

# KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN KONFLIK KEAGENAN DI PASAR MODAL INDONESIA

Teguh Prasetyo

Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang  
Email: tghprasetyo@gmail.com

## *Abstract*

*This research aims to test the agency theory in Indonesian capital market was proxied by the variable mechanism controlling the agency conflicts, based on institutional ownership. The data used in this study is secondary data drawn from the Osiris database, ICMD. It is industrial company, excepted insurance companies and financial services that meet the criterion sampling and it was listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI). The data is in the form of pooled data with the observation period from the year 2004-2010. Variables used in this study is that the company's performance to the performance of utility assets and Tobin's q accounting for market performance as a proxy for agency conflicts as well as the dependent variable. As for institutional ownership as independent variables and firm size as a control variable. The method of analysis used in this study is multiple regression of pooled data analysis. The results of this study is an institutional ownership has a positive effect on performance. That is, institutional ownership having character to control the agency conflict. With the result that, institutional ownership has been play function of binding and oversight of agency conflict.*

**Key Words:** *Institutional Ownership, Agency Conflict and Performance.*

## PENDAHULUAN

Regulasi, ukuran perusahaan, jumlah modal serta sistem yang berbeda antara suatu perusahaan dengan perusahaan lainnya akan memberikan hasil kebijakan yang berbeda. Misalnya kebijakan didiven, pembayaran dividen akan dianggap

sebagai sinyal atau semata-mata konflik keagenan (*agency conflict*). Dewenter dan Warther (1998) memberikan penjelasan bahwa kebijakan dividen perusahaan-perusahaan di Jepang lebih sebagai permasalahan keagenan (*agency problem*) dibandingkan di Amerika

Serikat. Keadaan tersebut disebabkan perusahaan di Jepang menerapkan sistem *keiretsu*. Akan tetapi, pembayaran dividen oleh perusahaan masih merupakan teka-teki (*puzzle*). Artinya kebijakan dividen akan terkait dengan laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk pendapatan dividen ataukah akan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (Amihud dan Murgia, 1997).

Berbeda dengan di Amerika atau Eropa dan juga Jepang, kebanyakan perusahaan yang *listed* di pasar modal Indonesia memiliki pemegang saham dalam bentuk institusi bisnis tersendiri. Karakteristik struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan di Indonesia tingkat konsentrasinya lebih tinggi, sehingga terkadang pendiri juga dapat memangku jabatan sebagai dewan direksi atau komisaris dan sekaligus juga ada yang sebagai pemegang saham kemudian dimungkinkan akan dapat mengendalikan manajemen perusahaan. Masalah keagenan (*agency problem*) di pasar modal Indonesia tersebut adalah konflik keagenan antara pemegang saham pengendali (*majority shareholders*)

dengan pemegang saham minoritas (*minority shareholders*) (Husnan 2001).

Pendekatan teori keagenan (*agency theory approach*) memberikan penjelasan bahwa struktur modal disusun sedemikian rupa dalam rangka untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik keagenan (*agency conflict*) yaitu antara para pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer (*stakeholders*) adalah konsep *free cash flow* (Jensen, 1986). Konsep *free cash flow* tersebut melihat bahwa keputusan pendanaan dengan hutang (*debt financing*) merupakan bentuk usaha untuk mengatasi konflik keagenan (*agency conflict*) atas *cash flow*, sehingga kinerja perusahaan akan lebih baik (Hanafi, 2010).

Menurut Mahadwartha (2003) antara hutang, kepemilikan manajerial, dan dividen memiliki efek substitusi (*substitution effects*) dalam mekanisme pengawasan dan pengikatan konflik keagenan (*agency conflict*). Konflik keagenan yang ada di *emerging market* seperti di pasar modal Indonesia sangatlah unik, menurut Tandelilin dan Wilberforce (2002) yang melakukan penelitian di pasar modal Indonesia

menemukan bahwa hutang dan kebijakan dividen memiliki hubungan *non-monotonic* dengan kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) dalam mengontrol konflik keagenan (*agency conflict*) antara para pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer (*stakeholders*). Sedangkan menurut Crutchley dan Hansen (1989), Chen dan Stainer (1999) antara dividen, hutang dan *insider ownership* memiliki hubungan substitusi. Crutchley *et al.* (1999) mengatakan bahwa kepemilikan institusional juga dapat dijadikan sebagai variabel substitusi untuk mengendalikan, mengawasi dan mengurangi konflik keagenan (*agency conflict*). Berdasarkan fenomena tersebut, maka penelitian ini fokus pada pengaruh kepemilikan institusional terhadap konflik keagenan yang berdampak pada kinerja perusahaan di pasar modal Indonesia.

Teori keagenan secara umum terdiri dari dua prinsip diantaranya yaitu *positivist agency theory* dan *principal-agent research*. *Positivist agency theory* memfokuskan pembahasan mengenai hubungan antara pihak manajemen (*agent*)

dengan pemegang saham (*principal*), sedangkan *principal-agent research* membahas mengenai semua konflik kepentingan antara satu pihak dengan pihak lainnya dimana pihak yang satu tidak melaksanakan instruksi atau perintah pihak kedua (Eisenhardt, 1989). Jadi *principal-agent research* mempunyai cakupan yang lebih luas. Menurut Jensen (1986) masalah keagenan (*agency problem*) timbul karena orang cenderung untuk mementingkan dirinya sendiri, sehingga menimbulkan konflik yaitu ketika kepentingan tersebut bertemu dalam suatu aktivitas bersama.

Secara umum struktur kepemilikan perusahaan dibagi menjadi kepemilikan institusi, kepemilikan orang dalam, dan kepemilikan manajerial. Dalam konflik keagenan struktur kepemilikan merupakan salah satu faktor yang penting dalam kaitannya dengan konflik yang muncul dalam manajemen suatu perusahaan, yakni seperti yang disebutkan dalam pembahasan literatur sebelumnya mengenai teori keagenan yang menyebutkan bahwa konflik yang

terjadi dalam manajemen perusahaan ketika pengawasan dan kontrol perusahaan tersebut terpisah (Jensen dan MecKling, 1976). Laporta *et al* (2000) mengatakan bahwa munculnya kepemilikan terkonsentrasi adalah sebagai akibat adanya respon alami yang ditimbulkan karena biaya keagenan yang terlampaui tinggi. Disisi lain, kepemilikan merupakan salah satu cara alternatif yang dilakukan para investor dalam mendapatkan kekuasaan untuk melindungi kepentingannya.

Pada umumnya di Indonesia pemegang saham pengendali tersebut merupakan investor dari perusahaan atau sebuah institusi dan selanjutnya disebut dengan investor institusional atau dalam struktur kepemilikan perusahaan lazim disebut dengan kepemilikan institusional (*institutional ownership*).

Lebih lanjut, kepemilikan institusional (*institutional ownership*) memiliki keeratan hubungan dengan teori keagenan (*agency theory*) sebagai variabel substitusi selain variabel dividen maupun *leverage* dalam mengontrol konflik keagenan

(*agency conflict*) (Crutchley *et. al.*, 1999). Dengan karakteristik pasar modal Indonesia sebagai *emerging market*, kepemilikan institusional (*institutional ownership*) mempunyai peran dalam mengontrol konflik keagenan antara mayoritas dan minoritas (Wardhana, 2011). Menurut Mahadwartha (2003) bahwa kepemilikan berhubungan dengan nilai perusahaan. Dengan kata lain, apabila perusahaan mempunyai *managerial ownership program* maka nilai *leverage* yang dimiliki perusahaan cenderung akan lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang tidak mempunyai *managerial ownership program*.

Dengan keadaan struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia yang terbagi dalam mayoritas dan minoritas terbukti dapat memberikan penjelasan bahwa pada saat tingkat institusi pengendali yang tinggi cenderung mengurangi adanya konflik keagenan (*agency conflict*) antara pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer (*stakeholders*) sehingga memberikan keuntungan bagi minoritas (Wardhana, 2011). Hal ini berarti

pada saat kepemilikan institusional lebih besar cenderung dapat mengurangi konflik keagenan. Dengan kata lain kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Kemudian, hasil temuan Isnaini (2008) juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Sedangkan Mahadwartha (2003) dalam penelitiannya mengatakan bahwa ada pengaruh positif struktur kepemilikan dengan *managerial ownership* di Indonesia terhadap kinerja perusahaan. Dengan kata lain, apabila perusahaan mempunyai *managerial ownership program* maka kinerja perusahaan akan lebih baik, begitu juga sebaliknya.

Masalah tersebut disebabkan selain karena manajer mempunyai *managerial ownership* adalah adanya *monitoring* pengendali terhadap kinerja manajer sehingga manajer akan cenderung mengurangi risiko kebangkrutan atau risiko bisnis perusahaan karena nilai kekayaan pribadinya akan lebih dipengaruhi oleh kekayaan perusahaan.

Penjelasan lainnya adalah karena manajer akan berusaha mengurangi *agency cost of debt*, karena *agency cost of equity* sendiri sudah turun, sehingga secara keseluruhan *agency cost* dapat ditekan. Sehingga,

dapat dikatakan ada pengaruh positif kepemilikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian Crutchley *et. al* (1999) juga menunjukkan kepemilikan institusional memiliki fungsi pengawasan dalam mengendalikan konflik keagenan, sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih baik. Dengan demikian, ada pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut hipotesis yang dapat diajukan adalah *kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja*.

## **METODE**

Data penelitian ini adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yakni sektor industri manufaktur dan perusahaan jasa, kecuali sektor keuangan dan perbankan. Periode pengamatan selama 2004-2010. Jumlah sampel

yang diambil sebanyak 82 perusahaan. Metode penyampelan penelitian yang digunakan adalah *purposive sampling method* (Neuman, 2006). Dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan harus telah beroperasi dan terdaftar sebagai perusahaan publik di BEI selama periode amatan.
2. Tersedianya laporan keuangan dari tahun 2004 – 2010.
3. Perusahaan harus mempunyai kepemilikan institusi pada sisi *shareholders*.
4. Perusahaan harus membayarkan dividennya selama periode amatan.
5. Perusahaan harus memiliki hutang.

Data tersebut diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan ketersediaan *database Osiris*.

### **Definisi Variabel**

#### ***Variabel Dependen***

Variabel dependen dalam hipotesis ini adalah konflik keagenan dalam bentuk kinerja perusahaan.

Adapun proksi yang digunakan adalah sebagai berikut:

- a) *Asset Utiliy*: mengikuti Ang *et al.* (2000) penelitian ini menggunakan kinerja akuntansi sebagai ukuran biaya keagenan yang dapat dihitung sebagai berikut:

$$AU = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aset}}$$

Dimana :

AU : Penggunaan aset perusahaan (*Asset Utility*).

- b) *Q*: mengikuti Morck *et al.* (1988). Rasio ini mengukur nilai pasar terhadap nilai buku dari total aset perusahaan. Dimana Q dihitung sebagai berikut:

$$Q = \frac{(EMV + D)}{BVTA}$$

Dimana:

Q : Tobin's q.

EMV : Jumlah saham biasa yang beredar dikalikan harga pasar.

BVTA : Nilai buku dari total aset.

D : Nilai buku dari total hutang.

#### ***Variabel Independen***

Kepemilikan institusional. Variabel ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$IO = \frac{\text{Pemegang Saham Non - Publik}}{\text{Jumlah Saham Yang Beredar}} \times 100\%$$

Dimana :

IO : Rasio kepemilikan institusional.

**Variabel Kontrol**

Variabel kontrol untuk hipotesis ini adalah ukuran

perusahaan (SIZE). Variabel ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

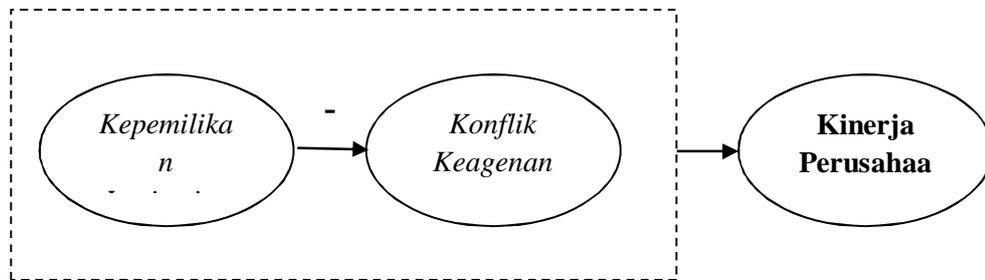
$$SIZE = \ln MV$$

Dimana:

SIZE : Ukuran perusahaan.

lnMV : Logaritma natural kapitalisasi pasar

**Desain Penelitian**



**Gambar 1** : Desain penelitian

**Metode Analisis Data**

Model ekonometrika yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian adalah sebagai berikut:

$$AU_{it} = \beta_{i0} + \beta_1 IO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + e_{it} \dots \dots \dots (1)$$

$$Q_{it} = \beta_{i0} + \beta_1 IO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + e_{it} \dots \dots \dots (2)$$

Dimana:

Q<sub>it</sub> : Kinerja pasar atau Tobin's q perusahaan i pada waktu ke t.

AU<sub>it</sub> : Penggunaan aset perusahaan i pada waktu ke t.

β<sub>i0</sub> : Intercept perusahaan i pada waktu ke 0.

β<sub>it1</sub> s/d β<sub>it2</sub> : Koefisien regresi perusahaan i pada waktu ke t.

IO<sub>it</sub> : kepemilikan institusional perusahaan i pada waktu ke t.

SIZE<sub>it</sub> : Ukuran perusahaan perusahaan i pada waktu ke t.

e<sub>it</sub> : Residual error perusahaan i pada waktu ke t.

Hipotesis statistik dari kedua model tersebut adalah sebagai berikut:

H1: β<sub>1</sub>>0, H2: β<sub>1</sub>>0, H3: β<sub>2</sub>>0

Tujuan pengujian hipotesis ini adalah untuk menguji pengaruh variabel mekanisme pengendalian konflik keagenan yakni, kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. Selanjutnya, untuk menguji hipotesis tersebut akan digunakan regresi data panel. Sedangkan untuk melakukan estimasi regresi data panel terdapat tiga model (Baltagi, 2005). Berikut adalah ketiga model tersebut:

- 1)  $Y_{it} = \alpha + \beta_i X_{it} + e_{it}$  untuk *Pooled Least Squares* (PLS) dimana untuk setiap *cross section* memiliki perilaku yang sama dengan ditunjukkan dengan parameter intersept dan slope yang sama.
- 2)  $\hat{y}_{it} = \hat{\beta}_{it} + \hat{e}_{it}$  untuk *fixed effect* dimana terdapat variasi pada intersept yang dimanifestasikan dalam bentuk variabel *dummy* atau bisa disebut dengan *Least Square Dummy Variable* (LSDV).
- 3)  $y_{it}^* = \mu_{it}^* + \beta_{it}^* + u_{it}^*$  untuk *random effect* dimana variasi pada intersept dimanifestasikan dalam bentuk galat (*error component model*). Regresi dengan menggunakan data panel memiliki

keunggulan dibandingkan dengan lintas sektoral atau runtun waktu. Pada umumnya keunggulan data panel adalah pada saat melakukan amatan yang ada tidak memenuhi syarat untuk dikatakan sebagai sampel besar yakni kurang dari 30 sampel. Dengan menggunakan data panel, berarti dapat dikatakan data tersebut merupakan gabungan antara data lintas waktu sektoral dengan data runtun waktu, sehingga permasalahan jumlah sampel amatan dapat diatasi. Menurut Gujarati (2009) secara spesifik manfaat menggunakan regresi data panel adalah sebagai berikut:

- a. Dapat mengontrol heterogenitas individu.
- b. Dapat memberikan informasi yang bervariasi.
- c. Menghindarkan dari adanya kolinieritas antar variabel, serta menambah *degree of freedom* dan lebih efisien.
- d. Mampu mengukur serta mengidentifikasi secara sederhana efek yang tidak dapat diperoleh dari regresi yang menggunakan data

lintas sektoral ataupun runtun waktu.

- e. Dapat menguji dan membangun model yang lebih kompleks.
- f. Diharapkan dapat meminimalisasi bias.

Sesuai dengan tujuan dari penelitian ini, yakni ingin mengetahui perilaku perusahaan yang dimiliki institusi atau kepemilikan institusional dalam mengendalikan konflik keagenan. maka regresi data panel adalah alat yang lebih baik dari pada hanya menggunakan regresi lintas sektoral ataupun runtun waktu saja. Selanjutnya, karena terdapat tiga model, maka dipilih satu model saja yang terbaik. Ketiga model tersebut adalah *common*, *fixed*, dan *random*. Uji yang dapat digunakan dalam menentukan estimasi pengujian regresi data panel adalah uji Chow,

uji LM, atau uji Hausman. Akan tetapi, model yang dipilih bisa hanya dengan asumsi dan melihat karakteristik data tersebut (Gujarati, 2009). Sedangkan untuk pemilihan model haruslah baik atau cocok dalam melakukan analisis empiris. Apabila tidak cocok atau hasil estimasi kurang bagus, maka model tersebut tidak dapat ditentukan hanya dengan beberapa kriteria dan refrensi. Oleh karena itu, diperlukan pemilihan model dengan teknik estimasi yang tepat (Widarjono, 2009). Setelah mendapatkan model yang tepat akan dilakukan regresi data panel (*pooled regression*).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Statistika Deskriptif

Statistika deskriptif secara umum dari masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 1.

**Tabel 1:** Statistik Deskripsi Umum Variabel

Variabel	Mean	SD	Minimum Value	Maximum Value
<b>IO (%)</b>	56,34	20,26	12,32	99,00
<b>AU</b>	1,35	0,94	0,01	6,74
<b>Q</b>	0,98	0,90	0,07	5,33
<b>lnSIZE</b>	19,64	3,58	8,91	26,04

Sumber: data diolah

Dari tabel 1 dapat dipaparkan kepemilikan institusional (IO) memiliki nilai rata-rata 56.34 dengan simpangan baku sebesar 20,26 dan nilai minimum 12,32 serta nilai maksimum sebesar 99,00. *Asset Utility* (AU) memiliki nilai rata-rata 1,35 dengan simpangan baku sebesar 0,94 dan nilai minimum 0,01 serta nilai maksimum sebesar 6,74. *Tobin's Q* (Q) mempresentasikan dari kinerja pasar memiliki nilai rata-rata 0,98 dengan simpangan baku

sebesar 0,90 dan nilai minimum 0,07 serta nilai maksimum sebesar 5,33 . Logaritma natural ukuran perusahaan (*LnSIZE*) memiliki nilai rata-rata 19,64 dengan simpangan baku sebesar 3,58 dan nilai minimum 8,91 serta nilai maksimum sebesar 26,04.

### Pembahasan Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis dengan regresi data panel metode *Pooled Least Squares* adalah seperti pada tabel 2 .

**Tabel 2:** Hasil Regresi Data Panel Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja

Variabel Independen	Variabel Dependen	
	Panel 1 (AU)	Panel 2 (Q)
IO	0.003068 (6.803839) ***	0.013315 (11.41095) ***
lnSIZE	0.015409 (5.591693) ***	0.019200 (13.14841) ***
Adj-R <sup>2</sup>	0.003395	0.076940

Sumber : data diolah

\*\*\* )Signifikan pada level 0.01 ( ) t-statistik

Dari tabel 2 dapat dijelaskan bahwa kepemilikan institusional (IO) signifikan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan pada level 0.01, sehingga hipotesis terdukung. Hal tersebut mendukung temuan Wardhana (2011) yang mengatakan bahwa keadaan struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia yang terbagi

dalam mayoritas dan minoritas terbukti dapat memberikan penjelasan pada saat tingkat institusi pengendali yang tinggi cenderung mengurangi adanya konflik keagenan (*agency conflict*) antara pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer (*stakeholders*) sehingga memberikan keuntungan bagi minoritas. Keadaan tersebut juga

terbukti dengan melihat pada panel dua untuk nilai kinerja pasar sebagai perwakilan minoritas yang menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja yang juga pada level 0,01. Hal ini berarti pada saat kepemilikan institusional lebih besar cenderung dapat mengurangi konflik keagenan.

Hasil penelitian ini juga mendukung temuan Isnaini (2008) yang mengatakan bahwa antara kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan memiliki hubungan yang positif, yakni dengan adanya kepemilikan yang semakin terkonsentrasi akan semakin memberikan pengawasan terhadap cara kerja manajer sehingga kinerja manajemen lebih optimal. Dalam hal ini kepemilikan institusional (*institutional ownership*) erat kaitannya dengan teori keagenan (*agency theory*) untuk mengontrol konflik keagenan (*agency conflict*) sehingga kinerja perusahaan semakin baik (Crutchley *et. al.*, 1999).

Logaritma natural ukuran perusahaan (lnSIZE) sebagai variabel kontrol menunjukkan hasil signifikan

positif pada level 0,01. Hasil tersebut sejalan dengan Ang *et al.*, (2000) yang mengatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, biaya akan semakin menurun terhadap *size* karena *economic of scale*. Sehingga diharapkan kinerja perusahaan menjadi lebih baik.

## **KESIMPULAN DAN SARAN**

### **Kesimpulan**

Kesimpulan yang dapat diambil sebagai hasil penelitian ini adalah ketika kepemilikan institusional tinggi cenderung akan mengurangi konflik keagenan. Dengan kata lain pengendali disini memiliki peran dalam menjalankan fungsi sebagai pengikatan sekaligus pengawasan terhadap konflik keagenan. Hasil ini memberikan argumentasi mengenai ekspropriasi kepemilikan mayoritas sebagai pengendali yang dalam penelitian ini berupa institusi di pasar modal Indonesia tidak terjadi. Dengan kata lain pengendali disini memiliki peran dalam menjalankan fungsi sebagai pengikatan sekaligus pengawasan terhadap konflik keagenan, meskipun

kenyataannya kepemilikan institusional di pasar modal Indonesia cenderung tidak berubah-ubah.

### Saran

Saran yang bisa diberikan peneliti untuk penelitian selanjutnya adalah melakukan pemilihan sampel berdasarkan jenis industri dan dengan jangka penelitan atau periode penelitian yang lebih banyak dan *update* agar dapat memenuhi beberapa kekurangan dalam penelitian ini. Misalnya menambahkan variabel proksi dan juga variabel kontrol. Kemudian, sebaiknya penelitian kedepan melakukan perbandingan antara pasar modal indonesia dengan pasar modal di dunia mengenai konsep teori keagenan yang masih belum banyak diteliti. Alangkah baiknya penelitian selanjutnya memberikan klasifikasi yang detail mengenai kepemilikan institusional. Misalnya asing atau lokal, yang mungkin berpengaruh dari pola pengelolaannya. Kemudian implikasi untuk tata kelola perusahaan yang baik, hendaknya mempertimbangkan proporsi kepemilikan. Dengan kata

lain memposisikan tingkat kepemilikan pada kepemilikan yang tinggi karena dapat mengurangi konflik keagenan. Hal tersebut, terbukti dengan adanya kepemilikan institusional, maka efisiensi penggunaan aset perusahaan semakin tinggi dan nilai perusahaan akan menjadi lebih baik (tinggi).

### DAFTAR PUSTAKA

- Amihud, Yakov and Murgia, Maurizio. 1997. Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany. *The Journal of Finance*. Vol. 52, No. 1, pp. 397-408.
- Ang, James, S., Cole, Rebel A., and James wuh lin. 2000. Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*. Vol. 55, No. 1, pp. 81-106.
- Baltagi, Badi H. 2005. *Econometric Analysis of Panel Data*. (3<sup>rd</sup> Edition). John Wiley and Sons, Ltd.
- Chen, C.R., and T.L. Steiner. 1999. Managerial Ownership, and Agency Conflict: A Nonlinier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, risk taking, debt policy, and dividen policy. *Financial Review*, 34:119-137.
- Crutchley, Claire E., and Hansen, Robert S. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, Vol. 18, No. 4, pp. 36-46.

- Crutchley, Claire E., Jensen, Marlin R.H., Jahera, John S., Raymond, Jr., Jennie E. 1999. Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 8:2, pp. 177-197.
- Dewenter, Kathryn L. and Warther, Vincent A. 1998. Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms. *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 3, pp. 879-904.
- Eisenhardt, Kathleen M., 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1, pp. 57-74.
- Gujarati, Damodar N., and Porter, Dawn C. 2009. *Basic Econometrics*. (5<sup>th</sup> Edition). New York: McGrawhill Publisher.
- Hanafi, Mamduh M. 2010. *Manajemen Keuangan*. (Edisi Pertama). Yogyakarta: Penerbit BPF.
- Husnan, S. 2001. Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan; Perbandingan Kinerja Perusahaan Dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi*, Vol 1, No. 1, pp. 1-12.
- Isnaini, Nur Fitriana, 2008. Interpendensi Antara Struktur Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen Dalam Menjelaskan Mekanisme Keagenan. *Thesis*, Tidak dipublikasikan. Universitas Gadjah Mada.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Cost and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economics Review* 76/2, pp. 323-329.
- Jensen, M. and Meckling, W. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., and Zorn, T. S. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27. 247-263.
- Mahadwartha, P.A. 2003. Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy To Managerial Ownership: An Agency Theory Prespective. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 18, No.3. pp 288-297.
- Morck, Randall, Andrei Schleifer, and Robert Vishny, 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 8: 175-180.
- Neuman, W. Lawrence. 2006. *Social Research Methods: Qualitative and Quantitative Approach*. New York: Pearson.
- Prasetyo, T. 2012. Dividen, Hutang dan Kepemilikan Institusional di Pasar Modal Indonesia: Pengujian Teori Keagenan. *Tesis*, Tidak dipublikasikan. Universitas Gadjah Mada.
- Tandelilin, E., 2010. *Portofolio dan Investasi, Teori dan Aplikasi*. (Edisi Pertama). Yogyakarta: Penerbit Kanisius..

- Tandelilin, E., and Wilberforce, T., 2002. Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?. *Gajah Mada International Journal of Business*, Vol. 4. No. 1, pp. 3-43.
- Wardhana, Leo. I., 2011. Kepemilikan Institusional dan Mekanisme Pengendalian Konflik Keagenan. *Tesis*, Tidak dipublikasikan. Universitas Gajah Mada.
- Widarjono, A. 2009. *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya*. (Edisi ketiga). Yogyakarta: Penerbit Ekonesia FE-UII.
- [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
- [www.lib.ugm.ac.id](http://www.lib.ugm.ac.id)
- [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)
- [www.osiris.com](http://www.osiris.com)