham pengendali di Indonesia. Hal tersebut menunjukkan bahwa di Indonesia terjadi ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas.

Ekspropriasi dapat dilakukan oleh pemegang saham mayoritas melalui kebijakan perusahaan. Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa pemegang saham mayoritas lebih tertarik menggunakan kontrol yang dimilikinya untuk mendapatkan manfaat privat. Pada saat manfaat privat atas kontrol yang dimiliki besar, pemegang saham mayoritas akan berusaha untuk mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk menghasilkan manfaat privat

tersebut<sup>1</sup>. 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: (1) transaksi pembayaran kas; (2) pembelian aset; (3) penjualan aset; dan (4) tukar-menukar aset (Cheung *et al.*, 2006; Cheung, Qi, dan Rau., 2009). Berdasarkan permasalahan tersebut maka konflik keagenan dalam pemanfaatan aset (*asset utilization*) apabila tidak diselesaikan dengan mekanisme yang benar dan tidak menemukan solusi yang tepat, maka akan berpengaruh pada kinerja perusahaan.

Maka dari itu, melalui penelitian ini diharapkan mendapat solusi yang tepat untuk melakukan mekanisme kontrol terhadap *asset utilization* untuk mengurangi konflik keagenan. Semakin tinggi intensitas konflik keagenan yang terjadi maka akan berpengaruh pada penurunan kinerja perusahaan akibat biaya keagenan yang meningkat dan sebaliknya semakin rendah intensitas konflik maka akan berpengaruh pada kenaikan kinerja perusahaan

---

<sup>1</sup> Filatotchev dan Mickiewicz (2001) mengungkapkan bahwa pemegang saham mayoritas melakukan tindakan untuk mendapatkan keuntungan bagi kepentingan mereka sendiri atas biaya dari pemegang saham minoritas (*private benefit of control*). Pada saat *private benefit of control* tinggi maka pemegang saham mayoritas akan cenderung mengamankan *control* dan menjaga kepemilikan terkonsentrasi ditangan mereka. Oleh karena itu, struktur kepemilikan yang terkonsentrasi tinggi memungkinkan pemegang saham mayoritas melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Johnson *et al.* (2000) menggunakan istilah *tunneling* untuk menggambarkan tindakan ekspropriasi atau transfer sumber daya keluar perusahaan yang akan menguntungkan pemegang saham mayoritas dan merugikan pemegang saham minoritas.

akibat biaya keagenan yang menurun. Isu konflik keagenan ini perlu dikaji dan ditemukan solusi yang tepat untuk melakukan mekanisme kontrol terhadap *asset utilization* yang berpengaruh pada kinerja perusahaan. Maka dari itu, penelitian ini difokuskan untuk menyelesaikan konflik keagenan yang terjadi di dalam *asset utilization* karena *tunneling*.

Penelitian empiris berkaitan dengan mekanisme kontrol untuk menyelesaikan isu 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. Jensen (1986) menunjukkan bahwa mekanisme penggunaan utang dapat mengurangi masalah keagenan karena *overinvestment*. Kim dan Sorenson (1986), Long dan Malitz (1985), Friend dan Lang (1988) menemukan bahwa keputusan untuk menaikkan utang konsisten dengan penurunan biaya keagenan. Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menguji tiga keputusan keuangan yaitu *leverage*, dividen, dan kepemilikan *insider* dalam sistem simultan. Mereka menemukan bahwa utang dan dividen tampaknya dipilih secara bersamaan untuk mengurangi biaya keagenan, namun mereka tidak menemukan bukti bahwa kepemilikan *insider* merupakan pengganti utang dan dividen dalam mengendalikan biaya keagenan.

Selanjutnya, Bathala, Moon, dan Rao (1994) menguji sistem simultan dari kepemilikan *insider*, *leverage*, dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen. Mereka menemukan kepemilikan institusional bertindak sebagai substitusi untuk kepemilikan manajerial dan *leverage*. Chen dan

Steiner (1999) menunjukkan bahwa *leverage*, kepemilikan manajerial, dividen, dan risiko memiliki efek substitusi serta antara kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial. Berdasarkan penelitian empiris tersebut, maka terdapat empat variabel yang dapat digunakan sebagai mekanisme kontrol untuk mengendalikan biaya keagenan, yaitu: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan utang, kebijakan dividen.

Berdasarkan karakteristik kondisi perusahaan di Indonesia bahwa jumlah kepemilikan manajerial semakin lama semakin kecil. Herdinata (2013) meneliti dari 134 perusahaan non keuangan yang telah diaudit sejak tahun 2000-2011 bahwa rata-rata perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial hanya sekitar 32 perusahaan per tahun, sehingga kepemilikan manajerial relatif sulit digunakan sebagai variabel dari mekanisme kontrol dalam penelitian di Indonesia. Selain itu, kebijakan dividen juga relatif sulit digunakan karena data dividen di Indonesia yang relatif sedikit sehingga kurang terintegrasi dengan kebijakan keuangan perusahaan. Herdinata (2013) meneliti dari 134 perusahaan non keuangan yang telah diaudit sejak tahun 2000-2011 bahwa rata-rata perusahaan yang membagikan dividen hanya sekitar 52 perusahaan per tahun.

Oleh karena itu, penelitian ini akan memfokuskan pada kepemilikan institusional dan kebijakan utang yang akan diteliti lebih lanjut sebagai mekanisme kontrol dan sekaligus untuk meneliti lebih jauh apakah terdapat hubungan substitusi atau komplementer antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang dalam melakukan mekanisme kontrol terhadap konflik



keagenan yang terjadi dalam *asset utilization* yang berpengaruh pada kinerja perusahaan. Maka dari itu, penelitian ini berfokus pada mekanisme kontrol (*control mechanism*) dan bukan pada mekanisme kebijakan (*policy mechanism*) dalam mengurangi konflik keagenan yang terjadi karena ekspropriasi melalui *tunneling* yang terjadi pada perusahaan untuk dilakukan mekanisme kontrol.

Penerapan mekanisme kontrol melalui kepemilikan institusional yaitu dengan melakukan pengawasan sehingga dapat mengurangi biaya keagenan untuk memaksimalkan kinerja perusahaan<sup>2</sup>. Pengawasan tersebut menjadi relevan dilakukan oleh pemilik karena terkait dengan kekayaan yang terikat dengan perusahaan yang dimilikinya, sehingga melalui peningkatan proporsi kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya keagenan yang muncul khususnya pada *asset utilization* yang dimiliki perusahaan melalui pengawasan yang dilakukan. Hal yang menarik untuk diteliti lebih lanjut yaitu kepemilikan pada tingkat tertentu ternyata dapat sejalan dengan peningkatan kinerja perusahaan (*convergence hypothesis*) tetapi dapat juga terjadi penyimpangan dengan kinerja perusahaan (*entrenchment hypothesis*).

---

<sup>2</sup> Efek positif konsentrasi kepemilikan dapat dijelaskan oleh *efficient monitoring hypothesis* yang menyatakan bahwa dengan meningkatnya konsentrasi kepemilikan, maka pemegang saham mayoritas akan memiliki insentif yang kuat dan power yang besar dengan biaya yang rendah untuk memonitor manajemen (Hu dan Izumida, 2008). Grossman dan Hart (1986) menyatakan bahwa pemegang saham yang mempunyai kepemilikan yang besar dalam perusahaan menunjukkan keinginan yang lebih kuat untuk memainkan peran aktif dalam keputusan keuangan perusahaan, karena mereka mendapatkan manfaat dari usaha *monitoring* yang mereka lakukan. Mahadwartha (2004) menemukan bahwa sebagian besar perusahaan di Indonesia mempunyai pemegang saham dalam bentuk institusi bisnis (perseroan terbatas) yang seringkali merupakan representasi dari pendiri perusahaan dan rata-rata struktur kepemilikan merupakan kepemilikan institusional tunggal yang mencapai 48,39%.

Proporsi kepemilikan institusional yang semakin tinggi menyebabkan pemegang saham mayoritas memiliki kontrol. Hal tersebut menyebabkan pemegang saham mayoritas memiliki otoritas secara lebih dekat untuk mengawasi perusahaan dan pihak manajemen sehingga memberikan pengaruh positif, tetapi sebaliknya pemegang saham mayoritas juga berpotensi untuk berkonflik dengan pemegang saham lain, khususnya pemegang saham minoritas (Surya dan Yustiavandana, 2006). Konflik ini akan memberikan akibat buruk ketika pemegang saham mayoritas melakukan eksploitasi perusahaan yang dikontrolnya dengan biaya yang juga ditanggung para pemegang saham lain, khususnya para pemegang saham minoritas sehingga dapat menurunkan kinerja perusahaan. Oleh karena itu, menjadi penting untuk diteliti pada perusahaan di Indonesia yaitu mengarah kepada *convergence hypothesis* atau *entrenchment hypothesis* dalam hubungan antara kepemilikan institusional dengan *asset utilization* sebagai bagian dari kinerja perusahaan.

Penelitian di Indonesia telah dilakukan oleh Mahadwartha (2004) menemukan bahwa mendukung *convergence hypothesis*, tetapi berbeda dengan Hermeindito (2009) yang menemukan bahwa mendukung *entrenchment hypothesis*. Oleh karena itu, perlu penelitian lebih lanjut untuk membuktikan perbedaan efek dan hubungan non linier antara kepemilikan institusional terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga berbeda dengan penelitian Mahadwartha (2004) dan Hermeindito (2009), karena penelitian ini mempertimbangkan *asset utilization*

yang belum banyak dilakukan untuk model pengujian dalam mekanisme kontrol yang tidak digunakan oleh peneliti sebelumnya. Penelitian ini mempertimbangkan peran mekanisme kontrol dari kepemilikan institusional terhadap ekspropriasi yang terjadi pada *asset utilization* melalui *tunneling* yang berpengaruh pada kinerja perusahaan dan belum banyak teliti.

Selanjutnya, penerapan mekanisme kontrol melalui kebijakan utang dilakukan oleh pemilik dengan memindahkan kepada kreditur untuk melakukan pengawasan terhadap *asset utilization* agar dapat mengurangi biaya keagenan yang muncul dan pada akhirnya memaksimalkan kinerja perusahaan. Pengawasan tersebut menjadi relevan karena terkait dengan dana yang dipinjamkan oleh pihak perbankan atau kreditur kepada perusahaan sehingga diharapkan perusahaan mampu membayar bunga dan pokok pinjaman ketika jatuh tempo.

Di sisi lain, penggunaan utang dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan karena beban bunga yang dibayarkan dapat mengurangi pendapatan yang terkena pajak sehingga menghemat pembayaran pajak, akan tetapi jika penggunaan utang semakin tinggi dapat menyebabkan risiko kebangkrutan. Oleh karena itu, hal ini tercermin dari *trade-off* antara manfaat utang melalui penghematan pajak dan risiko perusahaan untuk memberikan nilai yang optimal bagi perusahaan dan hal ini dikenal sebagai *trade-off theory* (Bringham *et al.* 1999). Oleh karena itu, menjadi penting untuk diteliti pada perusahaan di Indonesia, yaitu mendukung *trade-off theory* atau tidak.

Modigliani dan Miller (1963) mengoreksi asumsi tanpa pajak menjadi model dengan mempertimbangkan pajak perusahaan. Koreksi asumsi ini membawa implikasi pada perubahan proposisi bahwa semakin tinggi utang semakin tinggi nilai perusahaan sehingga tidak mendukung *trade-off theory*. Namun, sejumlah peneliti menunjukkan dukungan terhadap *trade-off theory*, antara lain: Sabiswalsky, 2010; Hackbarth *et al*, 2007; Myers, 2003; Hermeindito, 2002; Rajan dan Zingales, 1995). Oleh karena itu, perlu penelitian lebih lanjut untuk membuktikan perbedaan efek dan hubungan non linier antara kebijakan utang terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan. Selain itu, penelitian ini mempertimbangkan peran mekanisme kontrol dari kebijakan utang terhadap ekspropriasi yang terjadi pada *asset utilization* melalui *tunneling* yang berpengaruh pada kinerja perusahaan dan belum banyak teliti.

Mekanisme kontrol melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang terhadap *asset utilization* akan berpengaruh pada peningkatan kinerja. *Asset utilization* dalam perusahaan yang dapat dikelola secara optimal akan meningkatkan produktivitas perusahaan sehingga kinerja perusahaan menjadi meningkat. Oleh karena itu, hal terpenting yang perlu dilakukan yaitu bagaimana memonitor terhadap *asset utilization*. Penelitian Iskandar *et al*. (2012) meneliti bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi berpengaruh positif terhadap *asset utilization*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi memiliki kepentingan untuk memanfaatkan aset secara optimal sehingga ketika perusahaan mampu

memanfaatkan aset tersebut maka kinerja perusahaan akan meningkat dan pemilik akan memperoleh keuntungan, demikian sebaliknya.

Di sisi lain, ditemukan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap *asset utilization*. Hal ini terjadi karena ketika kebijakan utang yang diterapkan membutuhkan sebagian besar aset sebagai jaminan atas penggunaan utang maka dapat mengarah pada *financial distress*, sehingga kinerja perusahaan menurun. Oleh karena itu, perlu penelitian lebih lanjut untuk membuktikan dalam hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang terhadap *asset utilization* dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan. Hal ini merupakan kontribusi yang baru dari penelitian ini.

Mekanisme kontrol dapat dilakukan pada *asset utilization* melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang untuk mengendalikan konflik keagenan yang terjadi sehingga kinerja perusahaan dapat meningkat. Pola mekanisme kontrol yang terjadi antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang dapat berupa hubungan substitusi atau komplementer. Hubungan substitusi terjadi ketika kebijakan yang diambil perusahaan untuk mengendalikan konflik keagenan dapat dilakukan dengan menggunakan salah satu kebijakan yaitu berdasarkan kepemilikan institusional atau kebijakan utang, sedangkan hubungan komplementer terjadi ketika kebijakan yang diambil perusahaan untuk mengendalikan konflik keagenan dilakukan secara bersama-sama untuk saling melengkapi, yaitu berdasarkan kepemilikan institusional dan kebijakan utang.

Mekanisme kontrol melalui kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan dapat terjadi karena pemegang saham institusional sangat berkepentingan dengan kinerja perusahaan karena sebagian besar kekayaan pemegang saham institusional terkait langsung dengan kekayaan perusahaan. Ketika proporsi kepemilikan (*ownership*) pemegang saham pengendali rendah maka ia akan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas dengan kontrol yang dimiliki karena pemegang saham pengendali merupakan pihak yang hanya sedikit merasakan pengaruh negatif dari penurunan nilai perusahaan atas tindakan ekspropriasi tersebut karena kepemilikannya yang rendah. Hal tersebut sejalan dengan argumen *Negative Entrenchment Effect* (NEE) yang dikemukakan oleh Siregar (2006) yaitu pemegang saham pengendali menggunakan kemampuannya mengendalikan manajemen untuk kepentingan pribadi dengan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas.

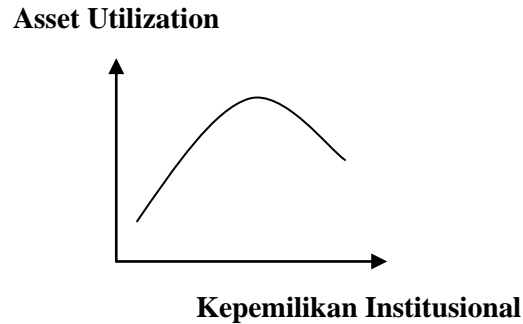
Di sisi lain, ketika proporsi kepemilikan (*ownership*) pemegang saham pengendali tinggi maka ia tidak akan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas karena pemegang saham pengendali merupakan pihak yang paling merasakan pengaruh negatif dari penurunan nilai perusahaan atas tindakan ekspropriasi tersebut karena kepemilikannya yang tinggi, sehingga kepemilikan yang tinggi dapat menjadi mekanisme kontrol. Hal tersebut sejalan dengan argumen *Positive Incentive Effect* (PIE) yang dikemukakan oleh Siregar (2006) bahwa pemegang saham pengendali memonitor manajemen dengan tujuan untuk peningkatan nilai perusahaan dan

menghindari terjadinya ekspropriasi. Oleh karena itu pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan pada tingkat tertentu (negatif) tetapi ketika kepemilikan institusional semakin tinggi (positif).

Selanjutnya, mekanisme kontrol yang dilakukan kepemilikan institusional terhadap *asset utilization* yaitu seiring dengan meningkatnya kepemilikan institusional dalam perusahaan, maka mekanisme kontrol yang dilakukan terhadap perusahaan juga meningkat, sehingga *asset utilization* meningkat (positif). Namun, ketika konsentrasi kepemilikan mencapai tingkat tertentu yang semakin tinggi, maka *moral hazard* yang mereka lakukan juga meningkat dan cenderung menggunakan kekuatannya untuk menguntungkan diri mereka sendiri dengan melakukan ekspropriasi melalui *tunneling* sehingga *asset utilization* menurun (negatif). Berdasarkan penjelasan tersebut maka hubungan antara kepemilikan institusional dan *asset utilization* mengarah kepada *entrenchment hypothesis*.

Beberapa penelitian telah dilakukan tetapi dalam pengujian secara linier dan menemukan hasil yang berbeda. Jelinek and Stuerke (2009) dan Iskandar, Bukit and Sanusi (2012) menemukan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap *asset utilization* adalah negatif. Di sisi lain, Ang, Cole, and Lin (2000) dan Ade Yustina (2007) menemukan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap *asset utilization* adalah positif. Berdasarkan penjelasan yang ada, maka penting untuk mengkaji pola hubungan kepemilikan institusional dalam penerapan mekanisme kontrol untuk mengendalikan konflik keagenan yang berpengaruh pada *asset*

*utilization*. Berikut ini dijelaskan pada Gambar 1.1 tentang mekanisme kontrol yang dapat dilakukan melalui kepemilikan institusional terhadap *asset utilization*, sebagai berikut:



**Gambar 1.1. Mekanisme Kontrol Melalui Kepemilikan Institusional Terhadap *Asset Utilization***

Mekanisme kontrol melalui kebijakan utang terhadap kinerja perusahaan dapat terjadi karena 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 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 karena konflik keagenan yang rendah sehingga menimbulkan biaya keagenan yang relatif kecil.



Di sisi lain, ketika kebijakan utang semakin tinggi maka dapat terjadi *trade-off* antara biaya pengawasan yang ditanggung melalui utang dengan biaya kewajiban karena beban bunga dan pokok pinjaman yang semakin besar ditanggung oleh perusahaan sehingga pemegang saham institusional berusaha menjaga tingkat biaya pengawasan yang optimal dalam melakukan mekanisme kontrol melalui kebijakan utang. Jensen dan Meckling (1976) mengungkapkan bahwa pemilik modal utang dan ekuitas berkepentingan terhadap pengawasan para manajer yang mengelola modal dan aset yang mereka miliki. Oleh karena itu pengaruh kebijakan utang terhadap kinerja perusahaan pada tingkat tertentu (positif) tetapi ketika kepemilikan institusional semakin tinggi (negatif).

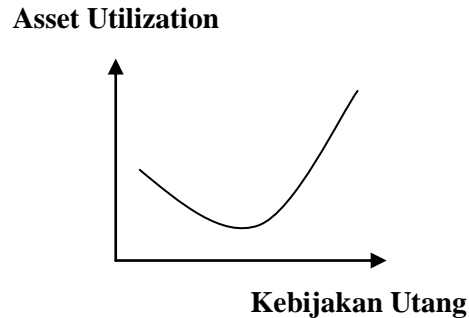
Selanjutnya, mekanisme kontrol melalui kebijakan utang terhadap *asset utilization* dapat terjadi karena pihak perbankan atau kreditur sangat berkepentingan terhadap *asset utilization* karena sebagian besar dana pinjaman diberikan oleh pihak perbankan atau kreditur kepada perusahaan atau debitur. Oleh karena itu, ketika utang rendah hingga moderat maka mekanisme kontrol yang dilakukan oleh pihak perbankan atau kreditur cenderung lemah terhadap *asset utilization* sehingga ekspropriasi meningkat, tetapi pada saat utang tinggi maka mekanisme kontrol yang dilakukan oleh pihak perbankan atau kreditur cenderung kuat terhadap *asset utilization* sehingga ekspropriasi menurun.

Pada saat pihak pemilik perusahaan mulai menggunakan utang yang masih relatif rendah maka terjadi ekspropriasi yang dilakukan oleh pemilik

terhadap pihak perbankan atau kreditur melalui *tunneling* terhadap aset perusahaan karena pihak kreditur atau perbankan masih memiliki kontrol yang lemah sehingga menyebabkan *asset utilization* menurun (negatif). Selanjutnya ketika utang digunakan semakin tinggi oleh pihak pemilik perusahaan maka kontrol pihak perbankan atau kreditur terhadap perusahaan semakin kuat dilakukan sehingga pihak pemilik akan berusaha menggunakan *asset* perusahaan dengan optimal sehingga *asset utilization* perusahaan meningkat (positif).

Berdasarkan penjelasan tersebut maka hubungan antara kebijakan utang dan *asset utilization* mengarah kepada *trade-off* antara manfaat utang sebagai mekanisme kontrol dan risiko kegagalan dalam membayar kewajiban berupa beban bunga dan pokok pinjaman yang harus dibayar. Beberapa penelitian telah dilakukan tetapi dalam pengujian secara linier dan menemukan hasil yang berbeda. Jelinek and Stuerke (2009) dan Iskandar, Bukit and Sanusi (2012) menemukan bahwa pengaruh kebijakan utang terhadap *asset utilization* adalah negatif. Di sisi lain, Ang, Cole, and Lin (2000) dan Ade Yustina (2007) serta Wang, George Yungchih (2010) menemukan bahwa pengaruh kebijakan utang terhadap *asset utilization* adalah positif. Berdasarkan penjelasan yang ada, maka penting untuk mengkaji pola hubungan kebijakan utang dalam penerapan mekanisme kontrol untuk mengendalikan konflik keagenan sehingga *asset utilization* dapat meningkat dan berpengaruh pada kenaikan kinerja perusahaan. Berikut ini dijelaskan

pada Gambar 1.2 tentang mekanisme kontrol melalui kebijakan utang terhadap *asset utilization*, sebagai berikut:



**Gambar 1.2. Mekanisme Kontrol Melalui Kebijakan Utang Terhadap *Asset Utilization***

Pengaruh dari penerapan mekanisme kontrol terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan yaitu konflik keagenan yang terjadi dapat menjadi semakin rendah. Hal ini sangat dipengaruhi oleh mekanisme kontrol yang dilakukan oleh perusahaan. Pada saat mekanisme kontrol berjalan dengan efektif melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang maka *asset utilization* dan kinerja perusahaan menjadi meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa konflik keagenan cenderung rendah sebagai pengaruh dari penerapan mekanisme kontrol yang efektif. Di sisi lain, Pada saat mekanisme kontrol tidak berjalan dengan efektif melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang yang semakin rendah maka *asset utilization* dan kinerja perusahaan menjadi menurun. Hal ini menunjukkan bahwa konflik keagenan cenderung tinggi sebagai pengaruh dari penerapan mekanisme kontrol yang tidak efektif.

Penelitian ini juga mengkaji hubungan antara *asset utilization* dan kinerja perusahaan. Penelitian terdahulu menemukan bahwa perusahaan

mengalami penurunan nilai pada saat pengumuman transaksi pihak berelasi yang terindikasi *tunneling* (Cheung *et al.*, 2006 dan Cheung, Qi, dan Rau., 2009). Transaksi pihak berelasi yang terindikasi *tunneling*, antara lain: transaksi pembayaran kas, pembelian aset, penjualan aset, tukar-menukar (Cheung *et al.*, 2006; Cheung, Qi, dan Rau., 2009). Jian dan Wong (2010) menemukan bahwa perusahaan menggunakan transaksi piutang pada pihak berelasi sebagai *tunnel* untuk mentransfer sumber daya keluar perusahaan. Cheung, Jing, dan Lu (2009) menemukan bukti empiris bahwa transaksi penjualan dan pembelian aset pada pihak berelasi digunakan untuk melakukan *asset tunneling*. Aharony *et al.* (2005) menemukan bahwa transaksi piutang kepada pihak berelasi digunakan untuk men-*tunnel* sumber daya perusahaan setelah IPO (*Initial Public Offering*).

Berdasarkan hal tersebut maka penelitian ini juga menguji pengaruh *asset utilization* terhadap kinerja perusahaan. Hal ini dilakukan untuk mengetahui apakah peningkatan *asset utilization* yang tinggi sejalan dengan peningkatan kinerja perusahaan yang tinggi sehingga dapat membuktikan apakah telah terjadi *tunneling* pada perusahaan di Indonesia. Di sisi lain, penerapan mekanisme kontrol yang dilakukan melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang akan memberikan pengaruh dalam hubungan antara *asset utilization* terhadap kinerja perusahaan. Hal ini juga merupakan kontribusi baru dari penelitian ini dalam memberikan solusi untuk mengendalikan konflik keagenan yang terjadi karena ekspropriasi melalui *tunneling*.

Berdasarkan penjelasan yang ada, maka penting untuk mengkaji pola hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang dalam melakukan mekanisme kontrol terhadap konflik keagenan sehingga *asset utilization* dapat dikelola dengan benar dan kinerja perusahaan dapat meningkat. Hal tersebut yang mendasari dan mendorong penelitian ini dilakukan.

## **1.2. Rumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang masalah, maka rumusan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Apakah kepemilikan institusional dapat digunakan sebagai mekanisme kontrol terhadap *asset utilization*?
2. Apakah kebijakan utang dapat digunakan sebagai mekanisme kontrol terhadap *asset utilization*?
3. Apakah terdapat fungsi substitusi atau komplementer antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang dalam penerapan mekanisme kontrol?
4. Apakah *asset utilization* memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan?
5. Apakah kepemilikan institusional dapat digunakan sebagai mekanisme kontrol terhadap kinerja perusahaan?
6. Apakah kebijakan utang dapat digunakan sebagai mekanisme kontrol terhadap kinerja perusahaan?

### 1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan secara umum adalah menguji model dalam hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan. Selain itu, untuk memberikan informasi tentang studi empiris dalam pengujian terhadap *convergence hypothesis* atau *entrenchment hypothesis* dan pengujian terhadap *trade-off theory* serta efek substitusi atau komplementer antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang yang terjadi di Indonesia. Selanjutnya, tujuan penelitian dapat diperinci sebagai berikut:

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 penerapan mekanisme kontrol.
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 terhadap kinerja perusahaan.

#### 1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat penelitian yang dilakukan dapat dikelompokkan menjadi tiga bagian yaitu secara teoritis, praktis, dan metodologi. Penjelasan masing-masing manfaat sebagai berikut:

1. Manfaat secara teoritis yaitu penelitian ini menyediakan kerangka teori untuk pengujian model mekanisme kontrol dalam konflik keagenan secara lebih tepat dalam perspektif *agency theory* melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan.
2. Manfaat secara praktis yaitu penelitian ini memberikan kontribusi bagi kebijakan perusahaan dalam pengambilan keputusan, antara lain: (a) Penelitian ini memberikan implikasi praktis bagi manajer perusahaan dalam mempertimbangkan kebijakan keuangan perusahaan yang meliputi keputusan investasi berkaitan dengan aset yang dimiliki oleh perusahaan dan keputusan pendanaan melalui kebijakan utang yang optimal; (b) Penelitian ini memberikan implikasi bagi investor untuk memperhatikan komposisi kepemilikan institusional dan kebijakan utang yang diterapkan perusahaan serta perilaku manajer dalam pengelolaan aset perusahaan; (c) Penelitian ini memberikan implikasi bagi pemilik perusahaan dalam menentukan struktur kepemilikan institusional yang dapat meningkatkan mekanisme kontrol dan mengurangi konflik keagenan dalam perusahaan; (d) Penelitian ini memberikan implikasi bagi pihak kreditur atau perbankan dalam keputusan pemberian pinjaman dan melakukan fungsi

kontrol dengan benar karena pemilik institusional dapat melakukan ekspropriasi yang merugikan pihak kreditur atau perbankan; (e) Penelitian ini memberikan implikasi bagi regulator pasar modal untuk meningkatkan pengawasan terhadap informasi transaksi pihak berelasi melalui *tunneling* yang sehingga pengaruh transaksi pihak berelasi yang merugikan dapat dihindari.

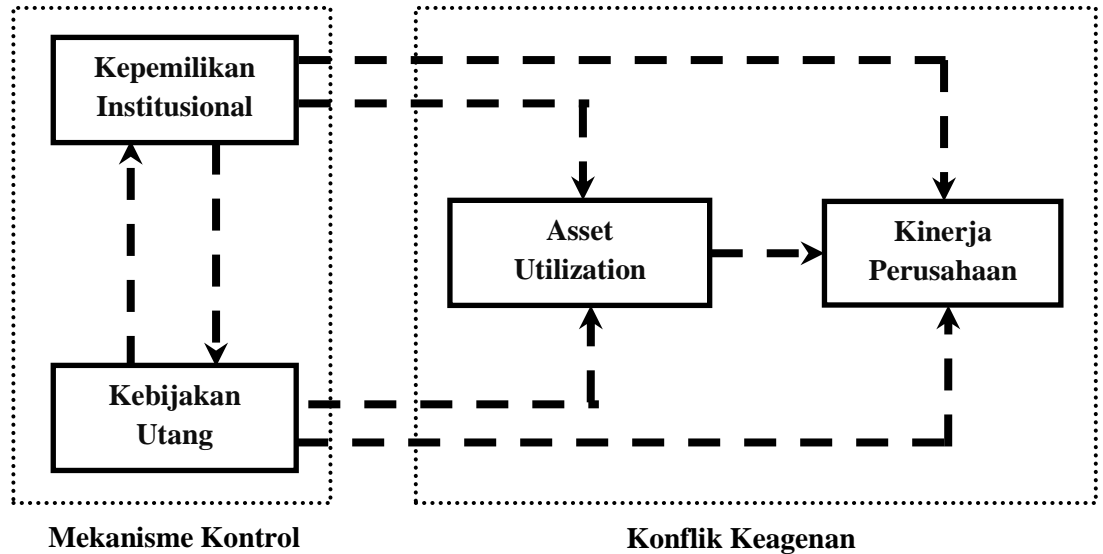
3. Manfaat secara metodologi, yaitu: (a) Penelitian ini mempertimbangkan pengujian secara non linier untuk menjelaskan efek kontrol yang dilakukan melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang terhadap *asset utilization* sehingga dapat diketahui pola yang terjadi dari mekanisme kontrol yang dilakukan terhadap konflik keagenan dengan lebih lengkap; (b) Penelitian ini melakukan pengujian model persamaan secara simultan untuk mendapatkan hasil yang lebih komprehensif dan terintegrasi. Hal ini memberikan kontribusi dalam pengujian model mekanisme kontrol terhadap konflik keagenan untuk memperoleh hasil secara lebih tepat.

### **1.5. Keaslian Penelitian**

Berdasarkan penjelasan tentang perbedaan karakteristik kepemilikan perusahaan di Indonesia dan indikasi terjadinya ekspropriasi melalui *tunneling* oleh pemegang saham mayoritas terhadap minoritas maka penelitian ini mempertimbangkan kepemilikan institusional dan kebijakan utang sebagai tolak ukur dari mekanisme kontrol, selanjutnya *asset utilization* dan kinerja perusahaan sebagai tolak ukur dari konflik keagenan. Oleh karena itu, perlu



dikembangkan suatu model untuk menguji hubungan kepemilikan institusional dan kebijakan utang terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan. Model pengujian mekanisme kontrol dan konflik keagenan yang dibentuk dalam penelitian ini, sebagai berikut:



**Gambar 1.3.**  
**Model Pengujian Mekanisme Kontrol dan Konflik Keagenan**

Maka dari itu, dalam penelitian ini ada lima ide yang akan dikembangkan. Ide tersebut bukan merupakan sesuatu yang baru tetapi penggabungan dari lima ide tersebut akan menjadi suatu hal yang unik, belum, atau masih sedikit diteliti, dan hal tersebut merupakan keaslian dari penelitian ini. Ide tersebut antara lain yaitu: (1) Penelitian ini menggunakan variabel *asset utilization* yang masih relatif belum banyak diteliti untuk mengetahui pengaruh dari ekspropriasi melalui *tunneling* yang terjadi di Indonesia; (2) Penelitian ini mempertimbangkan kepemilikan institusional dan

kebijakan utang sebagai mekanisme kontrol terhadap konflik keagenan yang terjadi dalam *asset utilization* dan kinerja perusahaan; (3) Penelitian ini menggunakan model non linier untuk mengetahui efek kepemilikan institusional terhadap *asset utilization* yang belum banyak dilakukan oleh peneliti lain dan sekaligus terhadap kinerja perusahaan dalam pengujian *convergence hypothesis* dan *entrenchment hypothesis*; (4) Penelitian ini menggunakan model non linier untuk mengetahui efek kebijakan utang terhadap *asset utilization* yang belum banyak dilakukan oleh peneliti lain dan sekaligus terhadap kinerja perusahaan dalam pengujian *trade-off theory*; (5) Penelitian ini menguji hubungan substitusi atau komplementer antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang dalam penerapan mekanisme kontrol terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan.