

PERSAMAAN STRUKTURAL: AKTIVISME INSTITUSI, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN DIVIDEN DAN UTANG

Mursalim

Pascasarjana Universitas Muslim Indonesia, Makassar

e-mail: salimda27@yahoo.com

Abstract

This study investigated the simultaneity of five financial variables that are hypothesized to agency problem. It builds a model showing that institution activism, institutional and managerial ownership, dividend, and debt policy are determined simultaneously as each of the variables is hypothesized to decrease agency problem. Furthermore, the research is aimed at examining the effect of institution activism, ownership structure by institutional and managerial ownership on the financing decisions by dividend and debt policy. The research tested hypotheses by using Hausman's specification test and two-stage least squares test. Hypotheses testing was conducted by using research sample of 70 manufacture company the registered in the Indonesia Stock Exchange during the years of 2000-2006. The samples determined by using a purposive sampling method. The research tested one hypothesis by Hausman's specification test and the research result shows that institution activism, institutional and managerial ownership, dividend and debt policy are determined simultaneously to decrease agency problem.

The research tested other hypotheses by two-stage least squares test. The research results shows that institutional ownership has a significant affects on the dividend and negative significant affects on the debt policy. Further results, that institution activism has a significant affects on the debt policy and institutional ownership, and that managerial ownership negative significant affects on the institution activism. Other result, that relationship a substitute between the institutional and managerial ownership. On the contrary, result shows that institution activism does not have a significant affects on the dividend policy, and the managerial ownership do not have a significant affects on the dividend and debt policy. Finally, this study shows that dividend policy do not have a significant affects on the debt policy.

Keywords: *agency problem, institutional activism, institutional and managerial ownership, dividend and debt policy.*

Abstrak

Penelitian ini menyelidiki simultanitas lima variabel keuangan yang dihipotesiskan pada permasalahan keagenan. Penelitian ini membuat suatu model yang menunjukkan bahwa aktifisme lembaga, kepemilikan kelembagaan dan manajerial, kebijakan dividen, dan utang ditentukan secara berkelanjutan karena masing-masing variabel dihipotesiskan untuk mengurangi permasalahan keagenan. Selain itu, penelitian ini bertujuan untuk meneliti pengaruh dari aktifisme lembaga, kepemilikan kelembagaan dan manajerial terhadap keputusan keuangan dengan kebijakan dividen dan utang. Penelitian ini menguji hipotesis yang dibuat dengan menggunakan tes spesifikasi Hausman dan uji two-stage least squares. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan sampel penelitian yang meliputi 70 perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada tahun 2000-2006. Pemilihan sampel penelitian dilakukan dengan menggunakan metode purposive sampling. Satu hipotesis diuji dengan menggunakan uji spesifikasi Hausman dan hasilnya menunjukkan bahwa aktifisme lembaga, kepemilikan kelembagaan dan manajerial, kebijakan dividen, dan utang ditentukan secara berkelanjutan untuk mengurangi permasalahan keagenan.

Hipotesis penelitian yang lain diuji dengan menggunakan uji two-stage least squares. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan kelembagaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap terhadap aktifisme lembaga. Hasil lain menunjukkan bahwa terdapat hubungan substitusi antara kepemilikan kelembagaan dan manajerial. Secara berlawanan, hasil penelitian juga menunjukkan bahwa aktifisme lembaga tidak memiliki pengaruh signifikan pada kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial tidak memiliki dampak signifikan terhadap kebijakan dividen dan utang. Terakhir, penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap kebijakan utang.

Kata kunci: permasalahan keagenan, aktifisme lembaga, kepemilikan kelembagaan dan manajerial, kebijakan dividen dan utang

PENDAHULUAN

Salah satu tujuan perusahaan adalah untuk memperoleh profit agars *survive*. Untuk mencapai profit yang tinggi diperlukan pengelolaan perusahaan secara efisien dan efektif. Karena itu, diperlukan manajer yang memiliki kompetensi dan komitmen yang tinggi untuk memaksimalkan profit dan *value* perusahaan. Namun, dalam analisis *principal-agent* diasumsikan bahwa *agent* secara ekonomis bertindak demi kepentingan dirinya (*self-interest*) dibanding kepentingan *principal*. Karena itu, tidak dapat dihindari terjadinya konflik kepentingan antara manajer (*agent*) dan pemegang saham (*principal*). Jensen (1986) menyatakan manajer dan pemegang saham selalu berbeda kepentingan yang dikenal dengan masalah keagenan (*agency problem*). Salah satu masalah keagenan yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham adalah pemegang saham lebih menyukai pembayaran dividen daripada diinvestasikan lagi. Sebaliknya, bagi manajer menginginkan dividen yang dibayarkan tersebut diinvestasikan kembali untuk menambah ekuitas perusahaan.

Uraian di atas terkait dengan teori keagenan (*agency theory*), di mana antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal masing-masing ingin memaksimalkan kemakmurannya. Manajer lebih menguasai informasi dibanding pemegang saham karena manajer mengelola perusahaan secara langsung sedangkan pemegang saham sulit memperoleh informasi secara efektif tentang operasionalisasi perusahaan sehingga terjadi *information asymmetry*. Hal ini memicu manajer sebagai agen untuk me-

lakukan tindakan-tindakan oportunistik seperti; melakukan inefisiensi, investasi pada proyek dengan *net present value* yang negatif dan sebagainya. Tindakan manajer demi kepentingannya dan mengabaikan kepentingan para pemegang saham perusahaan, sehingga menimbulkan terjadinya *agency problem* dalam perusahaan. Fenomena terjadinya *agency problem* juga diindikasikan oleh adanya kepemilikan yang cukup terkonsentrasi pada institusional dan manajerial sehingga kepemilikan minoritas yang menyebar pada investor-investor individual kepentingannya bisa terabaikan. Keberpihakan terhadap kepentingan pemegang saham minoritas juga menjadi sesuatu yang perlu mendapat perhatian agar setiap pemegang saham memperoleh *return* dan kepentingan secara bersama tetap terjaga.

Untuk mengurangi *agency problem* dapat dilakukan melalui beberapa cara. Pertama, adanya monitoring oleh investor institusional, seperti; dana pensiun, perusahaan asuransi dan perseroan terbatas maupun institusi independen yang memiliki otoritas menilai kinerja manajemen perusahaan. Bathala, Moon dan Rao (1994) menyatakan bahwa investor institusional merupakan pengawas dalam pasar modal, karena memiliki saham perusahaan cukup besar. Disamping itu, pemegang saham institusional memiliki *opportunity, resources* dan *expertise* menganalisis kinerja dan tindakan manajemen (Chung, Firth dan Kim, 2005). Kedua, tidak cukup kepemilikan saham saja, akan tetapi diperlukan adanya aktivisme institusi untuk menekan manajer agar tidak melakukan tindakan *opportunistic*. David

dkk., (2001) menyatakan aktivisme merupakan tindakan yang diambil oleh investor institusional untuk menekan manajer, misalnya melalui pemberitaan publik, proposal para pemegang saham, negosiasi langsung dengan manajer dan melakukan *proxy contest*. Ketiga, adanya peningkatan kepemilikan manajerial atas saham perusahaan sebagai insentif dalam upaya menekan tindakan oportunistiknya. Jensen dan Meckling (1976) dalam *setting agency* membuktikan bahwa manajer memiliki kecenderungan untuk terlibat dalam tindakan pengambilan keuntungan yang berlebihan dan tindakan oportunistik lain. Keempat, adanya kebijakan dividen perusahaan. Rozeff (1982) mengemukakan kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham menjadi rendah. Karena peningkatan kepemilikan manajerial membuat porsi kepemilikan para pemegang saham menjadi turun, sehingga *return* yang dibayarkan dalam bentuk dividen juga mengalami penurunan. Kelima, adanya kebijakan utang. Pendanaan melalui utang dapat menurunkan *agency problem*, karena manajemen memiliki kewajiban untuk membayar pokok pinjaman beserta bunga pinjaman. Oleh karena itu, kelebihan aliran kas perusahaan dapat dimanfaatkan untuk pelunasan utang. Hal ini dapat menekan manajemen perusahaan untuk melakukan tindakan oportunistik dan inefisiensi (Jensen, 1986).

Penelitian ini dimotivasi oleh penelitian terdahulu yaitu Jensen, Solberg dan Zorn (1992) dengan tiga variabel interdependensi (*endogenous variable*) yaitu; *insider ownership*, *debt policy* dan *dividend policy* yang hanya mampu memberikan tingkat prediksi R^2 sebesar 27%. Demikian pula, Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond (1999) dengan empat *endogenous variable* yaitu; *institutional ownership*, *insider ownership*, *debt policy* dan *dividend policy* hanya mampu memberikan tingkat prediksi R^2 sebesar 40%. Hal ini berarti masih terdapat faktor lain yang dapat dimasukkan dalam sistem simultanitas untuk mengurangi masalah keagenan seminimal mungkin. Aktivisme institusional dimasukkan dalam sistem simultanitas, karena merupakan

fenomena yang relatif baru sebagai pengendali yang efektif (David dkk., 2001). Disamping itu, riset tentang aktivisme institusi menarik untuk dikaji karena masih jarang diteliti di Indonesia. Riset ini mengembangkan penelitian Crutchley dkk., (1999) dengan mengkaji lima *endogenous variable* yaitu aktivisme institusional, kepemilikan institusional dan manajerial, kebijakan dividen dan utang sebagai upaya mengurangi masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham.

KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Agency Theory dan Agency Problem

Agency theory yang dikembangkan Jansen dan Meckling (1976) digunakan sebagai *grounded theory* dalam penelitian ini. Teori keagenan dapat dipandang sebagai suatu versi dari *game theory*, yang membuat suatu model kontraktual antara dua atau lebih pihak, di mana salah satu pihak disebut agen dan pihak yang lain disebut prinsipal. Prinsipal mendelegasikan wewenang dan pertanggungjawaban atas *decision making* kepada agen. Hal ini dapat pula dikatakan bahwa prinsipal memberikan suatu amanah kepada agen untuk melaksanakan tugas tertentu sesuai dengan kontrak kerja yang telah disepakati. Wewenang dan tanggungjawab agen maupun prinsipal diatur dalam kontrak kerja atas persetujuan bersama. Scott (1997) menyatakan bahwa perusahaan mempunyai banyak kontrak, misalnya kontrak kerja antara perusahaan dengan para manajernya dan kontrak pinjaman antara perusahaan dengan krediturnya. Kedua jenis kontrak tersebut seringkali dibuat berdasarkan angka laba, sehingga dikatakan bahwa *agency theory* mempunyai implikasi terhadap akuntansi. Kontrak kerja yang dimaksud dalam penelitian ini adalah kontrak kerja antara manajemen dengan pemegang saham. Manajemen (agen) dan pemegang saham (principal) ingin memaksimalkan kemakmurannya masing-masing dengan informasi yang dimiliki. Pada satu sisi, agen memiliki informasi yang lebih banyak dibanding prinsipal di sisi lain karena manajemen yang mengelola perusahaan secara

langsung, hal ini menimbulkan adanya ketidakseimbangan informasi (*information asymmetry*). *Agency problem* terjadi ketika manajer sebagai agen memaksimalkan kepentingannya dibanding kepentingan para pemegang saham. Untuk mengurangi *agency problem* ini terdapat berbagai cara yang dapat dilakukan. Misalnya dengan meningkatkan peran *outsider* dalam monitoring perusahaan, eksistensi kepemilikan manajerial, peningkatan pembayaran dividen dan pendanaan melalui utang (Crutchley dkk., 1999).

Aktivisme Institusional

Kepemilikan institusional atas saham perusahaan belumlah cukup dalam mengontrol tindakan-tindakan manajemen secara efektif. Tetapi diperlukan adanya control yang ketat melalui aktivisme institusi. Coffee (1991) menguraikan perubahan perilaku investor-investor institusional dari investor pasif menjadi pengawas aktif. Coffee menyatakan pula bahwa kecenderungan investor institusional untuk berperan lebih aktif didorong oleh kenyataan bahwa memberikan “suara” tidaklah merugikan karena mereka memiliki andil yang cukup besar dalam perusahaan. Dalam *Committee on Corporate Governance* (1998) bahwa pemegang saham institusional memiliki tanggungjawab membuat pertimbangan untuk menggunakan suaranya. Sementara itu, aktivisme berfungsi sebagai pemicu yang menggoyahkan kekuasaan manajer dan membuat manajer lebih responsif terhadap kepentingan investor institusional melalui pengetatan pengawasan oleh pemilik perusahaan dan dewan direktur. Adanya aktivisme yang dilakukan oleh institusi dalam bentuk manajer didesak untuk mengambil tindakan-tindakan sesuai kepentingan pemilik. Hal ini dilakukan sebagai suatu bentuk komitmen yang tinggi oleh manajer terhadap kepentingan-kepentingan pemilik dan perkembangan perusahaan dimasa datang. David dkk. (2001) menyatakan aktivisme menunjukkan ketidakpuasan para pemegang saham dan menarik perhatian para stakeholder akan pentingnya tuntutan pemegang saham serta kekurangtepatan tindakan-tindakan manajer

dalam mengelola perusahaan. Aktivisme institusi dapat dilakukan dengan cara investor-investor institusional mengadakan pemberitaan publik, proposal para pemegang saham, negosiasi langsung dengan manajer dan melakukan *proxy contest*.

Kepemilikan Institusional dan Manajerial

Struktur kepemilikan dibagi menjadi dua yaitu *outsider* dan *insider ownership*. *Outsider ownership* dalam hal ini kepemilikan saham perusahaan oleh institusional, sedangkan *insider ownership* merupakan kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan. Penelitian ini menggunakan istilah struktur kepemilikan seperti yang dikemukakan Jensen dan Meckling (1976). Kepemilikan institusional diproksi oleh para pemegang saham institusional. Seperti; dana pensiun, perusahaan asuransi dan perseroan terbatas yang memiliki proporsi saham cukup besar pada perusahaan di bursa. Di mana investasinya bersifat jangka panjang dan berorientasi memperoleh dividen pada akhir periode. Menurut Bushee (1998) pemegang saham besar dan institusi berpengalaman menekankan kepada manajer untuk fokus pada nilai jangka panjang daripada laba jangka pendek.

Investor institusional dalam melakukan investasi didasarkan pada analisis yang bersifat fundamental atau yang berkaitan dengan informasi keuangan perusahaan. Lev dan Thiagarajan (1993) mengemukakan analisis fundamental adalah menekankan pada penentuan nilai sekuritas perusahaan melalui pengujian secara cermat terhadap kunci pemicu nilai, seperti; laba, risiko, pertumbuhan, dan posisi kompetitif. Disamping itu, Brockman dan Michayluk (1998) menemukan bahwa hipotesis pemrosesan informasi (*information-processing hypothesis*) adalah konsisten dengan pola pengamatan perdagangan institusi. Hal ini didasarkan pada bukti empiris yang menunjukkan bahwa peran dominan dimainkan oleh investor institusional (Sias dan Starks, 1995).

Kebijakan Dividen dan Utang

Tujuan *outsider ownership* maupun *insider ownership* melakukan investasi jangka panjang pada perusahaan untuk memperoleh dividen pada akhir periode. Dividen adalah pembagian laba yang dibayarkan kepada pemegang saham berdasarkan pada banyaknya saham yang dimiliki (Siegel dan Shim, 1999). Hal ini dapat diartikan bahwa semakin banyak saham perusahaan yang dimiliki oleh pemegang saham, maka semakin tinggi pula dividen yang diperoleh pemegang saham setiap periode. Mahadwartha dan Hartono (2002) juga menyatakan manajemen menggunakan dividen sebagai sinyal prospek perusahaan. Demikian pula, Hatta (2002) menyatakan bahwa kebijakan dividen sering dianggap sebagai signal bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan. Hal ini disebabkan kebijakan dividen dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan.

Berdasarkan *dividend signaling theory*, peningkatan dividen memberi sinyal positif mengenai peningkatan aliran kas di masa mendatang dan informasi ini digunakan oleh pihak investor untuk membeli saham. Hartono (2000) menemukan kebijakan dividen dipengaruhi oleh keputusan akuntansi perusahaan. Kale dan Noe (1990) menyatakan dividen merupakan signal dari stabilisasi aliran kas di masa datang. Rozeff (1982) juga mengemukakan pembayaran dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency cost of equity* karena konflik antara manajemen dengan pemegang saham akan berkurang dan menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari monitoring perusahaan. Hal ini berarti kebijakan dividen berperan mengurangi masalah keagenan yang terjadi dalam perusahaan. Myers dan Majluf (1984) bahwa penurunan pembayaran dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal untuk investasi, tetapi ketika terdapat kepemilikan insider, maka kepentingan pemegang saham akan sesuai dengan kepentingan manajer.

Pembiayaan perusahaan untuk menambah modal baru melalui utang membuat manajer harus lebih berhati-hati dalam

mengelola utang, karena adanya beban bunga tetap yang harus dibayar selain pokok pinjaman. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa menggunakan utang dapat mengurangi kebutuhan terhadap saham dari luar (*outside stock*) dan membantu mengurangi *agency problem*. Jensen (1986) menyatakan pula bahwa adanya utang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan. Misalnya, manajemen melakukan investasi pada proyek dengan *net present value* negatif yang menyebabkan perusahaan mengalami kerugian.

Myers dan Majluf (1984) mengemukakan hipotesis *pecking order theory* bahwa keuntungan perusahaan yang tinggi membutuhkan utang yang kecil sebab perusahaan memiliki kas secara internal. Namun demikian, perusahaan dengan profit yang tinggi memiliki masalah *free cash flow* yang cukup besar. Jadi perusahaan membutuhkan utang untuk mengimbangi masalah ini. Disamping itu, adanya utang membuat manajemen memiliki kewajiban untuk pembayaran bunga pinjaman. Hal ini dapat mengontrol tindakannya dalam menentukan kebijakan perusahaan, karena sebagian kerugian yang terjadi akan ditanggung manajemen.

Hipotesis

Shleifer dan Vishny (1986) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial. Hal ini disebabkan bahwa kepemilikan institusional secara mayoritas akan mengurangi kemungkinan perusahaan diakuisisi, sehingga meningkatkan keinginan manajer untuk memperbesar kepemilikannya pada perusahaan. Brickley dkk. (1988), Pound (1988) dan McConnel dan Servaes (1990) menemukan kepemilikan institusional berpengaruh secara negatif terhadap kepemilikan manajerial. Semakin tinggi kepemilikan institusi semakin meningkat pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan dan semakin mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikannya. Sementara itu, Bathala dkk. (1994) menyatakan kepemilikan institusional yang tinggi akan berbanding terbalik dengan

proporsi kepemilikan manajerial dalam perusahaan. Crutchley dkk. (1999) juga menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional. Demikian pula, Chen dan Steiner (1999) membuktikan adanya pengaruh antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional.

H₁ : terdapat hubungan simultan aktivisme institusi, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan utang dalam mengurangi konflik keagenan.

Pemilik institusional dapat melakukan monitoring terhadap tindakan manajemen dalam menentukan kebijakan perusahaan. Seperti; peningkatan pembayaran dividen, penggunaan utang maupun tindakan perataan. Agrawal dan Mandelker (1990) menyatakan bahwa investor institusional memiliki peran penting sebagai pengawas eksternal di pasar saham. Disamping itu, dikemukakan pula bahwa para investor institusional memberikan jasa pengawasan yang berarti serta bertindak sebagai pembatas bagi perilaku oportunistik para manajer perusahaan. Hasil penelitian Han dkk. (1999) menunjukkan bahwa pembayaran dividen memiliki hubungan secara positif dengan pemegang saham institusional. Crutchley dkk. (1999) juga menemukan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap dividen adalah negatif. Pengaruh negatif berarti semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap manajemen perusahaan. Hal ini mengurangi biaya keagenan, sehingga perusahaan akan cenderung menggunakan dividen yang lebih rendah.

H₂ : kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Adanya kepemilikan institusional yang cukup besar mendorong institusi untuk monitoring terhadap tindakan manajemen dalam pengambilan keputusan keuangan, misalnya pengelolaan utang perusahaan dengan baik. Bathala dkk. (1994) menyatakan eksistensi investor institusional merupakan

substitusi utang dalam mengurangi *agency problem*. Artinya investor institusional dapat melakukan pengawasan terhadap kebijakan utang perusahaan, sementara utang juga merupakan alat monitoring bagi manajemen, karena adanya beban bunga yang harus ditanggung atau dibayarkan pada saat jatuh tempo.

H₃ : kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Kepemilikan saham oleh institusi-institusi membentuk basis kekuatan yang cukup, akan tetapi kepemilikan saja tidak cukup bila investor institusional tetap pasif. Untuk menjalankan pengaruhnya investor institusional perlu melakukan tekanan kepada manajemen (Davis dan Thomson, 1994). Tekanan yang dimaksud adalah aktivisme institusional kepada manajemen dilakukan untuk mencegah manajemen menentukan keputusan yang salah, terutama yang berkaitan dengan kebijakan dividen. David dkk. (2001) menyatakan aktivisme merupakan tindakan yang diambil oleh investor institusional untuk menekan manajer. Misalnya; pemberitaan publik, proposal pemegang saham, negosiasi langsung dengan manajer dan *proxy contest*. Bathala dkk. (1994) menyatakan institusi berusaha memperluas pengawasan mereka atas perusahaan melalui pembentukan komite penasehat pemegang saham yang berfungsi untuk memeriksa hasil operasional dan finansial perusahaan. Lebih lanjut, dinyatakan bahwa komite tersebut mendorong peningkatan dialog dan arus informasi antar pemegang saham besar dengan manajemen perusahaan. Disamping itu, Akhigbe dkk. (1997) menemukan bahwa aktivisme mendorong manajer untuk fokus lebih teliti pada tujuan pemegang saham seperti peningkatan pembayaran dividen.

H₄ : aktivisme institusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

O'Barr dan Conley (1992) menyatakan bahwa banyak institusi yang menggunakan *proxy contest* untuk menumbuhkan perubahan fundamental terhadap tindakan manajemen.

Hal ini berarti bahwa kebijakan yang diambil manajer diperlukan pengawasan oleh institusi, agar kebijakan tersebut tidak menyimpang dari tujuan perusahaan. Akhigbe dkk. (1997) juga menemukan bahwa aktivisme institusi dapat mendorong manajer untuk merespon kepentingan atau tujuan pemegang saham serta mengontrol kebijakan-kebijakan perusahaan. Seperti, pembiayaan melalui utang untuk mendanai kegiatan operasi perusahaan. Adanya aktivisme oleh institusi membuat manajer lebih berhati-hati dalam menggunakan utang perusahaan. Tingginya utang perusahaan semestinya diimbangi aktivisme institusi agar penggunaannya lebih efektif.

H₅ : aktivisme institusi berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Crutchley dkk. (1999) menemukan hubungan yang saling mempengaruhi secara negatif atau hubungan substitusi antara kepemilikan institusional dengan kepemilikan insider. Hubungan substitusi adalah hubungan yang saling mengganti antara kepemilikan institusional dengan kepemilikan manajerial sebagai mekanisme monitoring. Ketika kepemilikan institusional cukup terkonsentrasi, maka kepemilikan manajerial akan menjadi turun dan memberikan *power* pemilik institusional melakukan monitoring terhadap kebijakan manajemen perusahaan. Sebaliknya, ketika kepemilikan manajerial cukup tinggi, maka kepemilikan institusional akan turun dan mendorong manajer mengontrol tindakannya sendiri, karena kerugian yang timbul sebagian ditanggung oleh manajer.

Shleifer dan Vishny (1986) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial. Hal ini disebabkan, kepemilikan institusional secara mayoritas akan mengurangi kemungkinan perusahaan diakuisisi, sehingga meningkatkan keinginan manajer untuk memperbesar kepemilikannya. McConnel dan Servaes (1990) juga menemukan bukti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara negatif terhadap kepemilikan manajerial.

H₆ : kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial

dan terjadi hubungan substitusi atau causal negatif antara kepemilikan institusional dengan kepemilikan manajerial.

Kepemilikan manajerial juga memiliki hubungan dengan aktivisme institusi. Ketika aktivisme institusi dilakukan secara ketat, maka manajemen akan memperbesar kepemilikannya dalam perusahaan, sehingga kepentingannya menjadi sesuai dengan kepentingan para pemegang saham. Thompson dan Davis (1997) mengkaji pengaruh aktivisme pemegang saham di US dan menemukan bahwa aktivisme mendatangkan sebuah proses panjang untuk memformat ulang promosi di dalam *corporate governance* yang menguntungkan pemegang saham. Smith (1996) menemukan pula bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif dengan aktivisme institusi. Ketika kepemilikan manajerial meningkat, maka kepemilikan institusi mengalami penurunan, sehingga aktivisme institusi juga relatif kecil karena institusi tidak cukup memiliki kekuatan untuk melakukan pengawasan secara ketat melalui aktivismenya.

H₇ : kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap aktivisme institusi.

Smith (1996) mengemukakan pula bahwa investor institusional lebih suka berafiliasi dengan *blockholders*. Hal ini juga telah dibuktikan oleh Pound (1988) dan Roe (1990) bahwa pemilik institusional memiliki afiliasi dengan *blockholders*, sehingga mendorong institusional untuk melakukan aktivisme. Disamping itu, adanya peningkatan kepemilikan institusional yang cukup besar dalam perusahaan memberikan kekuatan (*power*) yang lebih tinggi pada institusi untuk melakukan aktivisme secara ketat terhadap kebijakan-kebijakan yang dibuat manajemen perusahaan. Hal ini berarti pula bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional, semakin besar potensi institusi untuk melakukan aktivismenya. Demikian pula sebaliknya, aktivisme institusi akan lebih memiliki kekuatan bila kepemilikan institusional cukup tinggi atau relatif terkonsen-

tarsi. Disamping itu, kepemilikan saja tidak cukup tetapi institusi perlu melakukan aktivisme melalui kritisme publik, negosiasi langsung dengan manajer, tindak lanjut proposal pemegang saham dan melakukan *proxy contest* (David *dkk.*, 2001).

H₈ : aktivisme institusi berpengaruh terhadap kepemilikan institusional.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebanyak 156 emiten berdasarkan Unit Informasi dan Komunikasi Publik BEI, 2007. Sampel penelitian ditentukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling*. Cooper dan Emory (1995) menyatakan *judgement sampling* merupakan pemilihan sampel dengan didasarkan kriteria tertentu; 1) perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI yang melaporkan laporan tahunan secara berurut dan lengkap dari tahun 2000 sampai 2006, 2) perusahaan yang melaporkan kepemilikan institusional secara lengkap dan rinci, 3) perusahaan yang melaporkan kepemilikan manajerial baik CEO maupun direktur perusahaan secara lengkap dan rinci, 4) perusahaan yang membagikan dividen, dan 5) perusahaan telah dinilai melalui aktivisme institusional oleh Institusi Penilai Emiten.

Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder untuk variabel kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan dividen menggunakan data sekunder berupa laporan tahunan perusahaan.

Sedangkan, untuk variabel aktivisme institusional menggunakan data primer melalui kuesioner yang dibagikan dan dijemput langsung pada Institusi Penilai Emiten. Hal ini dilakukan, karena ketidaktersediaan data sekunder mengenai aktivisme institusional di bursa.

Analisis Persamaan Struktural

$$InstOwn = a_0 + a_1 InstAct + a_2 MnjrOwn + a_3 DivdPay + a_4 DebtRat + a_5 R\&D + a_6 Size + e_1 \dots \dots \dots (1)$$

$$InstAct = b_0 + b_1 InstOwn + b_2 MnjrOwn + b_3 DivdPay + b_4 DebtRat + b_5 Profit + b_6 R\&D + e_2 \dots \dots \dots (2)$$

$$MnjrOwn = c_0 + c_1 InstAct + c_2 InstOwn + c_3 DivdPay + c_4 DebtRat + c_5 Risk + c_6 Size + e_3 \dots \dots \dots (3)$$

$$DivdPay = d_0 + d_1 InstAct + d_2 InstOwn + d_3 MnjrOwn + d_4 DebtRat + d_5 Salgrow + d_6 Invest + e_4 \dots \dots \dots (4)$$

$$DebtRat = e_0 + e_1 InstAct + e_2 InstOwn + e_3 MnjrOwn + e_4 DivdPay + e_5 Risk + e_6 Fixed + e_5 \dots \dots \dots (5)$$

Definisi Operasional Variabel

Variabel penelitian ini terdiri dari variabel endogen (aktivisme institusional, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan utang) dan variabel eksogen (*Risk, Return on Assets, Sales Growth, Investment, Fixed Assets, Research dan Development, dan Size*). Ukuran variabel endogen diringkas dalam tabel 1. Sedangkan ukuran variabel eksogen diringkas dalam tabel 2.

Tabel 1: Pengukuran Variabel Endogen

| Variabel Endogen | Ukuran dan Sumber |
|----------------------------------|---|
| Aktivisme Institusional | David <i>dkk.</i> (2001), dan Useem (1996) Kumulatif aktivisme institusional dari: 0 = aktivisme pada t-1 1 = aktivisme pada t 2 = aktivisme pada t+1 3 = aktivisme pada t+2, dst. Kuesioner Penelitian (dikembangkan dari David <i>dkk.</i> (2001), dan Useem (1996): setiap pertanyaan yang dijawab Ya pada 2000, maka mendapat 1 poin dan jika dijawab Ya pada 2001 mendapat 2 poin, dst. |
| Kepemilikan Institusional | Bathala <i>dkk.</i> (1994), dan Agrawal dan Knoeber (1996): $KI = SI / TS$ atau $KI = \%SI / \%TS$ di mana: KI = kepemilikan institusional SI = jumlah saham institusi TS = total saham perusahaan |
| Kepemilikan Manajerial | Bagnani <i>dkk.</i> (1994), Bathala <i>dkk.</i> (1994), dan Piotroski dan Roulstone (2004): Proporsi dari saham biasa yang dimiliki oleh pejabat (CEO) dan direktur perusahaan. $KM = SM / TS$ atau $KM = \%SM / \%TS$ di mana: KM = kepemilikan manajerial SM = Jumlah saham manajemen TS = total saham perusahaan |
| Kebijakan Dividen | Jones dan Sharma (2001), Rozeff (1982) dan Han <i>dkk.</i> (1999): Dividen yield = Dividen per lbr / Hrg shm per lbr Dividend Payout Ratio = Dividen per lbr / Laba per lbr |
| Kebijakan Utang | Jensen <i>dkk.</i> (1992): Debt Ratio = Total utang/Total aset perusahaan i pd periode t. |

Tabel 2: Pengukuran Variabel Eksogen

| Variabel Eksogen | Ukuran dan Sumber |
|-----------------------------------|--|
| Risk | Kale <i>dkk.</i> (1991), dan Jensen <i>dkk.</i> (1992): $Risk = \text{Standar Deviasi (Net Operating Income / Total Aset)}$ |
| Return on Assets | Crutchley <i>dkk.</i> (1999), Moh'd <i>dkk.</i> (1998) dan Jensen <i>dkk.</i> (1992): $Profit = \text{Laba Operasi / Total Aset}$ |
| Sales Growth | Jensen <i>dkk.</i> (1992): $Salgrow = \text{Tingkat pertumbuhan penjualan selama periode tertentu.}$ |
| Investment | Jensen <i>dkk.</i> (1992): $Invest = (\text{Plant, Equipment dan R\&D}) / \text{Total Aset}$, atau Chen dan Stainer (1999): $Invest = \text{Ln}(\text{Total asset}_t - \text{Total Aset}_{t-1})$ |
| Fixed Assets | Chen dan Steiner (1999), dan Jensen <i>dkk.</i> (1992): $Fixed = \text{Aktiva Tetap / Total Aset}$ |
| Research & Development | Chen dan Steiner (1999), dan Jensen <i>dkk.</i> (1992): $R\&D = \text{Pengeluaran research and development / Total Aset}$ |
| Size | Ashari <i>dkk.</i> (1994), dan Jensen <i>dkk.</i> (1992): $Size = \text{Log Total Aset}$ |

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Berdasarkan kriteria sampel yang telah ditetapkan, maka jumlah sampel dapat dilihat pada tabel 3. Sedangkan data aktivisme institusional diperoleh dari data primer melalui kuesioner penelitian. Aktivisme institusional diproksi oleh aktivisme Institusi Penilai Emiten. Populasi Institusi Penilai Emiten sebanyak 107 perusahaan (BEI, 2007). Rincian kuesioner yang dapat diolah diringkas pada tabel 4.

Dari tabel 4 dapat dijelaskan bahwa 25 Institusi Penilai Emiten yang mengembalikan kuesioner, telah melakukan aktivismenya pada seluruh perusahaan sampel penelitian sebanyak 70 Emiten. Hal ini berarti terdapat hubungan yang logis antara aktivisme institusi dengan sampel penelitian.

Statistik deskriptif memberikan informasi tentang variabel penelitian baik endogen maupun eksogen, jumlah sampel, nilai minimum dan maksimum, nilai rata-rata dan standar deviasi yang dapat dilihat pada tabel 5.

Tabel 3: Rincian Sampel Penelitian Data Skunder
(*Institutional and Management Ownership, Debt Ratio, Dividend Payout*)

| Keterangan | Jumlah | Jumlah |
|---|-----------|------------|
| Populasi Perusahaan Manufaktur (BEI, 2007) | | 156 |
| Kriteria Sampel Penelitian: | | |
| 1. Perusahaan yang listing dari 2000 s/d 2006 | 144 | |
| 2. Perusahaan melaporkan kepemilikan institusional | 137 | |
| 3. Perusahaan melaporkan kepemilikan manajerial | 78 | |
| 4. Perusahaan membagikan dividen | 74 | |
| 5. Perusahaan telah dinilai melalui aktivisme institusi | 70 | |
| Sampel yang digunakan dalam penelitian ini | 70 | |

Sumber: Hasil penelitian, 2007

Tabel 4: Rincian Sampel Penelitian Data Primer (*Institutional Activism*)

| Keterangan | Kuesioner | Kuesioner |
|--|-----------|-----------|
| Populasi Institusi Penilai Emiten = 107 Institusi | | |
| Kuesioner yang didistribusikan ke Institusi Penilai Emiten | | 40 |
| Kuesioner yang tidak kembali | 13 | |
| Kuesioner yang kembali | 27 | |
| Total kuesioner | | 40 |
| Kuesioner yang tidak diolah (tidak lengkap) | 2 | |
| Kuesioner yang diolah | 25 | |

- Tingkat pengembalian kuesioner terhadap total populasi:
- $(27/107) \times 100\% = 25,23\%$ {*respond rate* > 20%, di mana *respond rate* di Indonesia masih sekitar 10% s/d 20% (Indriantoro, 1993)}, sehingga layak untuk diolah
- Tingkat pengembalian kuesioner untuk diolah adalah: $(27/40) \times 100\% = 67,5\%$
- Tingkat pengembalian kuesioner yang layak olah adalah: $(25/40) \times 100\% = 62,5\%$

Sumber: Hasil penelitian, 2007

Tabel 5: Statistik Deskriptif

| Variabel | N | Minimum | Maksimum | Rata-rata | Standar Deviasi |
|----------|----|---------|------------|-----------|-----------------|
| INSTOWN | 70 | 11,28 | 96,86 | 61,82 | 18,87 |
| INSTACT | 70 | 1,00 | 7,00 | 1,83 | 1,12 |
| MNJROWN | 70 | 0,04 | 27,70 | 6,35 | 6,82 |
| DIVDPAY | 70 | 0,15 | 68,70 | 15,88 | 15,75 |
| DEBTRAT | 70 | 10,10 | 96,20 | 50,50 | 25,17 |
| Profit | 70 | -8,11 | 28,20 | 5,89 | 6,72 |
| Risk | 70 | 1,06 | 20,42 | 5,95 | 4,17 |
| Salgrow | 70 | 9.490 | 18.525.705 | 1.047.109 | 2.838.809 |
| Invest | 70 | 163 | 3.443.729 | 111.408 | 418.582 |
| Fixed | 70 | 1,98 | 85.23 | 39,99 | 20,04 |
| Rand | 70 | 609 | 97.013.879 | 3.157.172 | 13.063.244 |
| Size | 70 | 5,075 | 8,23 | 6,40 | 0,63 |

Valid N (listwise)

Sumber: Data diolah, 2007

Hasil Uji spesifikasi Hausman

Tabel 6: Hasil Uji Spesifikasi Hausman

| VARIABEL ENDOGEN | INSTOWN (Pers. 1) | INSTACT (Pers. 2) | MNJROWN (Pers. 3) | DIVDPAY (Pers. 4) | DEBTRAT (Pers. 5) |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| INSTOWN (Sig.) | - | 0.082* (0.000) | 5.569* (0.006) | 8.161 (0.106) | 26.426* (0.001) |
| INSTACT (Sig.) | 5.242* (0.000) | - | -0.279** (0.033) | 0.422 (0.185) | -1.886** (0.033) |
| MNJROWN (Sig.) | 1.001* (0.000) | 0.083* (0.000) | - | 33.251* (0.000) | -4.902* (0.000) |
| DIVDPAY (Sig.) | 4.726* (0.000) | 0.086* (0.000) | 11.671** (0.016) | - | -3.400* (0.004) |
| DEBTRAT (Sig.) | 4.759* (0.000) | 0.234* (0.000) | 0.795* (0.004) | 24.044* (0.005) | - |
| | N | | 70 | | |
| | R ² | | 49,4% | | |

Sumber: Data diolah, 2007

Catatan: * signifikan pada level 1%, ** signifikan pada level 5%, *** signifikan pada level 10%

Hasil uji spesifikasi Hausman memberi bukti empiris bahwa aktivisme institusional, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan utang memiliki hubungan simultanitas untuk mengurangi konflik keagenan. Hal ini berarti bahwa aktivisme institusional, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan utang merupakan suatu sistem mekanisme kontrol dalam meng-

atasi konflik keagenan. Hasil penelitian ini berhasil mendukung hipotesis 1. Temuan ini mendukung penelitian Crutchley dkk. (1999) yang memberi bukti empiris kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan utang dapat ditentukan secara simultan. Bahkan tambahan variabel aktivisme institusional dalam sistem simultanitas mempertinggi tingkat prediksi sistem R² dari 40% menjadi 49,4%. Hasil ini

juga mendukung temuan Jensen dkk. (1992) bahwa utang, dividen dan kepemilikan insider memiliki hubungan simultan dalam mengurangi *agency cost*. Penelitian ini juga meningkatkan sistem R^2 penelitian Jensen dkk. (1992) dengan tambahan variabel aktivisme dan kepemilikan institusional 27% menjadi 49,4%.

Hasil uji Two-Stage Least Squares (2-SLS)

Hasil uji 2-SLS, menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Hasil ini mengindikasikan ketika proporsi kepemilikan institusional mengalami peningkatan, maka *return* yang diterima pemegang saham juga meningkat. Hal ini menunjukkan pembayaran dividen mengalami peningkatan seiring dengan peningkatan proporsi kepemilikan institusional. Bukti ini mendukung pernyataan Mahadwartha dan Hartono (2002) manajemen menggunakan dividen sebagai sinyal prospek perusahaan. Hal yang sama juga dikemukakan Hatta (2002) kebijakan dividen sering dianggap sebagai signal bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, karena kebijakan dividen berdampak terhadap harga saham. Hasil penelitian ini mendukung temuan Crutchley dkk. (1999) yang menemukan adanya pengaruh positif antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen. Hasil ini juga mendukung penelitian Chung dkk. (2005) bahwa pemegang saham institusional memiliki opportunity, resources dan expertise dalam menganalisis kinerja maupun tindakan manajemen. Hasil empiris ini diperkuat temuan Han dkk. (1999) yang menemukan pengaruh secara positif pemegang saham institusional dengan pembayaran dividen. Penelitian ini berhasil mendukung hipotesis 2.

Penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan utang. Bukti empiris mengindikasikan bahwa ketika terjadi peningkatan kepemilikan institusional maka manajemen akan melakukan pengurangan pembiayaan melalui utang. Pengaruh negatif ini mendukung hipotesis bahwa manajer akan mengurangi biaya monitoring

internalnya seperti pengadaan utang, karena adanya peningkatan monitoring yang besumber dari *outsider*. Hasil empiris ini mendukung penelitian Bathala dkk. (1994) dan Moh'd dkk. (1998).

Crutchley dkk. (1999) juga menemukan adanya pengaruh negatif antara kepemilikan institusional dengan kebijakan utang. Bukti mendukung pernyataan bahwa institusi lebih menyukai untuk berinvestasi dalam perusahaan dengan peran monitoring yang lebih baik. Adanya monitoring mendorong penggunaan dan pengelolaan utang dengan baik, terutama dalam melakukan pembayaran utang maupun bunga pinjaman secara tepat waktu. Sejalan dengan itu, Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa menggunakan utang dapat mengurangi kebutuhan terhadap saham dari luar (*outside stock*) dan membantu mengurangi *agency problem* antara manajer dengan pemegang saham. Temuan ini mendukung hipotesis 3. Sedangkan hipotesis 4 tidak berhasil dibuktikan dalam penelitian ini. Hal ini disebabkan aktivisme institusi masih sangat rendah dilakukan rata-rata 1,83 kali dalam kurun waktu 7 tahun dari 2000 sampai 2006 (lihat statistik deskriptif). Ini mengindikasikan bahwa masih lemahnya aktivisme institusi menekan manajemen melakukan kebijakan yang dapat merugikan perusahaan. Davis dan Thomson (1994) mengemukakan bahwa untuk menjalankan pengaruhnya investor institusional perlu melakukan tekanan kepada manajemen. Tekanan kepada manajemen dilakukan untuk mencegah manajemen menentukan keputusan-keputusan yang salah, terutama yang berkaitan dengan kebijakan dividen. Hasil penelitian ini berbeda pula dengan Akhigbe dkk. (1997) yang menemukan bahwa aktivisme mendorong manajer untuk fokus lebih teliti pada tujuan pemegang saham seperti peningkatan pembayaran dividen. Disamping itu, menemukan adanya peningkatan pembayaran dividen membuat aktivisme juga akan mengalami peningkatan agar dividen yang diterima oleh institusi tidak mengalami penurunan pada periode berikutnya.

Selanjutnya, hasil uji 2-SLS menunjukkan bahwa aktivisme institusional berpenga-

ruh signifikan positif terhadap kebijakan utang perusahaan. Hasil empiris ini mendukung penelitian Akhigbe dkk. (1997) yang juga menemukan bahwa aktivisme institusi dapat mendorong manajer untuk merespon kepentingan pemegang saham serta mengontrol kebijakan perusahaan. Seperti pembiayaan melalui utang untuk mendanai kegiatan operasi perusahaan. Hal ini berarti adanya aktivisme oleh institusi membuat manajer lebih berhati-hati dalam menggunakan utang perusahaan. Hasil temuan ini menunjukkan semakin tinggi utang perusahaan, semakin dibutuhkan pengawasan ketat melalui aktivisme institusi agar penggunaan utang lebih efektif dan beban bunga atas pinjaman perusahaan dapat dilunasi pada saat jatuh tempo. Hipotesis 5 berhasil dibuktikan. Temuan ini mendukung pernyataan David dkk. (2001) aktivisme merupakan tindakan yang diambil oleh institusional untuk menekan manajer. Misalnya; melalui pemberitaan publik, mengajukan proposal pemegang saham, negosiasi langsung dengan manajer dan melakukan proxy contest. Namun dalam penelitian ini, aktivisme yang dilakukan institusi masih bersifat nonproxy based yaitu mengkritik manajer melalui pemberitaan publik dan negosiasi langsung.

Hasil uji hipotesis 6 menunjukkan kepemilikan institusional memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap kepemilikan manajerial pada persamaan 3. Sebaliknya, terdapat pengaruh signifikan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional pada persamaan 1 (lihat tabel 7). Hasil ini menunjukkan hubungan substitusi atau *causal negatif* antara kepemilikan institusional dengan kepemilikan manajerial. Hubungan substitusi ini berarti adanya hubungan yang saling mengganti antara kepemilikan institusional dengan kepemilikan manajerial dalam sebuah mekanisme kontrol, di mana kepemilikan institusional yang tinggi atau terkonsentrasi membuat kepemilikan manajerial menjadi turun. Kepemilikan institusional yang terkonsentrasi ini memberikan daya kekuatan bagi pemilik institusi

melakukan monitoring terhadap kebijakan-kebijakan manajemen perusahaan. Sebaliknya, adanya kepemilikan manajerial dalam perusahaan mendorong manajer untuk mengontrol tindakannya sendiri, karena kerugian yang timbul sebagian ditanggung oleh manajer. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Crutchley dkk. (1999) dan McConnel dan Servaes (1990) yang menemukan pengaruh secara negatif dan terjadi hubungan substitusi antara kepemilikan institusional dengan kepemilikan insider.

Hipotesis 7 juga berhasil dibuktikan, di mana hasil mengindikasikan ketika kepemilikan manajerial rendah atau kecil, maka risiko akan lebih kecil pula ditanggung oleh manajemen jika terjadi kerugian atas kelalaian manajemen dalam mengelola perusahaan. Oleh karena itu, dalam kondisi seperti ini aktivisme institusi harus dilakukan untuk mengontrol lebih ketat tindakan manajer dalam menentukan kebijakan perusahaan. Bukti empiris penelitian ini mendukung temuan Smith (1996) bahwa kepemilikan manajerial (*insider ownership*) memiliki pengaruh yang negatif dengan aktivisme institusi. Demikian pula, hipotesis 8 berhasil dibuktikan. Karena berdasarkan hasil uji 2-SLS menunjukkan adanya pengaruh signifikan positif antara aktivisme institusi dengan kepemilikan institusional. Bukti empiris ini mendukung penelitian Pound (1988) dan Roe (1990) yang menemukan bahwa pemilik institusional memiliki afiliasi dengan *blockholders*, sehingga mendorong institusional untuk melakukan aktivisme. Bukti ini mengindikasikan bahwa aktivisme institusi semakin tinggi seiring dengan tingginya kepemilikan institusional dalam perusahaan. Aktivisme institusi cukup efektif mendorong manajer mengelola perusahaan dengan baik, sehingga investor institusional akan memperbesar kepemilikannya dalam perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Davit dkk. (2001) bahwa tidak cukup hanya kepemilikan saja tetapi perlu adanya aktivisme institusi untuk mengkritik manajemen perusahaan agar manajemen memperbaiki kinerjanya.

Tabel 7: Hasil Uji Two Stage Least Squares (2-SLS)

| V. Endogen V.End & Eks | INSTOWN (Pers. 1) | INSTACT (Pers. 2) | MNJROWN (Pers. 3) | DIVDPAY (Pers. 4) | DEBTRAT (Pers. 5) |
|---------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Intercept | 52.901* | 1.055* | 34.698* | 19.407** | 53.545** |
| (t value) | (2.003) | (1.700) | (3.775) | (2.174) | (3.631) |
| INSTOWN | – | 0.021 | -0.094** | 0.019*** | -0.068** |
| (t value) | – | (2.782) | (-2.064) | (0.163) | (-0.367) |
| INSTACT | 5.824* | – | -0.256 | -1.757 | 4.703** |
| (t value) | (2.825) | – | (-0.317) | (-0.906) | (1.526) |
| MNJROWN | -0.735** | -0.006*** | – | -0.209 | -0.478 |
| (t value) | (-2.083) | (-0.276) | – | (-0.666) | (-0.916) |
| DIVDPAY | -0.039 | -0.006 | -0.032 | – | 0.068 |
| (t value) | (-0.265) | (-0.620) | (-0.590) | – | (0.321) |
| DEBTRAT | 0.066 | -0.007 | -0.004 | 0.021 | – |
| (t value) | (0.738) | (-1.269) | (-0.129) | (0.261) | – |
| Profit | – | -0.005 | – | – | – |
| (t value) | – | (-0.211) | – | – | – |
| Risk | – | – | -0.132 | – | -0.492*** |
| (t value) | – | – | (-0.660) | – | (-0.639) |
| Salgrow | – | – | – | 1.828*** | – |
| (t value) | – | – | – | (1.815) | – |
| Invest | – | – | – | -6.916 | – |
| (t value) | – | – | – | (-1.018) | – |
| Fixed | – | – | – | – | 0.143 |
| (t value) | – | – | – | – | (1.517) |
| Rand | -1.575 | 2.002 | – | – | – |
| (t value) | (-0.861) | (0.197) | – | – | – |
| Size | 0.113 | – | -3.206** | – | – |
| (t value) | (0.028) | – | (-2.403) | – | – |

Sumber: Data diolah, 2007

Catatan: * signifikan pada level 1%, ** signifikan pada level 5%, *** signifikan pada level 10%

SIMPULAN DAN IMPLIKASI

Penelitian ini menguji hubungan simultanitas aktivisme institusional, kepemilikan institusional dan manajerial, kebijakan dividen dan utang dalam mengatasi masalah keagenan. Penelitian ini mengembangkan riset Crutchley dkk. (1999) dengan tambahan variabel aktivisme institusional ke dalam sistem simultanitas. Hasil uji spesifikasi Hausman menunjukkan aktivisme institusional, kepemilikan institusional dan manajerial, kebijakan dividen dan utang memiliki hubungan simultanitas dalam mengurangi konflik keagenan. Bukti empiris mendukung Crutchley dkk. (1999) bahwa utang, dividen, kepemilikan insider dan institusional memiliki hubungan simultanitas dalam mengurangi masalah keagenan. Tambahan variabel aktivisme institusional ke dalam sistem simultanitas Crutchley dkk. (1999) meningkatkan tingkat prediksi R^2 dari 40% menjadi 49,4%. Hasil penelitian ini juga mendukung David dkk.

(2001) bahwa tidak cukup hanya kepemilikan saja, tetapi perlu adanya aktivisme institusional untuk mengontrol secara ketat dan mengkritisi kebijakan manajer yang tidak berorientasi pada kepentingan pemegang saham dan value perusahaan.

Penelitian ini mengkaji aktivisme yang *nonproxy based*, karena institusi penilai emiten hanya melakukan kritisme publik dan negosiasi langsung dengan manajer dan tidak melakukan *proxy contest*. Implikasi penelitian mendatang diharapkan mengkaji aktivisme yang *proxy based* ke dalam sistem simultan, atau menggabungkan *nonproxy based* dengan *proxy based activism* agar institusi lebih ketat dalam mengontrol tindakan manajer dan lebih memberikan tingkat prediksi yang tinggi. Disamping itu meningkatkan jumlah sampel dan jenis perusahaan serta jumlah pengamatan agar lebih memberikan *power* untuk mengeneralisasi hasil penelitian. Penelitian mendatang diharapkan pula memasukkan

institusi lain; seperti dana pensiun, perseroan terbatas untuk melakukan aktivisme agar kontrol secara efektif dan menyeluruh dapat dicapai.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. dan Knoeber, C.R. (1996). "Firm Performance and Mechanism to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
- Agrawal, A. dan Mandelker, G.N. (1990). "Large Shareholders and Monitoring of Managers: the Case of Antitakeover Charter Amendinents". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June, 143-161.
- Akhigbe, A. Madura, J. dan Tucker, A.L. (1997). "Long-Term Valuation Effects of Shareholders Activism". *Applied Financial Economic*, 7, 567-573.
- Ashari, H.C. Koh, S.L. dan Wei, H.W. (1994). "Factors Affecting Income Smoothing Among Listed Companies in Singapore". *Accounting Business Research*, 24, (96), 291-301.
- Bagnani, E.S., Milonas, N. T., Saunders, A. dan Travlos, N.G. (1994). "Managers, Owners, and the Pricing of Risky Debt: an Empirical Analysis". *The Journal of Finance*, XLIX (2), 453-477.
- Bathala, C.T., Moon, K.P. dan Rao, R.P. (1994). "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective". *Financial Management*, Autumn, 23 (3), 38-50.
- Brockman, P. dan Michayluk, D. (1998). "Individual versus Institutional Investors and the Weekend Effect". *Journal of Economics and Finance*, 22, (1) 71-85.
- Bushee, B.J. (1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior". *The Accounting Review*, 73 (3) July, 305-333.
- Chen, C.R. dan Steiner, T.L. (1999). "Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Non-Linear Simultaneous Equations Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, Dividend Policy". *Financial Review*, 91, 1277-1368.
- Chung, R., Firth, M. dan Kim, J.B. (2005). "FCF Agency Costs, Earnings Management, and Investor Monitoring". *Corporate Ownership & Control*, Vol. 2, Issue 4, pp. 51-61.
- Coffee, J.C. (1991). "Liquidity versus Control: The Institutional Investors as Corporate Monitor". *Columbia Law Review*, October, 1277-1368.
- Collins, M.C. Saxena, A.K. dan Wansley, J.W. (1996). "The Role of Insiders and Dividend Policy: a Comparison of Regulated and Unregulated Firms". *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 9 (2).
- Collins, M.C., Blackwell, D.W. dan Sinkey, Jr. J.F. (1995). "The Relationship Between Corporate-Compensation policies and Investment Opportunities: Empirical Evidence for Large Bank Holding Companies". *Financial Management*, Autumn, 40-53.
- Committee on Corporate Governance. (1998). "The Combined Code". *The London Stock Exchange Limited*, June, London, UK.
- Cooper, R.D. dan Emory, C.W. (1995). "Business Research Methods". Richard D. Irwin.
- Crutchley, C.E. Jensen, M.R. Jahera, J.S. dan Raymond, J.E. 1999. "Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership". *International Review of Financial Analysis*, 8 (2), 177-197.

- Crutchley, C.E. dan Hansen, R.S. (1989). "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends". *Financial Management*, 18, 36-46.
- David, P. Hitt, M.A. dan Gimeno, J. (2001). "The Influence of Activism by Institutional Investors on R&D". *Academy of Management Journal*, 44 (1), 144-157.
- Davis, G.F. dan Thompson, T.A. 1994. "A Social Movement Perspective on Corporate Control". *Administrative Science Quarterly*, 39, 141-173.
- Ghozali, I. (2006). *Analisis Multivariate Lanjutan dengan Program SPSS*. Edisi 1. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hartono, J. (2000). "An Agency-Cost Explanation for Divident Payments". Working Paper. Gadjah Mada University. Yogyakarta.
- Hatta, A.J. (2002). "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder". *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*, Desember, 6 (2).
- Jensen, M.C. dan Meckling, W.H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3 (4).
- Jensen, M.C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers AEA". Papers and Proceeding, May, 76 (2).
- Jensen, G.R. Solberg, D.P. dan Zorn, T.S. (1992). "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 131-144.
- Kale, J.R. dan Noe, T.H. (1990). "Dividen, Uncertainty, and Underwriter Cost Under Asymmetric Information". *Journal of Financial Research*, 13, 265-277.
- Kale, J.R. Noe, T.H. dan Ramirez, G.G. (1991). "The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evidence". *Journal of Finance*, 46, 1693 -1716.
- Lev, B. dan Thiagarajan, S.R. (1993). "Fundamental Information Analysis". *Journal of Accounting Research*, 31 (2) Autumn, 190-215
- Moh'd, M.A. Perry, L.G. dan Rimbey, J.N. (1998). "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis". *The Financial Review*, 33, 85-99.
- Myers, S.C. (1984). "The Capital Structure Puzzle". *The Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Myers, S.C. dan Majluf, N.S. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information That Investors Do Not". *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- O'Barr, W.M. dan Conley, J.M. (1992). "Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing". Homewood. IL.: Richard D. Irwin. Inc.
- Pound, J. (1988). "Proxi Contents and the Efficiency of Shareholders Oversight". *The Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Roe, M. (1990). "Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies". *Journal of Financial Economics*, 27, 7-42.
- Rozeff, M.S. (1982). "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios". *Journal of Financial Research*, 249-259.
- Scott, W.R. (1997). *Financial Accounting Theory*. New Jersey Prentice-Hall

- International. A. Simon & Schuster Company. Upper Saddle. River.
- Shleifer, A. dan Vishny, R. (1986). "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economy*, June, 461-488.
- Sias, R.W. dan Starks, L.T. (1995). "The Day-of-the-Week Anomaly: the Role of Institutional Investor". *Financial Analysis Journal*, May-June, 58-67.
- Siegel, J.G. dan Shim, J.K. (1999). *Kamus Istilah Akuntansi (terjemahan)*. Cetakan Ke 3. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- Smith, E.D. (1976). "Effects of Separation of Ownership From Control an Accounting Policy Decisions". *Accounting Review*, 11.
- Smith, M.P. (1996). "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence From CalPERS". *Journal of Finance*, 51 (1), 227-252.
- Thompson, T. dan Davis, G.F. (1997). "The Politics of Corporate Control and the Future of Shareholder Activism in the United State". *Corporate Governance: An International Review*, 5 (3), 152-159.
- Useem, M. (1996). "Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America". New York: Basic Books.
- Wansley, J.W. Collins, M.C. dan Dutta, A.S. (1995). "Evidence of a Non Linier Relationship Between Corporate Ownership Structure and Dividend Policy". Working Paper, University of Tennessee at Knoxville-Ville.