

**PENGAWASAN DAN PENGIKATAN BERBASIS
KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL INTERNAL**



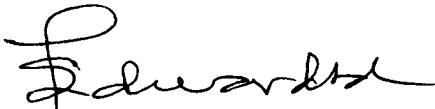
Oleh:

Putu Anom Mahadwartha

**UNIVERSITAS GADJAH MADA
YOGYAKARTA**

2004

PERSETUJUAN
OLEH TIM PROMOTOR



Prof. Dr. Eduardus Tandelilin, MBA.
Promotor



Dr. Jogiyanto H.M., MBA.
Ko-Promotor



Dr. Mamduh M. Hanafi, MBA.
Ko-Promotor

PERNYATAAN

Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam disertasi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam daftar pustaka.

Yogyakarta, 20 September 2004



Putu Anom Mahadwartha

PRAKATA

OM Awignamastu Namah Sidham

OM Swastiastu

Atas asung kertha waranugraha Ida Sang Hyang Widhi Wasa, Tuhan Yang Maha Esa penulis dapat menyelesaikan disertasi yang berjudul “*Pengawasan dan Pengikatan Berbasis Kepemilikan Institusional Internal*.” Disertasi ini ditulis untuk memenuhi persyaratan akhir studi jenjang Strata-3, Program Ilmu Ekonomi, Program Pascasarjana Universitas Gadjah Mada Yogyakarta. Penulis menyadari bahwa tanpa waranugraha-Nya, upaya untuk mendapatkan gelar Doktor (secara spesifik Doktor bidang keuangan) tidak akan tercapai.

Dalam proses penyelesaian studi ini, penulis mendapatkan banyak bantuan dan dukungan dari berbagai pihak baik secara materi maupun secara moril. Oleh karena itu dalam kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terimakasih kepada:

1. Prof. Dr. Eduardus Tandelilin, MBA, Dr. Jogyanto Hartono M., MBA., Ak. sebagai kopromotor, dan Dr. Mamduh M. Hanafi, MBA. sebagai kopromotor. Penulis menaruh rasa hormat yang setinggi-tingginya kepada beliau bertiga yang dengan penuh kesabaran dan perhatian berkenan menyediakan waktu untuk memberikan bimbingan, pengarahan, diskusi, dan nasihat selama proses penulisan proposal sampai penyelesaian penulisan disertasi ini.
2. Prof. Dr. Marwan Asri, MBA., Dr. Suad Husnan, MBA., Dr. Suwardjono, M.Sc., Dr. Erni Ekawati, MBA., Dr. R. Agus Sartono, MBA yang telah memberikan masukan-masukan yang berharga dalam penulisan disertasi ini.
3. Prof. Dr. Sulistyono, MBA (Alm), Prof. Dr. Kunto Wibisono, Prof. Dr. Djamaludin Ancok, M.Sc. dan Dr. Hani Handoko, MBA. yang menyediakan dasar-dasar pemikiran, baik yang bersifat kuantitatif maupun kualitatif sehingga meningkatkan wawasan dan kemampuan penulis dalam bidang penelitian dan pengajaran.
4. Program Doktor dan Magister Sains Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta, khususnya kepada semua dosen yang telah memberikan bekal ilmu dan kepada semua karyawan yang telah banyak membantu penulis dalam administrasi selama penulis menempuh studi di program tersebut. Ketersediaan data keuangan (*database* keuangan) yang dapat diakses dari Program Doktor dan Magister Sains Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta sangat membantu penulis untuk mempercepat pengumpulan data dengan biaya yang sangat efisien.

5. *Indonesian Security Market Database* Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, terutama I Wayan Nuka Lantara, SE., M.Si. beserta staf yang membantu menyediakan data pasar modal untuk penelitian disertasi ini.
6. PT. Bursa Efek Jakarta, PT. Bursa Efek Surabaya, yang menyediakan data keuangan perusahaan *go-public* baik melalui fasilitas perpustakaan maupun data *online* yang dapat diakses melalui internet. Terimakasih kepada para staf perusahaan tersebut, terutama staf perpustakaan dan *database* keuangan yang membantu penulis selama pencarian dan pengumpulan data keuangan.
7. Bapak Hermeindito Kaaro, Ibu F.R Ninik Yudianti, Bapak Yohanes Eko Lo, sebagai teman mahasiswa yang banyak membantu baik dalam *sharing data* maupun masukan-masukan dalam penyelesaian penulisan disertasi.
8. Ucapan terimakasih juga ditujukan kepada teman-teman mahasiswa S3 diantaranya Bapak Supriyatna, Ibu Mutamimah, Ibu Fifi Swandari, Ibu Nur Fajrih Asyik, Bapak Andreas Lako, Bapak Hamid Habe, Bapak Gagarin Pagalung, Bapak Syukri Abdullah, Ibu Khomsyah, Putu Sugiarta Sanjaya, I Wayan Santra dan Ibu Fitri Ismiyanti yang telah banyak membantu penulis selama studi baik melalui diskusi-diskusi maupun *sharing* materi untuk keperluan studi maupun penulisan disertasi. Juga teman-teman S3 lainnya serta anggota mailing list s3-ekonomi-ugm@yahoogroups.com, terima kasih sebesar-besarnya.
9. Sdr. John E. Junarsin, Sdr. Himawan Andi Kuntadi, Sdri. Debora Wintriarsi, Sdri. Andina Setyowati, Sdri. D. Puspawati E.A.N, Sdri. Rizka Ainaeni, Sdri. Sicilia Yessi Kurniawati, teman-teman yang menempuh program S1 Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, yang membantu dalam pengumpulan dan data *entry*.
10. Semua pihak yang membantu penulis dalam menyelesaikan studi dan penulisan disertasi.
11. Thanks to CANDY, thanks for the lessons of life, the impossible become possible :-*

Ucapan terima kasih penulis ucapkan kepada keluarga, terutama kepada kedua orang tua penulis: ibu Ni Wayan Kanti, yang dengan penuh kesabaran dan pengertian memberikan dukungan, perhatian, dan doa selama penulis menempuh serta mengalami masa-masa sulit dalam menyelesaikan studi S3. Almarhum bapak I Wayan Djabud atas dasar-dasar pendidikan terutama pandangan hidup serta warisan semangat belajar beliau. Satu ucapan beliau yang selalu penulis ingat “*bapak tidak mendidik kamu untuk jadi orang kaya, tetapi untuk menjadi ORANG*”, semoga keinginan bapak dapat penulis penuhi.

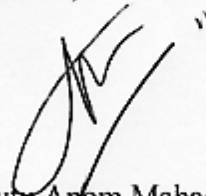
Kepada paman penulis I Made Djabur dan keluarga yang telah sepenuhnya memberikan dukungan moral dan materiil, penulis tidak akan sanggup membalas budi baik bapak. Kepada saudara-saudara penulis, A.A. Alit Merthayasa, Putu Ayu Mahatrinny, Made Gede Mahardhika, Komang Raka Maharthana dan Ketut Rai Mahajony, terima kasih atas doa dan restunya. Mereka semua telah memberikan dukungan yang sangat besar kepada penulis baik dalam doa maupun perhatian, serta bantuan lainnya. Kepada seluruh keluarga besar baik dari pihak ibu maupun bapak, terima kasih atas dukungannya.

Penulis mengharapkan agar hasil penelitian disertasi ini bermanfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan bidang keuangan di Indonesia. Penulis minta maaf kepada semua pihak yang terkait atas segala kekurangan dan kesalahan selama menempuh studi dan menyelesaikan penulisan disertasi ini.

OM Shanti, Shanti, Shanti OM

Yogyakarta, 20 September 2004

Penulis,



Putu Anom Mahadwartha

*Sreyan drawya-mayad yajnaj jnana-yajnah parantapa,
Sarwam karma khilam partha jnane parisamapyate*

Ilmu pengetahuan sebagai yajna, lebih unggul daripada yajna material apapun,
karena segala kegiatan kerja tanpa kecuali memuncak dalam kebijaksanaan

Bhagawad Gita IV – 33

*Tad widdhi pranipatena pariprasnena sewaya
Upadeksyanti te jnanam jnaninas tattwa-darsinah*

Belajarlal, bahwa dengan sujud bersembah, dengan bertanya dan dengan
pelayanan; orang-orang bijaksana yang telah melihat kebenaran mengajarmu
dalam ilmu pengetahuan

Bhagawad Gita IV – 34

DAFTAR ISI

	<i>Halaman</i>
HALAMAN PERSETUJUAN	i
PERNYATAAN	ii
PRAKATA	iii
DAFTAR ISI	vii
DAFTAR SINGKATAN	x
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
ABSTRACT	xv
INTISARI	xvi
BAB 1 PENGANTAR	1
1.1. Latar Belakang	2
1.2. Permasalahan	19
1.3. Keaslian dan Kedalaman	20
1.4. Motivasi Penelitian	22
1.5. Manfaat Penelitian	23
1.6. Tujuan Penelitian	25
1.7. Lingkup Penelitian	27
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA DAN LANDASAN TEORI	28
2.1. Struktur Kepemilikan: Penjelasan Teori Keagenan	28
2.2. Kebijakan Dividen: Penjelasan Teori Keagenan	36
2.3. Kebijakan Utang: Penjelasan Teori Keagenan	39
2.4. Kepemilikan Institusional Internal	42
2.5. Kinerja	44
2.6. Hipotesis	45
2.6.1. Landasan Hipotesis	46
2.6.2. Hipotesis Pengaruh Utang dan Dividen terhadap Kinerja	47
2.6.3. Hipotesis Interdependensi Utang dan Dividen	52

	2.6.4. Kepemilikan Manajerial	56
	2.6.5. Aliran Kas Bebas	60
	2.6.6. Determinan Dividen: Kesempatan Investasi	63
	2.6.7. Determinan Utang: Kolateral Aset	67
	2.6.8. Skema Penelitian	69
BAB 3	METODA PENELITIAN	70
	3.1. Data dan Sampel	70
	3.2. Definisi Operasional	72
	3.2.1. Variabel Endogenus	72
	3.2.2. Variabel Eksogenus	74
	3.2.3. Variabel Kontrol	79
	3.3. Teknik Analisis	81
BAB 4	PEMBAHASAN HASIL EMPIRIS	85
	4.1. Pembahasan Hasil Faktor Analisis	85
	4.2. Pembahasan Hasil Regresi Logit	86
	4.3. Pembahasan Hasil Variabel Instrumental Kesempatan Investasi	90
	4.4. Statistik Deskriptif	92
	4.5. Pembahasan Hasil Regresi Generalized Method of Moment	95
	4.5.1. Hipotesis Efek Dividen terhadap Kinerja (H1)	98
	4.5.2. Hipotesis Efek Utang terhadap Kinerja (H2)	104
	4.5.3. Hipotesis Interdependensi Utang dan Dividen (H3a dan H3b)	109
	4.5.4. Hipotesis Kepemilikan Manajerial (H4 dan H5)	111
	4.5.5. Hipotesis Aliran Kas Bebas terhadap Dividen (H6)	113
	4.5.6. Hipotesis Aliran Kas Bebas terhadap Utang (H7)	115
	4.5.7. Hipotesis Kesempatan Investasi dan Kolateral Aset (H8 dan H9)	118
	4.5.8. Uji Sensitivitas Model	119

	4.5.9. Uji Beda berdasarkan Kondisi Kepemilikan dan Perioda Krisis	120
BAB 5	SIMPULAN, IMPLIKASI, KETERBATASAN DAN SARAN	124
	5.1. Simpulan	124
	5.1.1. Simpulan untuk Hipotesis 1	125
	5.1.2. Simpulan untuk Hipotesis 2	126
	5.1.3. Simpulan untuk Hipotesis 3a dan 3b	129
	5.1.4. Simpulan untuk Hipotesis 4 dan 5	130
	5.1.5. Simpulan untuk Hipotesis 6	130
	5.1.6. Simpulan untuk Hipotesis 7a dan 7b	131
	5.1.7. Simpulan untuk Hipotesis 8 dan 9	132
	5.2. Implikasi	133
	5.2.1. Implikasi Praktis	133
	5.2.2. Implikasi Teoretis	133
	5.2.3. Implikasi Kebijakan	134
	5.3. Keterbatasan	135
	5.4. Saran	136
	RINGKASAN	137
	SUMMARY	176
	DAFTAR PUSTAKA	194
	LAMPIRAN	201

DAFTAR SINGKATAN

2SLS	: Two Stage Least Squares
3SLS	: Three Stage Least Squares
BEJ	: Bursa Efek Jakarta
EPS	: Earnings Per Share
FCF	: Free Cash Flow
GMM	: Generalized Methods of Moment
ICMD	: Indonesian Capital Market Directory
IIR	: Institusional Internal Rendah
IIT	: Institusional Internal Tinggi
IOS	: Invesment Opportunity Set
ISMD	: Indonesian Security Market Database
ROA	: Return On Asset
ROE	: Return on Equity
UGM	: Universitas Gadjah Mada

DAFTAR TABEL

	<i>Halaman</i>
Tabel 3.1. Proksi IOS dan Prediksi Korelasi terhadap G1	77
Tabel 3.2. Perumusan Hipotesis Statistis	83
Tabel 4.1. Analisis Deskriptif Variabel Pembentuk Skor Faktor untuk Kinerja (PFY)	85
Tabel 4.2. Analisis Bartlett's dan Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)	86
Tabel 4.3. Analisis Deskriptif Variabel Pembentuk Probabilitas Dividen	87
Tabel 4.4. Evaluasi Prediksi Model Logit	88
Tabel 4.5. Uji Model: Andrews and Hosmer-Lemeshow Goodness-of-Fit Tests	89
Tabel 4.6. Uji Asumsi Kapasitas Dividen Mencerminkan Kebijakan Dividen	90
Tabel 4.7. Korelasi IOS dengan Pertumbuhan Aset dan Kesesuaian Prediksi	91
Tabel 4.8. Korelasi IXA, IXB dan IXC terhadap PFY	92
Tabel 4.9. Analisis Deskriptif Variabel Penelitian	93
Tabel 4.10. Analisis Deskriptif Variabel Penelitian dengan Pemisahan Kepemilikan Institusional Internal Tinggi dan Rendah	94
Tabel 4.11. Hasil Regresi GMM	97
Tabel 4.12. Dividen (DIV) terhadap Kinerja (PFY) pada IIT	99
Tabel 4.13. Dividen (DIV) terhadap Kinerja (PFY) pada IIT dan IIR	99
Tabel 4.14. Dividen (DIV^2) terhadap Kinerja (PFY) pada IIT	100
Tabel 4.15. Dividen (DIV^2) terhadap Kinerja (PFY) pada IIT dan IIR	101
Tabel 4.16. Utang (LEV) terhadap Kinerja (PFY) pada IIT	104
Tabel 4.17. Utang (LEV) terhadap Kinerja (PFY) pada IIT dan IIR	104
Tabel 4.18. Utang (LEV^2) terhadap Kinerja (PFY) pada IIT	105
Tabel 4.19. Utang (LEV^2) terhadap Kinerja (PFY) pada IIT dan IIR	106
Tabel 4.20. Interdependensi Utang (LEV) dan Dividen (DIV) pada IIT	109
Tabel 4.21. Beda Pengaruh Kepemilikan Manajerial (DM) terhadap Utang (LEV) dan terhadap Dividen (DIV)	112

Tabel 4.22. Aliran Kas Bebas (FCF) terhadap Dividen (DIV) pada IIT	114
Tabel 4.23. Aliran Kas Bebas (FCF) terhadap Dividen (DIV) pada IIT dan IIR	114
Tabel 4.24. Aliran Kas Bebas (FCF) terhadap Dividen (DIV) pada IIT	116
Tabel 4.25. Aliran Kas Bebas (FCF) terhadap Utang (LEV) pada IIT dan IIR.	116
Tabel 4.26. Uji Beda Variabel berdasarkan IIT dan IIR.	120
Tabel 4.27. Uji Beda Variabel berdasarkan DC pada IIT dan IIR	121

DAFTAR GAMBAR

Halaman

Gambar 1.1. Hubungan Kebijakan Dividen terhadap Kinerja pada kondisi Institusional Internal Tinggi	9
Gambar 1.2. Hubungan Kebijakan Utang terhadap Kinerja pada kondisi Institusional Internal Tinggi	11
Gambar 1.3. Hubungan Kebijakan Dividen terhadap Kinerja dan Hubungan Kebijakan Utang terhadap Kinerja pada Kondisi Institusional Internal Rendah	13
Gambar 2.1. Skema Penelitian	69
Gambar 4.1. Pengaruh Dividen terhadap Kinerja – Hipotesis 1	101
Gambar 4.2. Pengaruh Utang terhadap Kinerja – Hipotesis 2	106

DAFTAR LAMPIRAN

	<i>Halaman</i>
Daftar Perusahaan Sampel	201
Faktor Analisis Variabel Kinerja	205
Regresi LOGIT untuk Variabel Dividen	207
Uji Asumsi Kapasitas Dividen Paralel dengan Kebijakan Dividen	210
Variabel Instrumental IOS	211
Analisis GMM	216
Uji Sensitivitas dengan <i>Blockholders</i> (DB)	218
Uji Beda Kondisi Institusional Internal Tinggi dan Rendah	220
Uji Beda Kondisi Institusional Internal Tinggi dan Rendah pada kondisi Sebelum Krisis dan Selama Krisis (DC)	221
Model linear GMM	223

ABSTRACT

The research explores ownership structure in Indonesia for listed firms in Jakarta Stock Exchange. Agency theory argues that ownership structure will provoke the agency problems and influences the policy of management with regards of dividend and debt policy. But the impact of firm's ownership brings two different arguments which are entrenchment argument and convergence argument. Unique characteristic of ownership structure in Indonesia motivated researcher to examine the impact and their relationship with bonding and monitoring to control agency problems. Internal institutional ownership is tested in term of their influence to magnitude of agency problems.

The study argues that high level of internal institutional ownership will boost the agency problems between internal institutional and management against public shareholders. High level of internal institutional ownership will collaborate with management to harm firm value in expense of public shareholders wealth. Low level of internal institutional ownership will boost the agency problems between internal institutional ownership and public shareholders against management. Entrenchment argument states that the conflict will be higher in high level of internal institutional ownership than low level of internal institutional ownership. Convergence argument provides contra argument that the conflict will be lower in high level of internal institutional ownership than low level of internal institutional ownership. The study also examines balancing of agency theory with dividend and debt policy. Agency theory argues that dividend and debt policy used to control agency problems.

The result confirmed balancing of agency theory in high and low level of internal institutional ownership. The results indicated confirmation of the convergence argument and disconfirmation of the entrenchment argument. The higher internal institutional ownership the better the performance of the firm and the more efficient bonding and monitoring policy implemented with forced of high internal institutional ownership. Agency conflict occurred in low internal institutional between management versus shareholders especially from the use of debt and free cash flow for managers perquisites.

INTISARI

Penelitian ini menguji teori keagenan dalam kaitannya dengan struktur kepemilikan perusahaan pada perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta. Teori keagenan berargumentasi bahwa struktur kepemilikan akan mempengaruhi konflik keagenan dan konflik tersebut dapat dikendalikan melalui pengawasan dan pengikatan melalui utang dan dividen. Akibat perbedaan struktur kepemilikan menyebabkan dua argumen yang saling bertentangan dalam konteks teori keagenan yaitu argumen *entrenchment* dan konvergensi (*convergence*). Struktur kepemilikan yang unik di Indonesia memotivasi untuk meneliti kondisi institusional internal tinggi dan rendah dalam hubungannya dengan pengawasan dan pengikatan dalam teori keagenan.

Penelitian ini berargumentasi bahwa pada kondisi institusional internal tinggi maka konflik keagenan terjadi karena kolaborasi manajemen dan institusional internal untuk melakukan *perquisites* atau tindakan-tindakan yang merugikan bagi pemegang saham publik. Sebaliknya konflik akan terjadi pada kondisi institusional internal rendah antara manajemen lawan institusional internal rendah dan pemegang saham publik. Berdasarkan argumen *entrenchment* maka konflik keagenan akan lebih tinggi pada kondisi institusional internal tinggi dibandingkan institusional internal rendah. Penelitian ini juga menguji model keseimbangan teori keagenan dalam kaitannya dengan kebijakan utang dan dividen sebagai alat pengawasan dan pengikatan.

Hasil penelitian menunjukkan konfirmasi yang kuat terhadap model keseimbangan teori keagenan. Secara umum temuan menunjukkan bahwa argumen *entrenchment* tidak terdukung dan terdapat indikasi mendukung argumen konvergensi. Semakin tinggi institusional internal maka semakin baik kinerja perusahaan dan semakin efektif pengikatan dapat dilakukan melalui dividen. Pada kondisi institusional internal rendah maka konflik lebih tinggi dibandingkan institusional internal tinggi dan manajemen mampu melakukan *perquisites* atas kerugian institusional internal dan pemegang saham publik.