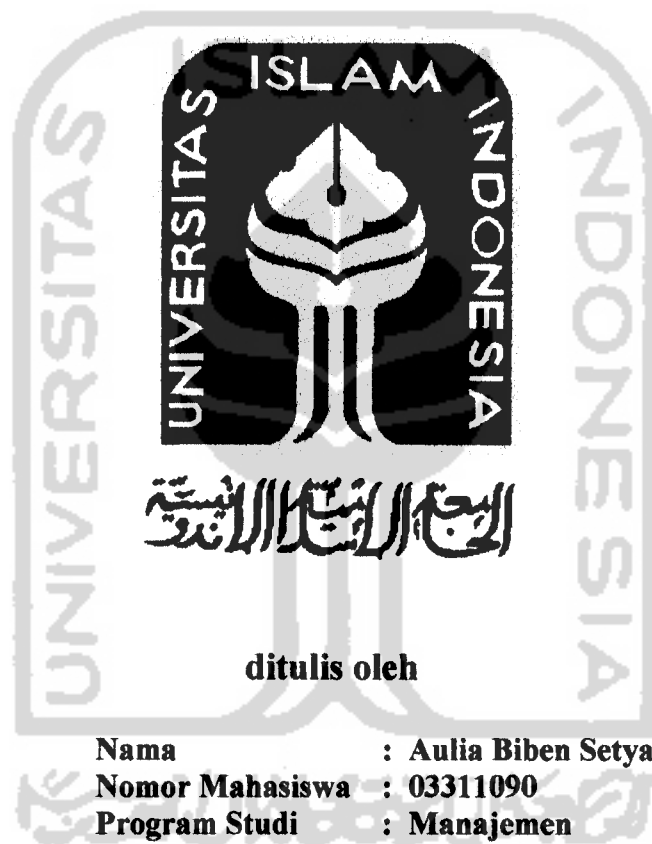


**Hubungan Antara Struktur Kepemilikan
dengan Kinerja Keuangan Perusahaan
di Bursa Efek Jakarta (BEJ)**

SKRIPSI



ditulis oleh

**Nama : Aulia Biben Setyabudi
Nomor Mahasiswa : 03311090
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
YOGYAKARTA
2007**

**Hubungan Antara Struktur Kepemilikan
dengan Kinerja Keuangan Perusahaan
di Bursa Efek Jakarta (BEJ)**

SKRIPSI



ditulis oleh

Nama : Aulia Biben Setyabudi
Nomor Mahasiswa : 03311090
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
YOGYAKARTA
2007

**Hubungan Antara Struktur Kepemilikan
dengan Kinerja Keuangan Perusahaan
di Bursa Efek Jakarta (BEJ)**

SKRIPSI

**Ditulis dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir guna
memperoleh gelar Sarjana Strata-1 di Program Studi
Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia**



oleh

**Nama : Aulia Biben Setyabudi
Nomor Mahasiswa : 03311090
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
YOGYAKARTA
2007**

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

" Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan orang lain untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku."

Yogyakarta, Maret 2007

Penulis

Aulia Biben S.

**Hubungan Antara Struktur Kepemilikan
dengan Kinerja Keuangan di Indonesia**



oleh

Nama : Aulia Biben Setyabudi
Nomor Mahasiswa : 03311090
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan

Yogyakarta,

**Telah disetujui dan disahkan oleh
Dosen Pembimbing,**

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Dra. Nurfauziah, MM.', is written over a horizontal line. The signature is stylized and cursive.

Dra. Nurfauziah,MM.

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

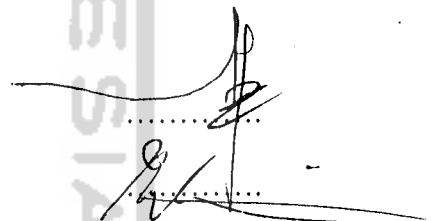
**"Hubungan Struktur Kepemilikan Dengan Kinerja Keuangan
Perusahaan di Bursa Efek Jakarta (BEJ)**

Disusun Oleh: **AULIA BIBEN SETYA BUDI**
Nomor mahasiswa: 03311090


Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**
Pada tanggal : 18 April 2007

Penguji/Pemb. Skripsi : Dra. Nurfauziah, MM

Penguji : Dr. Zaenal Arifin, M.Si



Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



Iskandani 'shak, M.Bus, Ph.D

ABSTRAK

Penelitian ini menguji hubungan simultan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kinerja keuangan yang diukur melalui profit, perputaran aktiva, dividen, dan hutang. Penelitian ini menggunakan model *Two Stage Least Square* (2 SLS) untuk menguji hubungan simultan di antara variabel-variabel tersebut, sebanyak 66 sampel perusahaan digunakan dalam penelitian ini yang diperoleh dengan metode *purposive sampling* terhadap semua perusahaan yang terdaftar di BEJ dengan periode pengamatan 2001-2004 dengan kriteria: terdaftar tahun 2001, di luar sektor perbankan dan lembaga keuangan lainnya serta memiliki struktur kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

Dari hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan simultan antara variabel-variabel yang digunakan. Arah hubungan positif antara profit dengan kepemilikan manajerial dan institusional. Hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dan perputaran aktiva, sedangkan antara kepemilikan institusi dengan perputaran aktiva memiliki arah positif. Arah positif juga terdapat pada kepemilikan manajerial dengan dividen dan hutang. Sebaliknya, antara kepemilikan institusi dengan dividen dan hutang memiliki arah hubungan terbalik. Hasil yang konsisten yaitu hubungan negatif tidak signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusi.

Kata kunci: *hubungan simultan, two stage least square, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kinerja keuangan, profit, perputaran aktiva, dividen, hutang.*

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur ke hadirat Allah SWT, atas rahmat, hidayah dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “**Hubungan Antara Struktur Kepemilikan dengan Kinerja Keuangan Perusahaan di Bursa Efek Jakarta (BEJ)**”. Penulis menyadari dalam penyusunan skripsi ini tidak lepas dari bimbingan Allah SWT dan juga peran dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan rasa terima kasih kepada :

1. Bapak Drs. H. Asma'i Ishak, M.Bus.,Ph.D. selaku Dekan Fakultas Ekonomi atas izin menyusun skripsi ini.
2. Ibu Dra. Nurfauziah, MM. selaku dosen pembimbing skripsi atas semangat, kesempatan, bantuan dan bimbingan yang diberikan.
3. Bapak Drs. Zaenal Arifin, M.Si, sebagai dosen penguji atas koreksinya serta waktu yang diberikan.
4. Muchtar Ramseno (almarhum), *my beloved papa, "this is dedicated for you pa."*
5. Sudarmi, supermama tercinta atas senyum, doa, nasehat, perhatian dan dukungan baik moril maupun materiil.
6. Masku, Dono dan istri serta keponakan baru yang lucu, Tama, atas doa, perhatian, dan dukungannya.
7. Keluarga besar Amihardjo dan Darodji, terutama mBah Kakung atas doa dan dukungan.

8. Sahabat-sahabat yang senantiasa mewarnai kehidupan dari semester satu: Ari, Chacha, Indri, Nita, Rafi, Rina, Rizki, Wibi, atas canda, kekonyolan, *support*, bantuan dan persahabatan yang seru. “Kita berpacu dengan waktu!”
9. Vita, *had been being part of my life, thank you for every things.*
10. Teman-teman manajemen angkatan 2003 terutama kelas B, atas kebersamaannya selama ini.
11. Ekonomika dan seluruh penghuninya, tempat bernaung dengan *deadline* yang selalu memburu.
12. Paseduluran selikur yang selalu manis dalam kenangan, “kangen makan sebungkus nasi padang buat barengan.” Aji, Ale (cepatan Le), Billy, Binta, Eel, Dessy “djum”, Hani (akhirnya Han), Indri (sabar ya), Nike, Nino (ayo No), Oon, Sigit (gokil!), “the lost” Sinta.
13. Pagardepan, Oblong Training yang dirangkum dalam Dagadu, dari elemen terkecil hingga puncak. *From nothing to be something.*
14. Rekan-rekan KKN dan DPL, Pak Agus Widarjono. Fatah dan “Paman” Surya, terima kasih atas pengertian selama KKN.
15. Sahabatku Yodha (dan Lina), “kapan jalan-jalan lagi? Atau nonton Nidji lagi?”; Rahma (dan Adit), “*keep in touch, Ma.*”; Anisa (dan Rizal), “*wis ono ide durung?*”.
16. Eleveners terutama yang di Jogja, “*spirit carries on 2011 guys.*”
17. Ucenk’s club dan anak-anak kontrakan, “semangat *cah!*”
18. Kos Putra Nusantara yang menampung tiga tahun terakhir ini.

19. Teman-teman baru dalam Grha Pari Sraya Jogja.

20. Serta semua pihak yang telah membantu terselesaikannya skripsi ini.

Penulis menyadari skripsi ini masih dirasakan belum sempurna, untuk itu penulis memohon kritik dan saran untuk perbaikan di kemudian hari. Pada akhirnya penulis mengharapkan semoga skripsi ini dapat berguna bagi semua pihak yang membacanya.



DAFTAR ISI

Halaman Juduli
Halaman Sampul Depan Skripsiii
Halaman Judul Skripsi	iii
Halaman Bebas Plagiarismeiv
Halaman Pengesahan Skripsiv
Halaman Pengesahan Ujian Skripsi	vi
Abstrakvii
Kata Pengantar	viii
Daftar Isi	xi
Daftar Tabel	xiii
Daftar Lampiranxiv
Bab I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	6
1.3 Tujuan Penelitian.....	6
1.4 Manfaat Penelitian.....	6
1.5 Sistematika Penulisan.....	6
BAB II KAJIAN PUSTAKA	
2.1 Landasan Teori	8
2.1.1 Teori Keagenan	8
2.1.2 Masalah Agensi	8
2.1.3 Mekanisme Untuk Mengurangi Masalah Agensi	10
2.1.4 Kepemilikan Manajerial	13
2.1.5 Kepemilikan Institusional.....	15
2.1.6 Kinerja Keuangan.....	16
2.2 Penelitian Terdahulu.....	20

2.3	Pengajuan Hipotesis	23
-----	---------------------------	----

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

3.4	Populasi dan Sampel	29
3.1	Variabel Penelitian	30
3.2	Definisi Operasional Variabel	30
3.3	Data dan Teknik Pengumpulan Data	33
3.5	Metode Analisis	33

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1	Deskripsi Statistik Data	37
4.2	Hasil Penelitian dan Pembahasan	39
4.2.1	Hasil Uji Hipotesis	41
4.2.2	Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kinerja Keuangan yang Diukur melalui Profit, Perputaran Aktiva, Dividen dan Hutang	42
4.2.3	Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Kinerja Keuangan yang Diukur melalui Profit, Perputaran Aktiva, Dividen dan Hutang	46
4.2.4	Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kepemilikan Institusional	49

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

5.1	Kesimpulan	51
5.2	Saran	53

Daftar Pustaka

Lampiran

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
4.1 Deskriptif Data	38
4.2 Hasil Analisis 2SLS	40



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
I Daftar Perusahaan Sampel	59
II Data Induk	62
III Data Akhir (Telah Diolah)	68
IV Data Lengkap (Deskriptif Statistik)	71



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Kinerja suatu perusahaan erat hubungannya dengan peran dan fungsi manajemen dari perusahaan tersebut. Keberhasilan suatu perusahaan guna menghasilkan keuntungan merupakan prestasi yang dilakukan oleh pihak manajemen dalam mengelola perusahaan secara baik dan benar. Dengan demikian, maju tidaknya kegiatan operasional perusahaan sangat bergantung dengan kemampuan manajemen dalam mengelola. Disamping besarnya peran manajemen dalam pengelolaan, peran pemilik perusahaan itu sendiri cukup besar untuk memberikan kontribusi dalam memilih manajemen yang tepat bagi perusahaan.

Pemilik perusahaan mempunyai tujuan akhir yakni meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Di pihak lain, para manajer yang mengelola perusahaan mempunyai tujuan yang berbeda yakni memaksimalkan kesejahteraan mereka terutama peningkatan prestasi individu dan kompensasi yang akan diterima. Lambert (2001) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan tersebut antara lain terletak pada maksimalisasi manfaat (*utility*) prinsipal (pemilik) dengan kendala (*constrait*) manfaat (*utility*) dan insentif yang akan diterima oleh agen (manajemen). Penyatuan kepentingan yang berbeda sering menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen disebut dengan masalah keagenan.

Masalah agensi (keagenan) sering muncul di perusahaan multinasional maupun perusahaan domestik yang telah *go public*. Dengan kata lain, masalah agensi muncul akibat fungsi pengambilan keputusan terpisah dari fungsi kepemilikan.

Struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia terbagi menjadi empat kelompok, hal ini sesuai dengan kondisi di Bursa Efek Jakarta (BEJ), yaitu pemegang saham pendiri, manajemen, investor institusional, dan publik. Sebagaimana dijelaskan di muka bahwa kepemilikan yang menyebar sangat dimungkinkan terjadi konflik keagenan (*agency conflict*) terutama antara pihak manajemen dengan tiga kelompok pemegang saham (pendiri, investor institusional, dan publik) sehingga kebijakan pendanaan perusahaan juga akan ditentukan oleh kelompok tersebut (pendiri, manajemen, investor institusional, dan publik).

Pada banyak literatur mengatakan bahwa struktur kepemilikan (*ownership structure*) mempengaruhi kinerja dan nilai perusahaan melalui mekanisme pengurang biaya agensi. Struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tetapi juga ditentukan oleh kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional (Jensen dan Meckling, 1976).

Struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang yaitu pendekatan keagenan dan pendekatan informasi asimetri (Itturiaga dan Sanz, 2000). Menurut pendekatan keagenan, struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Mekanisme tersebut digolongkan sebagai mekanisme kontrol

dengan *monitoring*. Sedangkan pandangan pendekatan informasi asimetri, dalam konteks perusahaan, manajer memiliki informasi yang lebih baik tentang kondisi perusahaan dibandingkan dengan investor yang tidak terlibat dalam manajemen. *Asymmetric information* akan memunculkan masalah salah pilih (*adverse selection*) karena investor tidak mengetahui dengan pasti mana perusahaan baik dan mana yang buruk.

Menurut Jensen (1993) hipotesis pemusatan kepentingan (*convergence of interest hypothesis*) sebagaimana yang dikutip dalam Faizal (2004) menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial dapat membantu penyatuan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer, semakin meningkat proporsi kepemilikan saham manajerial maka semakin baik kinerja perusahaan.

Pengukuran kinerja merupakan salah satu faktor yang amat penting bagi perusahaan. Pengukuran tersebut dapat digunakan antara lain untuk menilai keberhasilan perusahaan dan juga dapat digunakan sebagai dasar untuk menyusun sistem imbalan dalam perusahaan (Secakusuma dalam Hasibuan, 1993). Definisi lain kinerja menurut Hasibuan (1993) yakni patokan hasil kerja guna melihat tingkat keberhasilan perusahaan dalam mencapai tujuan.

Dalam buku Husnan (1995), untuk menilai prestasi dan kondisi keuangan suatu perusahaan, seorang analis keuangan memerlukan ukuran-ukuran tertentu. Ukuran yang seringkali dipergunakan adalah rasio. Rasio-rasio tersebut didasarkan atas informasi-informasi yang disediakan perusahaan. Pengukuran tersebut menjadi hal penting, terlebih semakin maraknya perusahaan yang

menjual sahamnya pada publik. Pada umumnya berbagai rasio yang dihitung bisa dikelompokkan ke dalam empat tipe dasar :

- Rasio likuiditas, yang mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendeknya.
- Rasio solvabilitas, yang mengukur seberapa jauh perusahaan dibelanjai dengan hutang.
- Rasio aktivitas, yang mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber dayanya.
- Rasio profitabilitas, yang mengukur efektifitas manajemen secara keseluruhan sebagaimana ditunjukkan dari keuntungan yang diperoleh dari penjualan dan investasi.

Variabel yang digunakan pada penelitian ini berdasar pada rasio-rasio diatas. Variabel-variabel tersebut yakni kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas, perputaran total aktiva, dividen, dan hutang. Variabel tersebut digunakan untuk mencari hubungan secara simultan antara struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) dengan kinerja keuangan yang dipantau dari profitabilitas, perputaran aktiva, hutang dan dividen.

Kepemilikan manajerial menunjukkan persentase saham yang dimiliki oleh manajemen sedangkan kepemilikan institusional menunjukkan persentase saham yang dimiliki oleh institusi atau lembaga. Variabel independen dalam penelitian ini yakni profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba, perputaran aktiva mengukur efisiensi penggunaan aktiva

perusahaan, dividen mencerminkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba dan untuk memprediksi prospek perusahaan dimasa yang akan datang, serta hutang memperlihatkan seberapa besar penggunaan hutang jangka panjang dibandingkan dengan total aset.

Perbedaan pada penelitian ini, kepemilikan institusional dimunculkan sebagai variabel dependen, sebab sebagian besar literatur dan penelitian menempatkan kepemilikan institusional sebagai variabel independen yang mempengaruhi kepemilikan manajerial, kebijakan utang atau kebijakan dividen. Salah satu penelitian yang mempergunakan kepemilikan institusional sebagai variabel dependen dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003). Hasil penelitian yang menggunakan 3SLS tersebut ditemukan adanya interdependensi antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan utang, kebijakan dividen, dan kepemilikan institusional.

Selanjutnya penelitian ini bermaksud menguji hubungan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kinerja keuangan (profit, perputaran aktiva, dividen, dan hutang) perusahaan dengan menggunakan model persamaan simultan *two stage least square*. Melalui pengembangan studi dengan mengacu pada beberapa penelitian yang telah ada sebelumnya maka peneliti mengambil judul "HUBUNGAN ANTARA STRUKTUR KEPEMILIKAN DENGAN KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN DI BURSA EFEK JAKARTA (BEJ)".

1.2 Rumusan Masalah

Adakah hubungan secara simultan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kinerja keuangan yang diukur melalui profitabilitas, perputaran aktiva, dividen dan hutang ?

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah di atas, tujuan penelitian ini untuk :

Mengetahui hubungan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan yang diukur melalui profitabilitas, perputaran aktiva, dividen dan hutang.

1.4 Manfaat Penelitian

- 1.4.1 Bagi investor, manajer, kreditur dan praktisi bisnis dapat dijadikan salah satu referensi atau sarana informasi dalam mengidentifikasi hubungan struktur kepemilikan dengan kinerja keuangan di Indonesia.
- 1.4.2 Sebagai pedoman dan sarana pembandingan bagi peneliti-peneliti selanjutnya untuk melakukan penelitian yang berkaitan dengan struktur kepemilikan dan kinerja keuangan dengan metode yang berbeda.

1.5 Sistematika Pembahasan

Penelitian ini disusun dengan sistematika sebagai berikut :

BAB I PENDAHULUAN

Memaparkan tentang latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika pembahasan.

BAB II KAJIAN PUSTAKA

Berisi tentang ringkasan penelitian-penelitian terdahulu, teori-teori yang terkait, pengajuan hipotesis serta model empiris dari penelitian ini.

BAB III METODE PENELITIAN

Berisi tentang variabel-variabel yang digunakan, definisi operasional variabel, data dan teknik pengumpulan data, populasi dan sampel yang digunakan serta teknik analisis dan pengujian hipotesis dalam penelitian ini.

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Berisi tentang persebaran atau deskriptif data, menganalisis data dan membahas hasil pengujian data dalam penelitian ini.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

Menyajikan tentang kesimpulan atau ringkasan hasil penelitian dan saran untuk penelitian yang akan datang.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Keagenan

Teori agensi diperkenalkan pertama kali oleh Jensen dan Meckling (1976). Hubungan agensi merupakan kontrak baik bersifat eksplisit maupun implisit dimana satu atau lebih orang (yang disebut prinsipal) meminta orang lain (yang disebut agen) untuk mengambil tindakan atas nama prinsipal. Dalam kontrak tersebut prinsipal mendelegasikan wewenang kepada agen untuk membuat keputusan, tetapi tidak ada jaminan bahwa agen akan memaksimalkan kepentingan prinsipal (Arifin, 2005).

Anggapan yang melekat pada teori keagenan adalah terdapat konflik kepentingan antara agen dengan prinsipal. Konflik tersebut terjadi karena pada dasarnya setiap individu akan berusaha untuk memaksimalkan manfaat (*utility*) sendiri sehingga ada alasan untuk percaya bahwa agen tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaiknya prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976) berarti dalam hal ini terdapat ketidakselarasan perilaku atau tujuan antara prinsipal dengan agen, sehingga muncullah masalah yang disebut masalah agensi.

2.1.2 Masalah Agensi

Masalah agensi muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol di dalam perusahaan. Manajer sebagai agen diberi wewenang untuk mengambil keputusan di dalam perusahaan, pemegang saham sebagai pemilik berharap manajer dapat memaksimalkan kekayaan mereka, namun realita yang

ada manajer tidak menjalankan wewenang tersebut tetapi cenderung melakukan tindakan oportunistik untuk kepentingan diri sendiri.

Masalah agensi dalam manajemen keuangan terutama muncul diantara pemegang saham dengan manajer dan pemegang saham dengan kreditur (Brigham dan Daves, 2004). Masalah agensi pertama antara pemegang saham dengan manajer, pada konteks hubungan ini masalah agensi muncul ketika para manajer diharapkan akan dapat melakukan tindakan yang terbaik bagi pemegang saham dengan memaksimalkan nilai perusahaan sehingga kesejahteraan para pemegang saham dapat tercapai, tetapi dalam kenyataannya manajer seringkali melakukan tindakan yang merugikan pemegang saham dengan mengambil keputusan yang lebih menguntungkan mereka seperti dana untuk memperkaya diri sendiri. Bukti adanya masalah agensi antara pemegang saham dengan manajer juga diungkapkan oleh Jensen (1986) yang menemukan penyebab permasalahan antara keduanya muncul dari adanya kelebihan *free cashflow*, kelebihan aliran kas oleh manajer sering digunakan untuk berinvestasi dalam investasi yang kadang tidak menguntungkan. Kelebihan *free cashflow* ini juga kadang cenderung digunakan oleh manajer untuk tindakan *perquisites* yaitu kegiatan konsumsi yang berlebihan (bermewah-mewahan).

Masalah agensi kedua muncul antara pemegang saham dengan kreditur, pada konteks hubungan ini para kreditur menginginkan bunga yang besar ketika risiko yang diperoleh tinggi, tetapi dari pihak pemegang saham jika bunga yang dibayarkan cukup tinggi maka *return* yang akan diterima oleh pemegang saham

menjadi semakin kecil sehingga muncul konflik antara pemegang saham dengan kreditur.

2.1.3 Mekanisme Untuk Mengurangi Masalah Agensi

Masalah agensi dapat diminimalkan dengan menggunakan dua mekanisme (Jensen dan Meckling, 1976). Mekanisme pertama adalah *monitoring*, seperti yang dikutip dalam Arifin (2005), mekanisme tersebut dapat dilakukan dengan:

(1) Pembentukan dewan komisaris independen

Jika dewan komisaris didominasi oleh anggota dari luar (*independent board of director*) maka *monitoring* dewan komisaris terhadap manajer akan efektif.

(2) Pasar *corporate control*

Adanya pasar untuk *corporate control* dimana perusahaan yang menurun nilainya akibat adanya masalah agensi akan diambil alih oleh perusahaan lain, merupakan mekanisme yang lebih bagus untuk mengurangi masalah agensi.

(3) Pemegang saham besar

Pemegang saham besar layak melakukan pengawasan yang lebih teliti, terkait dengan bertambah besarnya dana pengawasan yang disediakan karena manfaat yang akan diperoleh juga akan semakin besar.

(4) Kepemilikan terkonsentrasi

Kepemilikan dikatakan terkonsentrasi apabila untuk mendapat kontrol dominasi atau mayoritas dibutuhkan penggabungan investor.

Jika kontrol dapat dipegang oleh semakin sedikit investor maka akan semakin mudah kontrol tersebut dijalankan.

(5) Pasar manajer

Masalah agensi akan sangat berkurang dengan sendirinya karena manajer akan dicatat kinerjanya oleh pasar manajer baik yang ada dalam perusahaan maupun yang ada di luar perusahaan sehingga manajer akan bekerja semaksimal mungkin untuk memberikan nilai tambah bagi perusahaan.

Mekanisme kedua adalah mekanisme *bonding* dengan cara pihak manajer melakukan pembatasan atas tindakan yang dilakukan. Mekanisme *bonding* yang dapat dipakai manajemen untuk menunjukkan bahwa mereka berusaha meminimumkan *agency cost* dengan membuat kebijakan untuk memperkecil jumlah *free cash flows* yang ada di perusahaan. Kebijakan *free cash flows* yang lebih rendah diambil oleh manajemen akan menunjukkan kepada pemegang saham bahwa mereka melakukan upaya menahan diri (*bonding*) untuk tidak menciptakan peluang menggunakan dana untuk kepentingan pribadi yang bertentangan dengan peningkatan nilai perusahaan sehingga masalah agensi akan semakin berkurang ketika *free cash flows* semakin kecil. Mekanisme kontrol dengan *bonding* untuk mengurangi biaya agensi dapat dilakukan dengan cara yaitu *bonding* dengan meningkatkan hutang serta *bonding* dengan meningkatkan dividen.

Mekanisme kontrol dengan *bonding* melalui hutang, dimaksudkan bahwa salah satu cara untuk dapat memperkecil *free cash flows* yaitu meningkatkan

hutang, ketika hutang meningkat maka manajer mempunyai tanggung jawab menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga serta pokok pinjaman sehingga dana yang tersisa menjadi kecil. Di samping dengan meningkatkan hutang, *free cash flows* dapat dikurangi dengan meningkatkan dividen. Semakin besar dividen yang ditetapkan oleh perusahaan maka perusahaan harus mengeluarkan dana kas yang semakin besar sehingga yang tersisa di perusahaan menjadi kecil.

Selain kedua mekanisme tersebut, Arifin (2005) menguraikan bahwa terdapat mekanisme kontrol dengan peningkatan kepemilikan manajer. Dalam teori struktur kepemilikan Jensen dan Meckling (1976) menunjukkan bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan manajer (α) dengan nilai perusahaan. Stulz (1988) dalam Arifin (2005) mengembangkan teori tersebut dan didapatkan bahwa hubungan antara kepemilikan manajer dan nilai perusahaan ialah *non-monotonic*.

Guna mengefektifkan ketiga mekanisme tersebut terdapat biaya yang harus dikeluarkan, tetapi calon investor juga akan mengantisipasi adanya biaya lain meskipun sudah dilakukan mekanisme *monitoring* dan *bonding* yaitu *residual cost*. Ketiga biaya yang mungkin akan ditanggung investor untuk mengurangi masalah agensi disebut biaya agensi (*agency cost*) yang tercermin dari harga saham yang terdiskon saat perusahaan menjual sahamnya.

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan *agency cost* adalah penjumlahan dari: biaya *monitoring* oleh prinsipal, biaya *bonding* oleh agen, serta *residual cost*. Biaya *monitoring* dikeluarkan oleh prinsipal untuk membatasi aktivitas agen yang berbeda dengan kepentingan prinsipal. Agen juga akan

mengeluarkan sumber daya (*bonding cost*), untuk memberikan kepastian pada prinsipal bahwa agen tidak akan melakukan tindakan yang akan merugikan investor. *Residual cost* adalah kemakmuran dalam nilai uang yang turun sebagai akibat dari perbedaan kepentingan ini. Penurunan kemakmuran ini terjadi karena perbedaan antara keputusan agen dan keputusan-keputusan yang akan memaksimalkan kemakmuran prinsipal.

2.1.4 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara langsung ikut aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur/*officer*, komisaris dan manajer). Kepemilikan manajerial digunakan sebagai pemantauan internal yang penting dan telah diargumenkan sebagai fungsi sebuah risiko. Disamping itu kepemilikan manajerial merupakan salah satu mekanisme *bonding* yang digunakan untuk mengurangi masalah agensi antara manajemen dengan pemegang saham. Menurut Bathala, Moon dan Rao (1994) model agensi yang dikemukakan Jensen dan Meckling menyatakan bahwa perusahaan merupakan subjek terhadap kenaikan masalah agensi, hal ini dimaksudkan karena pengambilan keputusan berada pada banyak pihak termasuk risiko yang ditanggung perusahaan.

Peningkatan dalam proporsi kepemilikan manajer pada perusahaan akan menimbulkan kesesuaian kepentingan antara manajer dengan pemegang saham seperti diungkapkan Jensen dan Meckling (1976), ini berarti mengurangi *agency cost of equity* yang muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Dalam contoh yang ekstrim, kepemilikan manajer di

dalam perusahaan sebesar 100% berarti manajer sama dengan pemilik, maka *agency cost of equity* sama dengan nol karena pemilik tidak perlu mengeluarkan biaya untuk memastikan bahwa manajer melakukan sesuatu yang benar untuk kepentingan mereka karena disini manajer sama dengan pemilik.

Morck et al (1988) dalam Hamidi (2003) menemukan bahwa adanya hubungan antara *insider ownership* dengan kinerja finansial perusahaan. Senada dengan Ardiati (2004) yang menyatakan adanya hubungan positif antara utang dan deviden –sebagai komponen kriteria kinerja keuangan- dengan kepemilikan manajerial. Dalam artian, manajer akan meningkatkan jumlah kepemilikan untuk menambah persentase saham agar manajer tersebut mempunyai hak suara. Begitu pula dengan deviden, manajer akan menambah kepemilikan sahamnya untuk meningkatkan keuntungan di masa yang akan datang.

Hamidi (2003) menyatakan bahwa *internal cash flow* memberikan peluang bagi manajer yang mengutamakan kepentingan dirinya sendiri untuk melakukan tingkat *capital expenditure* (pengeluaran-pengeluaran modal), dan tingkat *insider ownership* yang rendah memberikan insentif bagi manajer untuk melakukan tingkat *capital expenditure* yang lebih tinggi dibandingkan dengan yang diinginkan oleh pemegang saham. *Insider ownership* diharapkan dapat menekan kecenderungan para manajer untuk melakukan *over investment* dalam *capital expenditures* perusahaan, karena mereka ikut menanggung resiko-resiko dari tindakan yang mereka lakukan.

2.1.5 Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah pemegang saham yang berasal dari luar perusahaan yang merupakan suatu bentuk kelembagaan misalnya dana pensiun, dana bersama, asuransi jiwa perusahaan, reksadana dan lain-lain. Kepemilikan yang tinggi dari investor institusional akan memunculkan usaha untuk melakukan tindakan pengawasan yang lebih tinggi dan lebih efektif dalam mengendalikan dan meminimalkan perilaku oportunistik manajer untuk mengurangi masalah agensi. Kepemilikan yang tinggi oleh investor tersebut memang efektif untuk mengurangi masalah agensi namun mekanisme ini menimbulkan biaya yang harus ditanggung perusahaan. Biaya yang jelas muncul yaitu karena pemegang saham besar terbatas kesempatan untuk melakukan diversifikasi sehingga menanggung risiko yang lebih besar.

Arifin (2005) mengungkapkan bahwa teori *reputation building* dapat menjelaskan mengapa investor tidak berkeberatan menanamkan modal dalam perusahaan meski ada masalah agensi. Teori ini didukung oleh penelitian Diamond (1991) yang dikutip oleh Arifin (2005) menguraikan bahwa bagaimana perusahaan membangun reputasinya sebagai peminjam yang baik dengan membayar hutang-hutang jangka pendeknya dengan baik. Juga penelitian Gomes (1996) dalam Arifin (2005) menemukan pembayaran dividen dapat menciptakan reputasi yang memudahkan perusahaan untuk menjual saham baru. Dengan dua anggapan di atas, para investor mau untuk menanamkan modal tentu dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa mendatang.

Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa *outside shareholder* mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku *insider*. Kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer. Suatu tingkat kepemilikan yang tinggi akan mengurangi biaya keagenan, sehingga diharapkan variabel ini memiliki koefisien yang negatif terhadap rasio hutang dan tingkat kepemilikan manajerial.

Seperti yang dikemukakan oleh Mohd' et. al (1988) dalam Wahidawati (2002) menyatakan bahwa pemegang saham luar seperti kepemilikan institusi dapat mengurangi *agency cost*, hal tersebut karena kepemilikan mewakili sumber kekuasaan yang akan digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap manajemen sehingga adanya investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Penelitian yang dilakukan oleh Wahidawati (2002) juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan penggunaan hutang. Sedangkan Han, Lee, dan Suk (1999) yang dikutip oleh Rahmawati (2005) melihat dari sudut pembayaran dividen yang mempunyai hubungan negatif dengan kepemilikan institusional sebab pihak institusional lebih memilih dividen daripada *capital gain* dibawah berlakunya perbedaan pajak.

2.1.6 Kinerja Keuangan

Perusahaan dalam menentukan alternatif kebijakan perlu mengumpulkan data yang hasilnya dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan pengambilan keputusan. Salah satu data yang dapat membantu memberikan pertimbangan-

pertimbangan dalam menentukan alternatif tindakan perusahaan adalah data kinerja perusahaan.

Kinerja perusahaan didefinisikan sebagai tingkat pencapaian hasil atau tujuan perusahaan, tingkat pencapaian misi perusahaan, tingkat pencapaian pelaksanaan tugas secara aktual dan pencapaian misi perusahaan. Kinerja juga dapat diartikan sebagai prestasi yang dicapai perusahaan dalam suatu periode tertentu yang mencerminkan tingkat kesehatan perusahaan tersebut (Sugiyarso dan Winarni, 2005).

Penilaian kinerja perusahaan merupakan suatu kegiatan yang sangat penting sebab berdasarkan hasil penilaian tersebut ukuran keberhasilan perusahaan selama suatu periode tertentu dapat diketahui dan dengan demikian hasil penilaian tersebut dapat dipergunakan sebagai pedoman bagi usaha perbaikan maupun peningkatan perusahaan selanjutnya.

Kinerja perusahaan dipandang dari keuangan dan non-keuangan. Namun, sebagai ukuran yang dapat dihitung secara riil yakni melalui kinerja keuangan. Penetapan ukuran kinerja perusahaan juga bersifat *profit oriented*, hal ini tercermin dari tujuan akhir perusahaan yakni meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kesejahteraan para pemilik dana. Begitu pula pihak manajemen yang berkeinginan mendapatkan peningkatan yang setimpal. Oleh sebab itu, perlu adanya ukuran-ukuran yang digunakan dalam melihat kinerja keuangan tersebut.

Pada umumnya 15 rasio keuangan yang dituliskan Husnan (1995), rasio-rasio tersebut bisa dikelompokkan ke dalam empat tipe dasar :

- Rasio likuiditas, yang mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendeknya.
- Rasio solvabilitas, yang mengukur seberapa jauh perusahaan dibelanjai dengan utang.
- Rasio aktivitas, yang mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber dayanya.
- Rasio profitabilitas, yang mengukur efektifitas manajemen secara keseluruhan sebagaimana ditunjukkan dari keuntungan yang diperoleh dari penjualan dan investasi.

Telah banyak penelitian seperti Wilopo (2001), Aryati dan Manao (2002) yang dikemukakan dalam Sunarto (2003) yang menghubungkan rasio-rasio keuangan dengan kinerja keuangan dimana beberapa rasio keuangan dapat digunakan untuk memprediksi kinerja perusahaan (*corporate performance*). Hasil penelitian Boubakri dan Cosset (1998), D'Souza dan Mengginson (1999) dalam Zaroni (2004) mengatakan bahwa peningkatan kinerja BUMN sesudah privatisasi dapat diukur dengan indikator perubahan: 1) profitabilitas; 2) efisiensi operasi; 3) pengeluaran modal untuk investasi; 4) *output*; 5) likuiditas; 6) *leverage*; 7) *payout*.

Machfoedz (1999) dalam menilai kinerja perusahaan mempergunakan rasio-rasio: 1) rasio likuiditas dengan *current ratio* yakni pembagian antara aktiva lancar dengan hutang jangka pendek; 2) rasio solvabilitas dengan pembagian antara total aktiva dengan total *liabilities*; 3) rasio profitabilitas total yakni

indikator kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan seluruh kekayaan untuk menghasilkan laba setelah pajak; 4) rasio profitabilitas internal yaitu indikator kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan ekuitas para pemegang saham untuk menghasilkan laba sesudah pajak.

Begitu pula Zaroni (2004) menggunakan *net sales*, *return on sales (ROS)*, *return on asset (ROA)*, *return on equity (ROE)* dan *economic value added (EVA)* sebagai ukuran kinerja dalam menilai BUMN. Sedangkan Husnan (2001) dalam Sunarto (2003) mengukur kinerja keuangan dari *return on equity* dan Lambert (2001) menggunakan kriteria *economic value added (EVA)* sebagai ukuran kinerja perusahaan.

Beberapa rasio keuangan yang dapat digunakan untuk memprediksi kinerja perusahaan antara lain: (1) *dividend payout ratio (DIV/NI)*; (2) *sales to total asset ratio (S/TA)*; (3) *long term debt to total asset ratio (LTD/TA)*; (4) *net income to sales (NIS)*. Dipilihnya keempat rasio tersebut didasarkan pada alasan antara lain: hutang jangka panjang yang diinvestasikan ke dalam total aset (*LTD/TA*) juga akan digunakan untuk menghasilkan penjualan dan tingkat keuntungan yang dicapai oleh perusahaan (tercermin dalam *S/TA* dan *NIS*). Tingkat keuntungan yang dicapai oleh perusahaan juga akan digunakan untuk menentukan besarnya dividen yang akan diperoleh para pemegang saham (tercermin dalam *dividend payout ratio*). Alasan tersebut didukung oleh Asyik dan Soelistyo (2000).

Net income to sales merupakan rasio *net profit margin*. Sedangkan *sales to total assest ratio* merupakan perputaran aktiva. *Net profit margin* dan perputaran

aktiva merupakan ukuran efisiensi. *Net profit margin* sebagai ukuran efisiensi dilihat dari besar kecilnya laba operasi dalam hubungannya dengan penjualan. Perputaran aktiva merupakan ukuran efisiensi dilihat dari kecepatan perputaran aktiva operasi. Semakin besar *net profit margin* dan perputaran aktiva akan semakin menunjukkan efisiensi pengelolaan perusahaan, dan semakin besar *profit margin* dan atau perputaran aktiva akan semakin besar pula rentabilitas ekonomi.

2.2 Penelitian Terdahulu

Huson Joher, Mohd. Ali, dan Nazrul (2005). Dalam penelitiannya yang menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang dengan menggunakan pendekatan model simultan 2SLS. Secara umum, penelitian yang dilakukan terhadap 100 perusahaan dengan data diambil dari Bursa Malaysia tahun 1998-2002 menyimpulkan terdapat hubungan yang signifikan antara variabel utama (kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang) dengan kepemilikan institusional, sedangkan koefisien variabel penjelas lainnya secara umum konsisten dengan interpretasi kerangka agensi. Lebih spesifik, kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif terhadap hutang dan kepemilikan institusional. Sedangkan hutang memiliki hubungan positif dengan kepemilikan institusional.

Faizal (2004). Penelitian yang dilakukan terhadap 33 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dalam kurun waktu tahun 1999-2001 menyatakan terdapat hubungan negatif dan tidak signifikan antara kepemilikan manajerial dengan biaya keagenan yang diukur dari tingkat

perputaran aktiva. Hubungan serupa pula ditemukan antara kepemilikan institusional dengan biaya keagenan tetapi signifikan. Tanda berlawanan menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial belum dapat berfungsi sepenuhnya sebagai mekanisme untuk meningkatkan efisiensi pemanfaatan aktiva perusahaan dan belum dapat menekan diskersi manajerial. Selain itu penelitian yang menggunakan analisis regresi linier berganda ini, menunjukkan bahwa kepemilikan institusional belum efektif sebagai alat untuk memonitor manajemen dalam meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan *asset turnover* dan pengurangan beban operasi. Meski demikian, ditemukan hubungan positif dan tidak signifikan antara kepemilikan manajerial dengan biaya keagenan yang diukur dari beban operasi. Namun, disimpulkan juga hubungan positif dan signifikan antara kepemilikan institusional dengan biaya keagenan melalui ukuran beban operasi.

Ismiyanti dan Hanafi (2003) mengambil sampel 136 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sepanjang tahun 1998-2001. Peneliti menyatakan utang memiliki hubungan positif signifikan terhadap kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Dividen mempunyai hubungan negatif non signifikan terhadap kepemilikan manajerial dan positif tidak signifikan terhadap kepemilikan institusional. Sedangkan variabel dependen profitabilitas memiliki hubungan positif tidak signifikan terhadap kepemilikan institusional. Kepemilikan manajerial berhubungan negatif signifikan pada kepemilikan institusional, demikian pula sebaliknya. Secara keseluruhan dalam

penelitian yang menggunakan 3SLS terlihat bahwa adanya hubungan interdependensi antara variabel-variabel tersebut.

Hamidi (2003). Penelitian yang dilakukannya menyimpulkan bahwa secara umum hasil penelitian memberikan dukungan pada hipotesis *pecking order* dan tidak mendukung hipotesis *managerial*. Berlakunya hipotesis tersebut tercermin dari hubungan antara *capital expenditure* dengan *insider ownership* relatif kurang kuat bahkan tidak ada yang signifikan yang menunjukkan kecenderungan manajer adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham secara keseluruhan tanpa mempertimbangkan *insider ownership* atas saham perusahaan. Penelitian tersebut dilakukan terhadap 64 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama tahun 1993-1996.

Tandelilin dan Wilberforce (2002). Penelitian yang dilakukan pada 63 perusahaan manufaktur yang terdaftar mulai tahun 1996 hingga 1997 di Bursa Efek Jakarta (BEJ) ini menyatakan bahwa hubungan antara *insider ownership* memiliki hubungan negatif signifikan terhadap hutang dan kepemilikan institusional serta hubungan positif signifikan terhadap dividen. Sedangkan hubungan antara hutang dengan kepemilikan institusional bersifat negatif. Sebaliknya hubungan positif antara dividen dan kepemilikan institusional. Kedua hubungan tersebut signifikan. Penelitian tersebut menggunakan 3SLS.

Sartono (2001) mengidentifikasi hubungan antara *insider ownership*, utang dan kebijakan dividen dalam kerangka teori agensi. Dengan menggunakan 3SLS, *insider ownership*, utang dan kebijakan dividen sebagai variabel dependen, dan variabel independen seperti kepemilikan institusional, risiko, ukuran perusahaan,

profitabilitas, *growth* dan *fixed asset*. Berdasar atas data 232 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dalam kurun waktu 1995-1998, terdapat hubungan signifikan setiap variabel independen dengan setiap persamaannya. Sehingga dapat dikatakan bahwa kepemilikan orang dalam, utang, dan kebijakan dividen secara serempak memiliki hubungan saling berpengaruh. Studi empiris menyatakan bahwa utang dan dividen tidak memiliki pengaruh signifikan pada *insider ownership* tetapi *insider ownership* memiliki pengaruh terhadap utang dan kebijakan dividen.

2.3 Pengajuan Hipotesis

2.3.1 Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kinerja Keuangan

Menurut Morck et al (1988), McConell dan Servaes (1995) yang dikutip oleh Faizal (2004) bahwa terdapat hubungan non linier antara kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dengan kinerja perusahaan. Dalam penelitian ini, variabel-variabel yang mempengaruhi kepemilikan manajerial yakni profitabilitas, perputaran total aktiva, dividen, dan hutang serta kepemilikan institusional.

Profitabilitas akan berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial. Semakin besar profit yang dicapai, akan semakin memperbesar keinginan kepemilikan manajerial untuk menambah proporsi kepemilikan.

Menyitir hasil penelitian Ang et al (1999) dalam Faizal (2004) menunjukkan bahwa efisiensi pemanfaatan aktiva dan beban operasi pada perusahaan kecil dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dalam perusahaan. Didukung juga oleh penelitian Singh et al (2003) yang diungkapkan kembali oleh

Faizal (2004) mengemukakan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial secara positif dan signifikan mempengaruhi efisiensi pemanfaatan aktiva perusahaan. Besar kecilnya jumlah kepemilikan manajerial dalam perusahaan dapat mengindikasikan adanya kesamaan (*congruance*) kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Perusahaan dengan jumlah kepemilikan saham yang besar seharusnya mempunyai konflik keagenan yang rendah dan biaya keagenan yang rendah pula. Konflik keagenan yang rendah dapat direfleksikan dari tingginya tingkat perputaran aktiva.

Hubungan antara dividen dengan kepemilikan manajerial dijelaskan dengan hipotesis aliran kas bebas (*free cash flow hypothesis*) (Jensen, 1986). Melalui hipotesis ini kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *free cash flow*.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), penggunaan modal utang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial sehingga pengaruh utang terhadap kepemilikan manajerial adalah positif. Di sisi berlawanan Friend dan Lang (1988) menyatakan penemuan yang kontradiktif dengan hasil Jensen dan Meckling bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan terbalik atau substitusi dengan hutang. Kepemilikan manajerial yang tinggi akan menurunkan penggunaan hutang karena penggunaan hutang yang tinggi menyebabkan biaya kebangkrutan dan *financial distress*.

Shleifer dan Vishny (1986) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional

secara mayoritas akan mengurangi kemungkinan perusahaan untuk diakuisi sehingga meningkatkan keinginan manajer untuk memperbesar kepemilikan pada perusahaan. Sebaliknya menurut Brickley, Lease, dan Smith (1988) kepemilikan institusional berpengaruh secara negatif terhadap kepemilikan manajerial. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin meningkat pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan dan semakin mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikan.

Dalam perspektif teori agensi, salah satu cara pengurangan biaya keagenan yakni melalui peningkatan kepemilikan manajer. Sebab dengan penambahan jumlah kepemilikan dalam perusahaan maka manajer akan meningkatkan kinerja perusahaan dengan baik. Pemanfaatan hutang, pembagian dividen, pencapaian laba dan penggunaan biaya akan diperhitungkan dengan cermat oleh para manajer. Lagipula, dengan kinerja perusahaan yang baik, manajer pun akan mendapatkan imbas yang sebaliknya pula. Kinerja perusahaan yang efektif dengan profit yang tinggi akan semakin memacu bertambahnya kepemilikan manajerial dalam perusahaan. Peningkatan kepemilikan manajerial berarti menyejajarkan kedudukan manajer seperti pemilik atau pemegang saham sehingga bertanggung jawab terhadap kinerja perusahaan. Oleh sebab itu, peneliti menduga terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan manajerial dengan kinerja keuangan yang diukur melalui profitabilitas, perputaran aktiva, dividen dan hutang.

H1 : Terdapat hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan kinerja keuangan yang diukur melalui profitabilitas, perputaran aktiva, dividen dan hutang.

2.3.2 Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Kinerja Keuangan

Kepemilikan institusional umumnya bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Hubungan antara profit dan kepemilikan institusional adalah positif. Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond (1999) menguraikan argumen bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan menyebabkan ketertarikan para investor institusional untuk membeli saham perusahaan tersebut untuk memenuhi kewajiban pada nasabahnya.

Penelitian Cai et al (2001) dalam Faizal (2004) menemukan hubungan yang berlawanan antara kinerja saham dengan kepemilikan saham institusional. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5%) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan akitva perusahaan. Berbeda dengan pembuktian Singh et al (2003) yang dikemukakan dalam Faizal (2004) bahwa kepemilikan institusional tidak mempunyai pengaruh signifikan dalam mengurangi beban *discretionary* (rendahnya beban operasi pada penjualan).

Tandelilin dan Wilberforce (2002) yang didukung pula oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003) membuktikan bahwa variabel dividen mempunyai pengaruh positif terhadap kepemilikan institusional. Kebijakan dividen yang tinggi akan mendorong investasi kepemilikan institusional karena pertimbangan stabilitas pendapatan. Dari sudut pandang investor institusional mungkin akan lebih tertarik untuk berinvestasi saham pada perusahaan dengan mekanisme kontrol yang ketat, dengan dividen yang tinggi. Hal ini dapat dipahami karena sebagai pemilik apalagi dengan kepemilikan yang relatif tinggi berharap investasinya di suatu

perusahaan aman, mempunyai *return* yang tinggi baik dalam bentuk dividen maupun *capital gain*.

Penelitian yang dilakukan Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond (1999) menemukan pengaruh positif kebijakan utang terhadap kepemilikan institusional. Kebijakan utang menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholder*, karena *monitoring* dalam perusahaan yang ketat menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan dari *debtholder* ataupun *shareholder*. Hal ini mendorong masuknya kepemilikan institusional yang lebih mementingkan adanya stabilitas pendapatan yang disebabkan karena berkurangnya konflik keagenan dalam perusahaan. Pengaruh tersebut juga didukung hasil penelitian Joher et al (2005) diketahui bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif dengan kepemilikan institusional. Dari sudut pandang perusahaan, kepemilikan institusional mampu mengurangi konflik keagenan dan karenanya manajer akan mengurangi kepemilikannya (Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond, 1999).

Kepemilikan institusional tersebut berguna mengurangi biaya keagenan yang muncul sebagai salah satu mekanisme pengawasan. Kinerja keuangan yang baik juga mampu menarik investor luar untuk turut serta menanamkan investasinya di perusahaan tersebut sehingga akan memperbesar porsi kepemilikan institusional dalam perusahaan. Dengan demikian, peneliti menduga antara kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan yang diukur melalui profitabilitas, perputaran aktiva, dividen dan hutang terdapat hubungan positif.

H2 : Terdapat hubungan positif antara kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan yang diukur melalui profitabilitas, perputaran aktiva, dividen dan hutang.



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di BEJ untuk periode pengamatan 2001-2004. Pengambilan tahun 2001-2004 karena pada saat itu keadaan perekonomian Indonesia cukup stabil dan tidak banyak terjadi gejolak ekonomi. Di mana dalam periode tersebut pasar modal di Indonesia telah berhasil melewati periode masa krisis, sehingga kemungkinan risiko pasar yang dihadapi perusahaan sebagai sampel dalam penelitian ini tidak sebesar periode sebelum dan selama krisis yang terjadi.

Sampel diambil dengan metode *purposive sampling* yaitu mengambil anggota populasi dari saham yang tercatat di BEJ, adapun sampel diambil dengan kriteria :

- Sampel telah terdaftar (*listed*) di BEJ sejak tahun 2001
- Sampel merupakan perusahaan di luar sektor perbankan dan lembaga keuangan lainnya
- Sampel menerbitkan laporan keuangan selama periode penelitian
- Sampel memiliki data tentang struktur kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional
- Sampel mencantumkan data-data yang diperlukan.

3.2 Variabel Penelitian

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari dua variabel yaitu variabel endogen atau variabel tergantung (*dependen*) dan variabel eksogen yaitu variabel bebas (*independen*). Variabel endogen adalah fokus utama penelitian ini, terdiri dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Sedangkan variabel eksogen yakni profitabilitas, perputaran total aktiva, dividen, dan hutang. Persamaan simultan memunculkan adanya masalah *endogeneity* yaitu variabel tergantung pada suatu persamaan akan dapat menjadi variabel independen dalam persamaan yang lain.

Variabel dalam persamaan pertama (kepemilikan manajerial) yaitu kepemilikan manajerial sebagai variabel tergantung sedangkan variabel bebasnya yakni profitabilitas (*profit*), perputaran total aktiva (*tato*), dividen (*div*), hutang (*lev*), dan kepemilikan institusi (*instl*). Variabel dalam persamaan kedua (kepemilikan institusional) yaitu kepemilikan institusi sebagai variabel tergantung sedangkan profitabilitas (*profit*), perputaran total aktiva (*tato*), dividen (*div*), hutang (*lev*), dan kepemilikan manajerial (*mgrl*) sebagai variabel bebas.

3.3 Definisi Operasional Variabel

3.3.1 Kepemilikan Manajerial

Variabel ini disimbolkan MGRL, diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh manajer (*officer*) dan direktur (Crutchley dan Hansen, 1989). Variabel ini diperoleh dari ICMD tahun 2002-2005 pada bagian *shareholder ownership*.

Secara sistematis, kepemilikan manajerial diformulakan:

$$MGROWN = \frac{\sum \text{saham milik manajemen}}{\sum \text{saham beredar}}$$

3.3.2 Kepemilikan Institusional

Variabel ini disimbolkan INSTL, merupakan proporsi saham yang dimiliki institusional (lembaga) akhir tahun yang diukur persentase, yang menggambarkan tingkat kepemilikan saham institusional dalam perusahaan. Bathala, Moon dan Rao (1994) mendefinisikan bahwa kepemilikan institusi merupakan persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional seperti dana pensiun, dana bersama, asuransi jiwa perusahaan, reksadana dan lain-lain. Variabel ini diperoleh dari ICMD tahun 2002-2005 pada bagian *shareholder ownership*. Kepemilikan institusional diformulasikan:

$$INSTL = \frac{\sum \text{saham milik institusi}}{\sum \text{saham beredar}}$$

3.3.3 Kinerja Keuangan

3.3.3.1 Profitabilitas

Variabel ini disimbolkan dengan PROFIT, profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada masa yang akan datang (Jensen, Solberg dan Zorn, 1992; Tandelilin dan Wilberforce, 2002). Profitabilitas juga merupakan indikator dari keberhasilan perusahaan. Rasio profitabilitas yang digunakan yakni *return on asset (ROA)* dengan formulasi:

$$PROFIT = \frac{\text{netincome}}{\text{totalaset}}$$

3.3.3.2 Perputaran Aktiva

Variabel ini disimbolkan dengan TATO, merupakan rasio yang mengukur perputaran semua aktiva perusahaan, penghitungan dengan membagi penjualan dengan total aset. Rasio ini digunakan untuk mengukur efisiensi penggunaan aktiva oleh manajemen. Semakin tinggi rasio ini semakin produktif aktiva tersebut digunakan untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham. Secara sistematis, perputaran aktiva dirumuskan dengan:

$$TATO = \frac{\text{penjualan}}{\text{total aset}}$$

3.3.3.3 Dividen

Variabel ini disimbolkan dengan DIV. Dividen adalah variabel yang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba dan untuk memprediksi prospek perusahaan di masa yang akan datang. Kebijakan dividen terkait juga dengan kesempatan investasi, apabila kesempatan investasi menjanjikan hasil pengembalian yang lebih besar daripada pengembalian yang disyaratkan, para pemegang saham akan lebih senang jika perusahaan menahan laba. Sebaliknya jika hasil pengembalian lebih kecil daripada yang disyaratkan, mereka akan lebih suka jika dividen dibagikan. Dividen merupakan salah satu dari cara pengurangan *free cash flow*. Menurut Moh'd, et.al (1988), dan Jensen, et.al (1993) dalam Eminentia (2005) pembayaran dividen didefinisikan sebagai DPR. Dividen adalah rasio pembayaran dividen terhadap *earning after tax* (dividen payout ratio). Data untuk variabel ini diperoleh dari ICMD tahun 2001-2004 pada bagian *summary of financial statement*.

Dividen diformulakan:

$$DIV = \frac{\text{dividen}}{\text{netincome}}$$

3.3.3.4 Hutang

Variabel ini disimbolkan LEV yang diukur dengan membagi hutang jangka panjang dengan total aset perusahaan (Sartono,2001). Kebijakan hutang dalam perusahaan ialah kebijakan untuk menentukan jumlah proporsi hutang yang harus diambil oleh pihak manajer. Porsi hutang juga mempengaruhi resiko yang akan didapat oleh perusahaan. Sumber data variabel ini adalah ICMD tahun 2002-2005 pada bagian *summary of financial statement*. Secara sistematis, hutang diformulakan:

$$LEV = \frac{\text{hutang jangka panjang}}{\text{total aset}}$$

3.4 Data dan Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang dimuat dalam *Indonesian Capital Market Directory Tahun 2002-2005*.

3.5 Metode Analisis

3.5.1 Model Empiris

$$MGRL = a_0 + a_1 PROFIT + a_2 TATO + a_3 DIV + a_4 LEV + a_5 INSTL + e \dots (1)$$

$$INSTL = b_0 + b_1 PROFIT + b_2 TATO + b_3 DIV + b_4 LEV + b_5 MGRL + e \dots (2)$$

Keterangan :

MGRL	= Rasio proporsi saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur
INSTL	= Rasio proporsi saham yang dimiliki oleh investor institusional
PROFIT	= Rasio pendapatan bersih dengan total aset
TATO	= Rasio penjualan dengan total aset.
DIV	= Rasio pembayaran dividen terhadap pendapatan bersih.
LEV	= Rasio hutang jangka panjang dengan total aset perusahaan.

3.5.2 Pengujian Hipotesis

Penelitian ini melibatkan model yang digunakan untuk menguji signifikansi hubungan simultan kombinasi beberapa variabel bebas terhadap variabel tergantung. Untuk menguji hipotesis penelitian ini menggunakan model persamaan *Two Stage Least Square* (2SLS). Joher, Ali dan Nazrul (2005) menggunakan model persamaan 2SLS untuk menguji adanya determinan simultan dalam variabel endogen. Penggunaan 2SLS dikarenakan model ini memberikan hasil analisis yang konsisten dan tidak bias, karena jika menggunakan model *Ordinary Least Square* (OLS) akan terjadi bias dalam model persamaan simultan.

Asumsi dasar dari OLS adalah bahwa *error term* tidak berkorelasi dengan variabel independen, padahal ciri dari persamaan simultan adalah bahwa variabel

tak bebas dalam suatu persamaan mungkin muncul sebagai variabel yang menjelaskan dalam persamaan lain, sehingga variabel yang menjelaskan tak bebas menjadi stokastik dan biasanya berkorelasi dengan *error term* dari persamaan dimana variabel tadi muncul sebagai variabel yang menjelaskan (Gujarati, 1995), untuk itu penggunaan OLS tidak relevan untuk menguji hubungan simultan.

Penelitian ini menggunakan persamaan simultan dikarenakan adanya hubungan secara serempak antara variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Persamaan simultan dimaksudkan bahwa variabel endogen dalam salah satu persamaan dimungkinkan muncul dalam persamaan lain dalam satu sistem. Pengujian dengan menggunakan 2SLS karena *ordinary least square* tidak dapat menjelaskan hubungan timbal balik dalam sistem persamaan simultan, maka dalam menganalisis persamaan simultan penggunaan alat analisis yang relevan adalah 2SLS.

Penjelasan hipotesis dalam penelitian ini dilihat dari signifikan atau tidaknya nilai probabilitas hubungan antar variabelnya. Nilai yang menunjukkan hubungan yang sangat signifikan terjadi jika nilai probabilitasnya sebesar nol. Pada tingkat kepercayaan 10% dikatakan signifikan apabila probabilitasnya kurang dari 0.1, pada tingkat kepercayaan 5% dikatakan signifikan jika probabilitasnya kurang dari 0,05 dan pada tingkat kepercayaan 1% dikatakan signifikan apabila nilai probabilitasnya kurang dari 0.01.

Kemampuan suatu variabel independen untuk menjelaskan hubungannya dengan variabel dependen dapat dilihat dari besarnya nilai *R-squared* atau *adjusted R-squared*. *R-squared* maupun *adjusted R-squared* semakin dekat

dengan 1 akan semakin baik, yang berarti bahwa variabel bebas mampu menjelaskan hubungan yang efektif dengan variabel tergantung. Hubungan secara simultan antara variabel-variabel independen dengan variabel dependen ditunjukkan dengan uji F yakni dengan memperbandingkan antara nilai *F-statistic* dengan *F-tabel*.



BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Statistik Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder (yaitu data laporan keuangan serta data lain yang relevan dengan penelitian ini yang diperoleh dari ICMD). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun 2001-2004 dan menerbitkan laporan keuangannya. Sampel penelitian ditentukan dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan dalam metode penelitian. Setelah diseleksi dengan kriteria-kriteria yang ditentukan maka diperoleh sampel sebanyak 66 perusahaan.

Berdasarkan teknik pengambilan sampel yang telah dilakukan, maka dapat diketahui nama-nama perusahaan yang memenuhi syarat dan menjadi sampel dalam penelitian ini (nama dan sektor perusahaan sampel terlampir). Selanjutnya berdasar analisis variabel-variabel yang digunakan, diperoleh hasil deskriptif data untuk variabel *mgrl*, *instl*, *profit*, *tato*, *div* dan *lev* yang terlihat pada tabel 4.1 dibawah ini sedangkan deskriptif data secara lengkap terlampir.

Tabel 4.1
Deskriptif Data

VARIABEL	MEAN	MAXIMUM	MINIMUM	STD. DEV
MGRL	2.136856	18.35000	0.002500	3.663878
INSTL	15.02114	70.77250	0.000000	21.42483
PROFIT	0.029120	0.446500	-0.266300	0.107898
TATO	0.926200	3.441100	0.201000	0.664062
DIV	0.000923	0.025400	-0.000300	0.003434
LEV	0.218351	1.720000	0.000500	0.280310

Statistik deskriptif berguna untuk mengetahui karakter dari sampel yang diteliti dalam penelitian. Dari statistik deskriptif tersebut dapat diketahui jumlah sampel yang diteliti, nilai rata-rata sampel, median, nilai maksimum, nilai minimum serta simpangan baku atau standar deviasi dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Terlihat bahwa rata-rata nilai untuk kepemilikan manajerial sebesar 2.136856 dan standar deviasi sebesar 3.663878, ini menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan manajerialnya perusahaan sampel rata-rata sebesar 2.1%. Rata-rata untuk kepemilikan institusional sebesar 15.02114 dengan standar deviasi sebesar 21.42483 ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki proporsi kepemilikan institusi sebesar 15%. Rata-rata perusahaan mempunyai rasio profitabilitas sebesar 0.029120 dengan standar

deviasi 0.107898, rata-rata rasio perputaran total aktiva sebesar 0.926200 dengan standar deviasi 0.664062, rata-rata dividen sebesar 0.000923 dengan standar deviasi 0.003434, rata-rata rasio hutang sebesar 0.218351 dengan standar deviasi 0.280310.

4.2 Hasil Penelitian dan Pembahasan

R-squared (koefisien determinasi) ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan secara komprehensif terhadap variabel dependen. Nilai *R-squared* mempunyai range antara 0-1. Semakin besar *R-squared* mengindikasikan semakin besar kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen.

Hasil dari regresi dengan metode 2SLS diperoleh *R-squared* (koefisien determinasi) pada persamaan pertama sebesar 0.034923, artinya variabel independen dalam model yaitu profit, tato, div, lev, dan instl terhadap variabel dependen kepemilikan manajerial sebesar 3%, sedangkan sisanya 97% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dihipotesiskan. Sedangkan dalam persamaan kedua nilai *R-squared* (koefisien determinasi) sebesar 0.092218. Nilai tersebut menunjukkan kemampuan variabel independen yakni profit, tato, div, lev, dan mgri sebesar 9% dalam menjelaskan variabel dependen (dalam hal ini kepemilikan institusional), sisanya 91% dijelaskan oleh faktor yang tidak terdapat dalam hipotesis.

Hasil dari persamaan pertama dan kedua dengan model kuadrat terkecil dua tingkat (2SLS) terlihat pada tabel 4.2,

Tabel 2 (Hasil Analisis 2SLS)

Equation I				
Dependent Variable: MGRL				
Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 04/19/07 Time: 21:42				
Sample: 1 66				
Included observations: 66				
Instrument list: PROFIT TATO DIV LEV INSTL				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.707739	0.905642	2.989855	0.0040
PROFIT	0.394454	4.443127	0.088779	0.9296
TATO	-0.467345	0.753860	-0.619937	0.5376
DIV	17.32763	141.2837	0.122644	0.9028
LEV	0.372755	1.808207	0.206146	0.8374
INSTL	-0.016436	0.022917	-0.717229	0.4760
R-squared	0.039843	Mean dependent var	2.136856	
Adjusted R-squared	0.011836	S.D. dependent var	3.663878	
S.E. of regression	3.775460	Sum squared resid	855.2457	
F-statistic	0.942940	Durbin-Watson stat	2.072413	
Prob(F-statistic)	0.241742			
Equation II				
Dependent Variable: INSTL				
Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 04/19/07 Time: 21:43				
Sample: 1 66				
Included observations: 66				
Instrument list: PROFIT TATO DIV LEV MGRL				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	14.25841	5.124907	2.782180	0.0072
PROFIT	23.65929	24.73728	0.956422	0.3427
TATO	6.859593	4.148800	1.653392	0.1035
DIV	-1160.018	778.3471	-1.490360	0.1414
LEV	-12.48516	10.01780	-1.246298	0.2175
MGRL	-0.517189	0.721092	-0.717229	0.4760
R-squared	0.098048	Mean dependent var	15.02114	
Adjusted R-squared	0.032886	S.D. dependent var	21.42483	
S.E. of regression	21.17825	Sum squared resid	26911.10	
F-statistic	1.304480	Durbin-Watson stat	2.359868	
Prob(F-statistic)	0.274202			

4.2.1 Hasil Uji Hipotesis

Hasil regresi dari uji F yang merupakan uji simultan digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen. Berdasarkan hasil olah data, diperoleh nilai *F-statistic* sebesar 0.942940, dengan df pembilang $(k-1) = (5-1) = 4$, dan df penyebut $(n-2) = (66-2) = 64$, diperoleh pula F-tabel sebesar 2.53 sehingga nilai *F-statistic* = 0.942940 < F-tabel = 2.53, maka H1 ditolak. Artinya tidak ada pengaruh secara simultan antara variabel independen yakni kinerja keuangan (profit, perputaran aktiva, dividen, dan hutang) serta kepemilikan institusional terhadap variabel dependen yaitu kepemilikan manajerial.

Hasil regresi dari uji F yang merupakan uji simultan digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen. Berdasarkan hasil olah data, diperoleh nilai *F-statistic* sebesar 1.304480, dengan df pembilang $(k-1) = (5-1) = 4$, dan df penyebut $(n-2) = (66-2) = 64$, diperoleh pula F-tabel sebesar 2.53 sehingga nilai *F-statistic* = 1.304480 < F-tabel = 2.53, maka H2 ditolak. Artinya tidak ada pengaruh secara simultan antara variabel independen yakni kinerja keuangan (profit, perputaran aktiva, dividen, dan hutang) serta kepemilikan manajerial terhadap variabel dependen yaitu kepemilikan institusional.

4.2.2 Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kinerja Keuangan yang Diukur melalui Profit, Perputaran Aktiva, Dividen, dan Hutang

Persamaan pertama dalam penelitian ini menguji hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kinerja keuangan yang diukur melalui profitabilitas, perputaran total aktiva, pembayaran dividen dan hutang, hipotesis pertama menduga terdapat hubungan positif antara variabel-variabel tersebut. Dimana, kepemilikan manajerial sebagai variabel tergantung sedangkan profit, perputaran aktiva, dividen dan hutang menjadi variabel bebas.

4.2.2.1 Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kinerja Keuangan yang Diukur melalui Profitabilitas

Hasil penelitian menunjukkan hubungan positif antara profit dengan kepemilikan manajerial yakni dengan nilai koefisien sebesar 0.394454. Hubungan tersebut telah sesuai dengan dugaan peneliti yakni arah positif. Profit sebagai acuan utama dalam pencapaian perusahaan, yang ditunjukkan semakin tinggi profit semakin baik kinerja perusahaan tersebut. Akan tetapi, hubungan antara kepemilikan manajerial dan profitabilitas juga kurang erat tercermin hasil penelitian yang memperlihatkan hubungan yang tidak signifikan, hal ini dimungkinkan bahwa terdapat faktor-faktor lain yang mempengaruhi hubungan tersebut.

4.2.2.2 Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kinerja Keuangan yang Diukur melalui Perputaran Aktiva

Variabel perputaran total aktiva menunjukkan hubungan negatif dan tidak signifikan dengan kepemilikan manajerial. Nilai koefisien pada persamaan

pertama sebesar -0.467345. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan Singh et al (2003) dalam Faizal (2004) yang menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial secara positif dan signifikan mempengaruhi efisiensi pemanfaatan aktiva perusahaan. Namun, konsisten dengan hasil penelitian Ang et al (1999) yang diuraikan oleh Faizal (2004) yang didukung pula Faizal (2004). Arah negatif tersebut juga memperlihatkan bahwa kepemilikan manajerial dengan biaya keagenan yang diukur dengan perputaran aktiva gagal sebagai mekanisme untuk meningkatkan nilai perusahaan. Dimungkinkan hal ini diakibatkan tindakan *perquisites* yang dilakukan pihak manajemen sehingga pemanfaatan aktiva tidak dijalankan dengan efektif. Ketidaksignifikan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pemanfaatan aktiva perusahaan oleh manajemen tidak mutlak berpengaruh terhadap porsi kepemilikan manajerial dalam perusahaan.

4.2.2.3 Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kinerja Keuangan yang Diukur melalui Dividen

Variabel pembayaran dividen dengan kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif dilihat dari nilai koefisien sebesar 17.32763. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat rasio dividen maka mengindikasikan tingkat kepercayaan manajer atas tingkat *earning* masa depan akan naik sehingga manajer yang menginginkan keuntungan dari pembagian dividen di masa depan akan segera meningkatkan persentase kepemilikan sahamnya karena manajer akan menganggap risiko dividen lebih kecil dibandingkan ketidakpastian *capital gain*. Hasil penelitian tersebut bertentangan dengan hasil Chen dan Steiner (1999);

Nupikso (2000) dalam Wahidawati (2002). Akan tetapi, konsisten dengan hasil-hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen et al (1992); Wahidawati (2002); serta Ardiati (2004). Argumen serupa diungkapkan oleh Tandelilin dan Wilberfoce (2002) yakni *insider ownership* akan menanamkan kembali dividennya dengan demikian memperbesar kepemilikannya. Hubungan positif dalam penelitian ini tidak mendukung pendapat tentang adanya efek substitusi antara kepemilikan orang dalam (dalam hal ini manajerial) dengan dividen dalam mengurangi masalah agensi.

Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa teori yang menyatakan kepemilikan manajerial memberikan pengaruh terhadap rasio pembayaran dividen belum dapat digeneralisasikan di Indonesia khususnya pada perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini. Hal ini terlihat dari ketidaksignifikan hubungan antara dividen dengan kepemilikan manajerial sehingga tidak dapat dipastikan seberapa besar pengaruh kemutlakan kebijakan dividen terhadap porsi kepemilikan manajerial.

4.2.2.4 Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kinerja Keuangan yang Diukur melalui Hutang

Hasil penelitian antara variabel hutang dengan kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif tidak signifikan yakni dengan nilai koefisien sebesar 0.372755. Hasil penelitian ini bertolakbelakang dengan hasil temuan Friend dan Lang (1988); Bathala et al (1994); serta Chen dan Steiner (1999). Namun, konsisten dengan Jensen dan Meckling (1976); Wahidawati (2002); Ismiyanti dan Hanafi (2003); dan Ardiati (2004), hanya saja Wahidawati serta Ismiyanti dan

Hanafi menemukan hubungan yang signifikan, hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa hutang yang tinggi bisa menyebabkan risiko kebangkrutan sehingga membuat manajer sensitif terhadap kinerja perusahaan dan ketakutan kehilangan pekerjaan. Atas dasar hal tersebut, maka manajer akan menaikkan tingkat kepemilikan saham supaya mempunyai hak suara dalam mengambil keputusan khususnya pengelolaan dana. Argumen lain yakni bahwa penggunaan modal utang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proposi kepemilikan manajerial sehingga pengaruh hutang terhadap kepemilikan manajerial ialah positif.

Hubungan positif dalam penelitian ini tidak mendukung pendapat tentang adanya efek substitusi antara kepemilikan orang dalam (dalam hal ini manajerial) dengan hutang dalam mengurangi masalah agensi namun hubungan tersebut tidak efektif hal ini karena hubungan keduanya tidak signifikan. Hubungan yang tidak signifikan tersebut dimungkinkan bahwa di Indonesia kepemilikan manajerial yang lebih tinggi tidak mutlak akan menghasilkan kebijakan level hutang yang lebih rendah, artinya kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang lebih rendah atau lebih tinggi, karena kemungkinan di Indonesia memang kebijakan hutang tidak dipengaruhi oleh kebijakan non keuangan dalam hal ini kepemilikan manajerial. Sebaliknya hutang juga tidak mempengaruhi proporsi kepemilikan manajerial, karena naik turunnya proporsi kepemilikan manajerial lebih dipengaruhi oleh risiko yang dihadapi oleh perusahaan hal ini terkait dengan pendapatan yang akan diterima di masa datang.

4.2.3 Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Kinerja Keuangan yang Diukur melalui Profit, Perputaran Aktiva, Dividen, dan Hutang

Persamaan kedua dalam penelitian ini menguji hubungan antara kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan yang diukur melalui profitabilitas, perputaran total aktiva, pembayaran dividen dan hutang. Dimana, kepemilikan institusional sebagai variabel tergantung sedangkan profit, perputaran aktiva, dividen, dan hutang menjadi variabel bebas. Hipotesis kedua menduga terdapat hubungan positif antara kepemilikan institusional dengan profitabilitas, perputaran total aktiva, pembayaran dividen dan hutang.

4.2.3.1 Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Kinerja Keuangan yang Diukur melalui Profitabilitas

Variabel profit memiliki hubungan positif non signifikan dengan kepemilikan institusional yaitu dengan nilai koefisien sebesar 23.65929. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Crutchley et al (1999); Ismiyanti dan Hanafi (2003), tetapi Crutchley et al menemukan hubungan yang signifikan. Perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi memang dicari investor institusional. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan menyebabkan para investor institusional untuk memperbesar porsi kepemilikannya dalam perusahaan.

4.2.3.2 Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Kinerja Keuangan yang Diukur melalui Perputaran Aktiva

Hasil penelitian pada persamaan kedua antara variabel perputaran total aktiva dengan kepemilikan institusional mempunyai hubungan positif dan tidak signifikan. Besar nilai koefisiennya yakni 6.859593. Hasil penelitian tersebut

bertolakbelakang dengan hasil temuan Singh et al (2003) yang diungkapkan kembali oleh Faizal (2004) tetapi konsisten dengan Faizal (2004). Semakin tinggi pemanfaatan penjualan dengan total aktiva mencerminkan semakin efektif penggunaan modal oleh manajemen. Variabel perputaran total aktiva mampu menangkap ukuran kinerja yang dievaluasi oleh pihak institusional saat mengevaluasi kinerja perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional dapat digunakan sebagai alat ukur monitor manajemen dalam meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan perputaran aktiva. Dengan demikian, proporsi kepemilikan institusional akan bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan manajemen. Meskipun demikian, hubungan keduanya tidak signifikan sehingga dimungkinkan terdapat faktor lain yang mempengaruhi.

4.2.3.3 Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Kinerja Keuangan yang Diukur melalui Dividen

Variabel pembayaran dividen dengan kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan yakni dengan nilai koefisien sebesar -116.018. Berdasar *agency cost hypothesis*, pembayaran dividen diperkirakan akan berhubungan negatif dengan kepemilikan institusional sebab investor institusional lebih memilih *capital gain* daripada dividen dalam bentuk konstan sebab manajemen cenderung memiliki informasi yang lebih baik tentang prospek perusahaan dibanding investor. Arah hubungan yang terbalik antara keduanya menjelaskan bahwa semakin kecil kepemilikan institusi akan dapat meningkatkan pembayaran dividen dan mengidentifikasi adanya kecenderungan pembayaran

dividen menjadi salah satu mekanisme untuk menurunkan masalah keagenan di Indonesia sebagai fungsi *monitoring*. Hasil ini konsisten dengan penelitian Aryani (2001), Kumar (2003) dalam Rahmawati (2005); Eminentia (2005); dan Sartono (2001). Hasil tersebut bertentangan dengan Tandelilin dan Wilberforce (2002); serta Ismiyanti dan Hanafi (2003).

Sementara itu, dividen berperan sebagai pembawa kepentingan manajemen kepada pemegang saham. Ketidaksignifikan hubungan antara variabel dividen dengan kepemilikan institusional dimungkinkan bahwa sebagai akibat perusahaan-perusahaan di Indonesia jarang menggunakan dividen sebagai media pembawa informasi pada investor. Hal ini tercermin dari sedikitnya perusahaan yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini membagikan dividen pada para pemegang sahamnya.

4.2.3.4 Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Kinerja Keuangan yang Diukur melalui Hutang

Dari hasil penelitian, variabel hutang dengan kepemilikan institusi memiliki hubungan negatif non signifikan. Nilai koefisien dalam persamaan kedua antara keduanya sebesar -12.48516. Arah negatif konsisten dengan penelitian Moh'd et al (1988) seperti yang dikutip dalam Hidayat (2004). Hubungan negatif dimaksudkan bahwa kepemilikan institusional sebagai salah satu *monitoring agent*, akan melakukan pengawasan terhadap pengambilan keputusan pendanaan yang akan dibuat manajer perusahaan untuk tetap dapat mengakomodasi kepentingan *shareholders*. Hal tersebut pada akhirnya menjadikan keinginan akan pendanaan lewat hutang dapat ditekan sehingga

menurunkan biaya keagenan. Hubungan tersebut dapat diartikan pula bahwa semakin besar porsi kepemilikan institusional akan menjadikan semakin kuatnya kontrol pihak eksternal terhadap perusahaan sehingga dapat mengurangi *agency cost*. Adanya kontrol oleh pihak investor institusional tersebut menjadikan manajer menggunakan hutang pada tingkat yang lebih rendah untuk mengurangi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan, semakin menurunnya penggunaan hutang tersebut akan berdampak juga pada menurunnya *agency cost of debt* perusahaan. Akan tetapi, kehadiran kepemilikan institusional belum memberikan pengaruh berarti terhadap hutang dalam perusahaan yang diindikasikan dengan hubungan yang tidak signifikan. Hasil penelitian ini konsisten dengan Sartono (2001); Tandelilin dan Wilberforce (2002); Hamidi (2003); serta Hidayat (2004). Hasil penelitian ini berbeda dengan temuan Crutchley et al (1999); dan Joher et al (2005).

4.2.4 Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kepemilikan Institusional.

Persamaan pertama memasukkan variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel tergantung sedangkan variabel kepemilikan institusi sebagai variabel bebas, sedangkan pada persamaan kedua memasukkan variabel kepemilikan institusi sebagai variabel tergantung dan variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel bebas. Penelitian ini juga menguji hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional, dimana peneliti menduga adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusi.

Hasil penelitian menunjukkan hubungan yang konsisten antara keduanya. Pada persamaan pertama menunjukkan hubungan negatif dengan nilai koefisien -0.016436, sedang pada persamaan kedua terdapat hubungan yang negatif dengan nilai koefisien sebesar -0.517189. Hubungan negatif tidak signifikan tersebut konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Crutchley et.al (1999); Sartono (2001); Tandelilin dan Wilberforce (2002); Ismiyanti dan Hanafi (2003); Joher, Ali dan Nazrul (2005), hanya saja pada penelitian-penelitian tersebut ditemukan hubungan yang signifikan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa jika kepemilikan institusi yang semakin meningkat berarti kontrol pihak eksternal juga meningkat, maka akan mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikannya. Dengan kata lain, meningkatnya kepemilikan oleh institusional akan menyebabkan menurunnya porsi kepemilikan oleh manajerial sehingga dengan berkurangnya porsi kepemilikan oleh manajerial akan dapat mengurangi konflik keagenan karena adanya substitusi pengawasan sehingga biaya agensi dapat diminimumkan.

Hasil penelitian ini menunjukkan adanya hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional, artinya terdapat *substitution monitoring effect* antara keduanya. Kepemilikan institusional akan menggantikan kontrol oleh manajer sehingga kontrol oleh manajer akan menurun dan sebaliknya kepemilikan manajerial yang semakin meningkat akan mengurangi kontrol oleh investor institusional.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan tujuan penelitian dan analisis yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, maka diperoleh kesimpulan secara luas bahwa hipotesis pertama yang menyatakan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan kinerja keuangan yang diukur melalui profit, perputaran aktiva, dividen, dan hutang serta kepemilikan institusi tidak terbukti. Begitu pula dengan hipotesis kedua yang menyatakan hubungan positif antara kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan yang diukur melalui profit, perputaran aktiva, dividen, dan hutang serta kepemilikan manajerial juga ditolak.

Lebih spesifik, pada persamaan pertama, hubungan kepemilikan manajerial dengan kinerja keuangan yang diukur melalui profit memiliki hubungan positif dan tidak signifikan. Hasil penelitian juga menyatakan hubungan negatif tidak signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kinerja keuangan yang diukur melalui perputaran aktiva. Hubungan kepemilikan manajerial dengan kinerja keuangan yang diukur melalui dividen memperlihatkan hubungan positif dan tidak signifikan, hal ini mengindikasikan bahwa para manajer akan menanamkan kembali dividen sehingga memperbesar porsi kepemilikan. Hubungan positif dan tidak signifikan kepemilikan manajerial dengan kinerja keuangan yang diukur melalui hutang. Hubungan positif dalam penelitian ini tidak mendukung pendapat

tentang adanya efek substitusi antara kepemilikan orang dalam (dalam hal ini manajerial) dengan dividen dan hutang dalam mengurangi masalah agensi.

Sedangkan pada persamaan kedua, hubungan kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan yang diukur melalui profit menunjukkan arah positif non signifikan, hal ini mengindikasikan profit yang tinggi menjadi sinyal kuat bagi investor institusional. Hubungan kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan yang diukur melalui perputaran aktiva mempunyai hubungan positif dan tidak signifikan. Begitu pula, hubungan kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan yang diukur melalui dividen mempunyai hubungan negatif dan tidak signifikan. Demikian juga, dengan hubungan negatif dan non signifikan kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan yang diukur melalui hutang. Arah hubungan terbalik antara kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan dengan parameter dividen dan hutang mendukung pendapat adanya efek substitusi dalam mengurangi permasalahan agensi di Indonesia.

Selain itu, dari hasil penelitian ini ditemukan hubungan negatif tidak signifikan antara kepemilikan manajerial dengan institusi. Kepemilikan institusional akan menggantikan kontrol oleh manajer sehingga kontrol oleh manajer akan menurun dan sebaliknya kepemilikan manajerial yang semakin meningkat akan mengurangi kontrol oleh investor institusional. Arah hubungan keduanya ini juga sesuai atau mendukung kerangka agensi yang telah ada.

Hubungan yang tidak signifikan pada hasil dari penelitian ini mungkin dikarenakan tidak efektifnya beberapa variabel yang digunakan dalam penelitian ini tidak dapat mencerminkan kinerja keuangan perusahaan secara luas, hal ini

terlihat dari nilai *R-squared* yang rendah yaitu sebesar 3% pada persamaan pertama serta 9% pada persamaan kedua. Kemungkinan lain ketidaksignifikannya hasil penelitian ini juga karena sampel yang digunakan relatif sedikit sehingga kurang mencerminkan karakteristik populasi perusahaan di BEJ. Sampel yang kecil tersebut terjadi karena hanya perusahaan yang telah terdaftar sejak tahun 2001 serta terdapat memiliki struktur kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi saja yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini.

5.2 Saran

5.2.1 Penelitian ini menunjukkan nilai *R-squared* dan *Adj R-squared* yang relatif rendah, hendaknya penelitian yang akan datang dapat lebih banyak mengkaji atau menambah variabel-variabel (dalam hal ini rasio-rasio keuangan) yang lebih beragam dan relevan sehingga dapat lebih meningkatkan nilai *R-squared*. Juga penambahan variabel kontrol yang berkaitan dengan variabel utama diharapkan akan menghasilkan hasil estimasi yang berbeda pula, hanya saja variabel yang digunakan harus lebih dikaji dan relevan dengan variabel endogen.

5.2.2 Sampel yang masuk kriteria penelitian ini relatif sedikit, diharapkan peneliti yang akan datang guna memperpanjang periode pengamatan sehingga sampel yang digunakan akan lebih banyak dan beragam supaya dapat mencerminkan karakteristik populasi yang diteliti.

5.2.3 Hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai referensi untuk penelitian kedepan dan dapat dikembangkan untuk mengurangi kelemahan yang ada di penelitian ini.



DAFTAR PUSTAKA

- Andanari, Dian Ardiati. (2004). *Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict: Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Resiko (Risk Taking), Kebijakan Utang, & Kebijakan Deviden*. Skirpsi Sarjana (Tidak Dipublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
- Arifin, Zaenal. (2005). *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.
- Asyik, Nur Fadrih dan Soelsityo. (2000). "Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Laba (Penetapan Rasio Keuangan Sebagai Discriminator)." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 15, No. 3, 313-331.
- Bathala, C. T, K. P. Moon, dan R. P. Rao. (1994). "Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective." *Financial Management*, 23, 38-50.
- Brickley, J.A., R.C. Lease dan C.W. Smith. (1988). "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amandements." *Journal of Financial Economics* 20, 267-291.
- Brigham, E.F. dan P.R. Daves. (2004). *Intermediate Financial Mangement*. Eight Edition. Thomson South Western.
- Chen, Carl H. dan Thomas L. Steiner. (1999). "Managerial Ownership and Agency Conflict a Nonlinier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Deviden Policy." *The Financial Review*, Vol. 34, 119-137.
- Crutchley, Claire E. dan Robert S. Hansen. (1989). "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends." *Financial Management*, 18, 34-46.

- Crutchley, Claire E., M.R.H. Jensen, J.S. Jahera dan J.E. Raymond. (1999). "Agency Problem and The Simultaneity Decision Making The Role of Institutional Ownership." *International Review of Financial Analysis*, 8.
- Eminentia, Ayu Faye. (2005). *Hubungan Biaya Keagenan, Resiko Pasar dan Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Deviden*. Skripsi Sarjana (Tidak Dipublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
- Faizal. (2004). "Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance." Simposium Nasional Akuntansi VII. Denpasar, tanggal 2-3 Desember.
- Friend, Irwin and Larry H.P. Lang. (1988). "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure." *The Journal of Finance*, 43, 271-282.
- Gujarati, Damodar. (terj.) (1995). *Ekonometrika Dasar*. Jakarta: Erlangga.
- Hamidi, Masyhuri. (2003). "Internal Cash Flows, Insider Ownership, Investment Opportunity, dan Capital Expenditure, Suatu Pengujian Terhadap Hipotesis Pecking Order dan Manajerial." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol 18, No. 3, 271-287.
- Hasibuan, Nurimansyah. (1993). *Ekonomi Industri*. Cetakan Pertama. Jakarta: LP3ES.
- Hidayat. (2004). *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Faktor Internal Perusahaan dan Faktor Eksternal Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI*. Skripsi Sarjana (Tidak Dipublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
- Husnan, Suad. (1995). *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek)*. Yogyakarta: BPFE UGM.

- Ismiyanti, Fitri dan Mamduh M. Hanafi. (2003). "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan." Simposium Nasional Akuntansi VI. Surabaya, tanggal 16-17 Oktober.
- Itturiaga, F.J.L. dan J.A.R. Sanz. (1998). "Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Spanish Firms Simultaneous Equation Analysis." *Working Paper Universidad de Valladolid*, 1-32.
- Jensen, G.R, D.P. Solberg, dan T.S. Zorn. (1992). "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividen Policies." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2, 247-263.
- Jensen, Michael C. (1986). "Agency Cost and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economics Review*, 76, 323-329
- Jensen, Michael C. dan W.H. Meckling. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Cost and Capital Structure." *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Joher, Huson, Mohd. Ali, dan Nazrul. (2005). "The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach." Asian Finance Association Conference. Kuala Lumpur. 177.
- Lambert, Richard A. (2001). "Contracting Theory and Accounting." *Journal of Accounting & Economics*, 3-87.
- Machfoedz, Mas'ud. (1999). "Profil Kinerja Finansial Perusahaan-Perusahaan yang Go-Public di Pasar Modal ASEAN." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 14, No.3, 56-72.
- Rahmawati, Dewi. (2005). *Analisis Faktor Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen di Indonesia*. Skripsi Sarjana (Tidak Dipublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

- Sartono, Agus. (2001). "Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)." *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 2, No. 6, 107-119.
- Shleifer, A. dan R.W. Vishny. (1986). "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economic*, Vol.94, No.3, 461-488.
- Sugiyarso, G dan F. Winarni. (2005). *Manajemen Keuangan (Pemahaman Laporan Keuangan, Pengelolaan Aktiva, Kewajiban, dan Modal serta Pengukuran Kinerja Perusahaan)*. Yogyakarta: Media Pressindo.
- Sunarto. (2003). "Corporate Governance dan Kinerja Saham." *Jurnal Fokus Ekonomi*, Vol. 2, No. 3, 240-257.
- Tandelilin, Eduardus. dan Turyasingura Wilberforce. (2002). "Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?" *Gadjah Mada International Journal of Finance*, Vol. 4, No. 1, 31-43.
- Wahidahwati. (2002). "Kepemilikan Manajerial dan Agensi Konflik : Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (*Risk Taking*), Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen." *Simposium Nasional Akuntansi V. Semarang*, 601-625.
- Zaroni. (2004). "Pengaruh Kepemilikan Pemerintah, Kepemilikan Asing dan Pergantian CEO terhadap Kinerja Keuangan Badan Usaha Milik Negara Sesudah Diprivatisasi." *Simposium Nasional Akuntansi VII. Denpasar*, tanggal 2-3 Desember.

Lampiran I

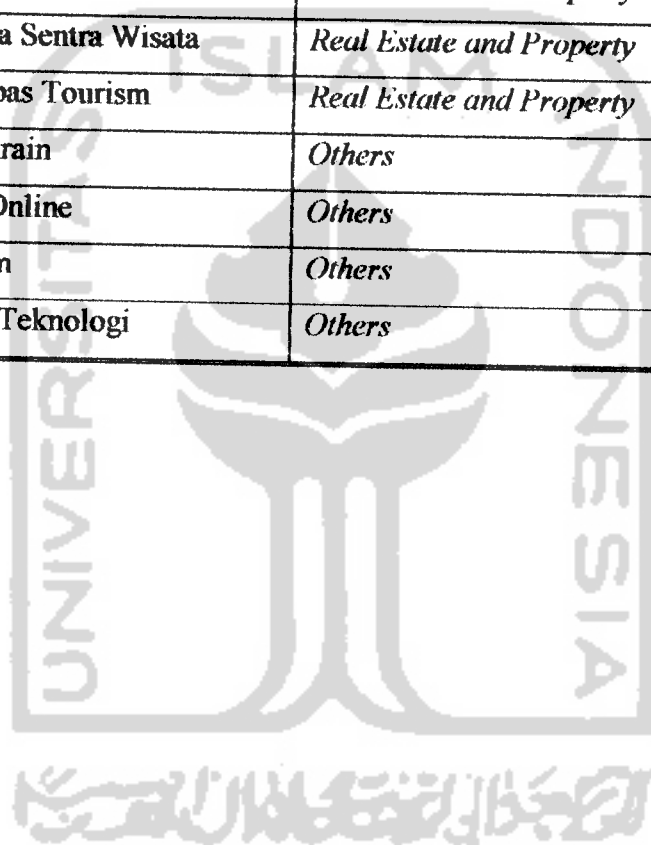
Daftar Perusahaan Sampel

Nama dan Sektor Perusahaan

No	Nama Perusahaan	Sektor
1	Dharma Samudra Fishing	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
2	Wahana Phoenix	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
3	Central Korporindo	<i>Minning and Minning Service</i>
4	Bukaka Teknik Utama	<i>Construction</i>
5	Prasidha Aneka	<i>Food and Baverage</i>
6	Sekarlaut	<i>Food and Baverage</i>
7	Siantar Top	<i>Food and Baverage</i>
8	Tunas Baru Lampung	<i>Food and Baverage</i>
9	Gudang Garam	<i>Tobaco Manufactures</i>
10	HM Sampurna	<i>Tobaco Manufactures</i>
11	Argo Pantès	<i>Textile and Mill Product</i>
12	Panasia	<i>Textile and Mill Product</i>
13	Sunson Textile	<i>Textile and Mill Product</i>
14	Hanson	<i>Apparel and Other Textile Product</i>
15	Ryane Adibusana	<i>Apparel and Other Textile Product</i>
16	Sarasa Nugraha	<i>Apparel and Other Textile Product</i>
17	Daya Sakti	<i>Lumber and Wood Product</i>
18	Aneka Kimia	<i>Chemical and Allied Product</i>
19	Budi Acid Jaya	<i>Chemical and Allied Product</i>
20	Eterindo Wahana	<i>Chemical and Allied Product</i>
21	Lautan Luas	<i>Chemical and Allied Product</i>
22	Tri Polyta Indah	<i>Chemical and Allied Product</i>
23	Sorini	<i>Chemical and Allied Product</i>
24	Duta Pertiwi Nusantara	<i>Adhesive</i>

25	Intan Wijaya	<i>Adhesive</i>
26	Asiaplast	<i>Adhesive</i>
27	Dynaplast	<i>Adhesive</i>
28	Langgeng Makmur	<i>Adhesive</i>
29	Lapindo Internasional	<i>Adhesive</i>
30	Summitplast	<i>Adhesive</i>
31	Alumindo	<i>Metal and Allied Product</i>
32	Betonjaya	<i>Metal and Allied Product</i>
33	Lionmesh prima	<i>Metal and Allied Product</i>
34	Lion Metal	<i>Metal and Allied Product</i>
35	Itamaraya Gold	<i>Fabricated Metal Product</i>
36	Arwana Citramulia	<i>Stone, Clay, Glass</i>
37	Intikramik Alamsri	<i>Stone, Clay, Glass</i>
38	Sumi Indo Kabel	<i>Stone, Clay, Glass</i>
39	Metrodata Electronic	<i>Electronic and Office Equipment</i>
40	Astra International	<i>Automotive and Allied Product</i>
41	Branta Mulia	<i>Automotive and Allied Product</i>
42	Hexindo Adi Perkasa	<i>Automotive and Allied Product</i>
43	Intraco Petra	<i>Automotive and Allied Product</i>
44	Nipress	<i>Automotive and Allied Product</i>
45	Selamat Sempurna	<i>Automotive and Allied Product</i>
46	Inter delta	<i>Photographic Equipment</i>
47	Kimia Farma	<i>Pharmaceuticals</i>
48	Berlian Laju Tanker	<i>Transportation service</i>
49	Samudera Indonesia	<i>Transportation service</i>
50	Akbar Indo Makmur	<i>Wholesaller and Retail Trade</i>
51	Metamedia Technologies	<i>Wholesaller and Retail Trade</i>
52	Rimo Catur L	<i>Wholesaller and Retail Trade</i>
53	Ciptojaya Kontrindoreksa	<i>Real Estate and Property</i>

54	Jaka Artha	<i>Real Estate and Property</i>
55	Karka Yasa Profilia	<i>Real Estate and Property</i>
56	Krida Perdana Indah G	<i>Real Estate and Property</i>
57	Mas Murni	<i>Real Estate and Property</i>
58	Pudjiadi prestige Limited	<i>Real Estate and Property</i>
59	Ristia Bintang M S	<i>Real Estate and Property</i>
60	Roda Panggon Harapan	<i>Real Estate and Property</i>
61	Panorama Sentra Wisata	<i>Real Estate and Property</i>
62	Sona Topas Tourism	<i>Real Estate and Property</i>
63	Asiana Grain	<i>Others</i>
64	Centrin Online	<i>Others</i>
65	Dyviacom	<i>Others</i>
66	Integrasi Teknologi	<i>Others</i>



Lampiran II**Data Induk****(Tahun 2001-2004)**

NO	MGR	INST	HJPD	HJPJ	THUT	EBIT	EAT
1	0.1750	0.00	87612.25	3683.25	91295.50	6210.77	1668.50
2	0.1550	59.97	44709.25	6440.50	51149.75	9926.75	2958.25
3	4.2575	0.00	8916.00	200.50	9116.50	405.00	369.00
4	0.0900	51.88	1326722.75	176146.75	1502869.50	68246.00	160278.50
5	0.6525	0.00	842381.75	120914.00	963295.75	2076.00	46922.00
6	0.9000	0.00	340465.00	202790.00	543255.00	-9037.75	-16812.75
7	6.2800	65.40	145898.00	34943.75	180841.75	44366.75	28078.50
8	0.0350	11.01	231662.25	408872.00	640534.25	75854.25	19029.50
9	0.2825	66.80	6162512.50	276237.25	6438749.75	3173478.50	1950784.00
10	0.0100	0.00	10269554.00	9816536.00	5021522.50	10956193.00	6025195.00
11	0.1625	0.00	6875671.00	2788761.00	2416108.00	-97038.00	154821.00
12	5.4300	0.00	623758.25	868807.00	1492565.25	21017.75	3716.50
13	1.0075	57.37	317375.75	256236.75	573612.50	21036.00	-1545.25
14	0.5500	0.00	341397.00	96846.00	438243.00	-23366.25	-48992.00
15	0.8525	37.36	9900.25	300.50	10200.75	-578.25	-1531.25
16	0.0375	69.37	44410.50	41592.25	86002.75	-13734.00	-25219.25
17	0.0925	0.00	242235.00	70725.50	312960.50	9292.50	-9867.75
18	0.3200	0.00	307919.25	46344.75	354264.00	79212.25	329350.00
19	0.5600	11.10	217967.50	553413.50	771381.00	61757.75	-1087.75
20	0.0500	5.88	991755.25	751014.50	1742769.75	-538.25	-81915.00
21	0.7300	0.00	322407.75	299169.50	621577.25	77198.75	31997.25
22	1.6825	7.08	3382875.00	96955.00	3479830.00	-42915.00	-560816.00
23	0.0125	0.00	154899.00	95418.75	250317.75	55313.00	249421.50
24	1.3575	2.15	15365.75	6963.00	22328.75	3555.25	4562.50

25	2.4050	20.43	23593.00	997.25	24590.25	17663.75	11731.25
26	7.6900	0.00	70923.50	61233.75	132157.25	-1414.50	-3477.50
27	0.3075	30.69	210426.75	106279.75	316706.50	87002.50	45559.50
28	0.0125	0.00	473227.50	1755.75	474983.25	3880.75	-17587.75
29	0.1175	14.06	13108.50	332.50	13441.00	915.54	1139.00
30	0.6225	12.88	62010.50	11106.25	73116.75	8000.00	3798.50
31	1.1775	70.77	391357.25	197300.54	588657.79	37574.25	22905.25
32	9.5800	0.00	5638.75	852.50	6491.25	573.50	1513.00
33	11.5200	0.00	20457.00	4495.75	24952.75	4178.00	2413.00
34	0.1800	0.00	15094.75	1092.25	14348.00	4321.25	3150.50
35	18.3500	11.57	42812.00	229.00	43041.00	-2625.00	5272.00
36	2.4725	14.76	61088.00	70980.75	132068.75	36459.75	17848.00
37	5.7650	6.83	198638.00	566325.50	764963.50	-14306.50	26166.50
38	0.0675	0.00	83494.75	2144.00	85102.75	11503.50	2280.25
39	0.4075	13.11	187606.00	56963.25	244569.25	40160.25	20400.50
40	0.0075	2.69	9826661.00	8326140.00	18152801.00	3422488.25	874299.00
41	17.3100	0.00	296449.50	668139.00	964588.50	159406.75	74306.75
42	0.0875	2.53	336765.50	65052.25	401817.75	70686.00	54034.00
43	2.4750	36.57	290959.25	286018.00	576977.25	27713.75	9760.25
44	6.8600	1.70	43054.25	55869.50	98923.75	10051.50	1065.25
45	1.5250	0.00	106002.00	96527.75	202529.75	96598.50	50034.00
46	3.4800	42.51	78593.25	7882.75	86476.00	-7906.75	4582.75
47	0.8325	0.00	403429.50	42156.75	445586.25	100394.50	63921.75
48	0.0650	11.09	310040.75	1171243.75	1481284.50	190083.50	105610.00
49	0.0900	13.03	563793.25	343337.50	1047024.50	183756.75	102592.25
50	0.8025	0.00	7664.25	950.75	8615.00	1236.25	612.75
51	1.8000	0.00	2022.50	39311.67	31506.25	-4884.75	-3396.25
52	2.2300	24.55	65373.25	449.67	65710.50	-13926.75	-10923.00
53	0.1125	0.00	1446.00	83.00	1508.25	-398.75	-9.50

54	0.7750	0.00	12793.75	2398.67	14592.75	0.25	1013.50
55	3.2900	0.00	16759.75	379.00	17138.75	896.00	712.75
56	2.2925	15.39	1168580.25	292544.25	1461124.50	54237.75	236649.50
57	1.6750	29.25	199980.00	390139.00	590119.00	-1050.25	-20230.50
58	0.9675	13.46	130255.00	54137.67	170858.25	15647.75	8306.25
59	0.6100	10.18	13313.50	12821.75	26135.25	-2818.50	2771.75
60	0.0200	2.12	4765.00	3674.75	8439.75	-1346.75	1323.50
61	0.8325	22.86	66266.00	14273.50	80539.50	3643.75	4763.50
62	1.0525	10.60	94318.75	96312.25	190631.00	19710.25	7132.00
63	1.6400	46.50	75683.75	17400.75	93084.50	-5967.75	-26247.00
64	0.5350	0.03	5586.50	2636.50	8223.00	5123.75	5509.25
65	2.7200	0.00	5311.25	521.50	5832.75	-2276.25	-2992.00
66	0.0025	65.79	30893.75	401.25	31295.00	-2917.50	-2153.00

FA	TASET	PENJ	CP	SB	MC
101487.00	235675.00	291092.50	111.25	922493125.00	101723242187.50
51974.75	127485.75	119264.50	35.00	520000000.00	1820000000.00
192724.75	405731.00	46354.00	92.50	7187500000.00	179543750000.00
379292.50	755215.50	431968.00	266.25	140612000.00	37437945000.00
117232.25	295666.25	267935.25	107.50	360000000.00	38700000000.00
40810.00	117903.75	405719.50	400.00	75600000.00	3024000000.00
249869.00	462549.00	639968.00	222.50	1048000000.00	220735000000.00
485952.00	1115267.00	787058.25	225.00	1514845800.00	335151844000.00
4464086.00	16707778.75	21584650.50	11025.00	1924088000.00	21213070200000.00
8222363.00	41048677.00	61516998.00	18025.00	18000000000.00	81112500000000.00
5443945.00	8861606.00	4073423.00	4225.00	1058820000.00	1118378625000.00
1133460.00	1821793.75	1131317.50	295.00	532000000.00	156940000000.00
515572.75	866604.00	542550.75	180.00	836707000.00	150607260000.00
441825.50	680956.25	306218.75	30.00	4085979403.25	111295111233.75

11291.75	60635.50	29219.00	188.75	550030000.00	103812950000.00
39263.25	143912.00	245552.00	57.50	2200000000.00	126500000000.00
173783.00	402138.50	542711.25	163.75	500000000.00	81875000000.00
304865.50	905277.25	1578302.75	790.00	312000000.00	283920000000.00
553523.75	950752.50	789828.75	106.25	1050000000.00	111562500000.00
1092643.50	1779723.75	796956.75	121.25	968297000.00	117406011250.00
322174.75	1079698.50	1279294.50	268.75	780000000.00	209625000000.00
1055714.00	2266097.00	1622191.00	1100.00	257500000.00	283250000000.00
272079.25	558604.75	534732.00	677.50	180000000.00	121950000000.00
16132.25	136105.25	70739.25	460.00	125945820.00	57935077200.00
50255.00	168848.50	122814.25	355.00	161217222.50	56967869541.25
215417.00	279501.00	186385.50	35.00	1300000000.00	45500000000.00
273741.75	454769.00	377586.25	798.75	293463380.00	238591749150.00
240430.50	510155.00	229580.75	201.25	395025530.50	72987847440.00
15872.75	37942.00	48842.75	512.50	262637200.00	134426243000.00
102093.25	187654.75	150422.50	181.25	835000000.00	151343750000.00
455059.25	987702.75	1127224.25	322.50	326000000.00	107880000000.00
17570.50	27543.50	25770.50	166.25	180000000.00	29925000000.00
13209.75	37756.50	65608.25	818.75	27166263.75	34648552218.75
16521.00	118732.50	87370.00	975.00	52016000.00	50715600000.00
21534.00	56961.00	17604.00	700.00	34000000.00	23800000000.00
184611.00	252924.50	172681.75	193.75	816415862.50	167879799625.00
543690.25	807169.00	195954.75	122.50	422500000.00	50587500000.00
176365.25	403135.75	704923.00	483.75	306000000.00	148027500000.00
63128.00	513224.00	800253.00	102.50	2013852050.25	206288107622.50
7025360.50	29827128.00	34166345.50	4925.00	3309605392.50	18065392640825.00
891439.75	1676203.00	1336828.00	681.25	450000000.00	306562500000.00
126657.25	607199.75	663371.75	1273.75	147000000.00	199290000000.00
83830.25	703966.25	554916.00	331.25	174000000.00	57637500000.00

81407.50	143849.00	128430.25	875.00	20000000.00	1750000000.00
261584.50	608555.00	634249.00	957.50	519467520.00	324017865600.00
4372.00	41613.00	81171.25	126.00	30177600.00	3802377600.00
373466.50	1182500.50	1672665.50	203.75	5554000000.25	1131627500051.25
1816715.50	2326849.00	782687.00	896.25	870705940.00	627674472570.00
1057420.00	2263064.00	3146726.25	3118.75	167242833.50	520477871300.00
4804.75	24158.50	59999.50	180.00	110000000.00	1980000000.00
26701.75	45956.00	5936.25	60.00	435000000.00	2610000000.00
55618.50	169780.50	217051.00	101.25	340000000.00	3442500000.00
354.00	48587.25	2498.00	73.75	176400000.00	1300950000.00
19923.00	156256.75	6377.25	101.25	1430000000.00	6435000000.00
378.25	66375.25	19223.75	23.75	475055750.00	11276254375.00
143787.50	1540422.50	236765.50	75.00	167899500.00	12592462500.00
130875.50	509434.75	32082.50	28.75	736675823.00	21963809598.75
97368.25	358580.75	60292.00	211.25	280000000.00	5915000000.00
1253.00	211566.50	9764.75	70.00	326722500.00	22870575000.00
721.25	81960.25	1648.50	161.25	591000000.00	95298750000.00
83007.25	209293.25	516848.25	650.00	400000000.00	26000000000.00
230806.75	368452.25	244683.25	202.50	331200000.00	67068000000.00
18635.75	98567.25	183723.25	28.75	1285821080.00	35170771675.00
29671.25	75788.50	48233.00	328.75	556334375.00	181738859375.00
9780.50	23721.00	9602.50	71.25	184000000.00	13110000000.00
3409.25	44125.25	68383.75	66.25	414623812.50	27030571562.50

Keterangan :

MGR : Kepemilikan manajerial

INST : Kepemilikan institusional

HJPD : Hutang jangka pendek

HJPJ : Hutang jangka panjang

THUT : Total hutang

EBIT : *Earning before interest and tax*
EAT : *Earning after tax*
FA : *Fixed asset*
TASET: *Total asset*
PENJ : *Penjualan*
CP : *Closing price*
SB : *Saham beredar*
MC : *Market capitalisation atau kapitalisasi pasar*



Lampiran III**Data Akhir (Telah Diolah)****(Tahun 2001-2004)**

obs	MGRL	INSTL	PROFIT	TATO	DIV	LEV
1	0.175000	0.000000	0.007100	1.235100	0.000000	0.015600
2	0.155000	59.97000	0.023200	0.933500	0.000000	0.050500
3	4.257500	0.000000	0.000900	0.114200	0.000000	0.000500
4	0.090000	51.88000	0.212200	0.572000	0.000000	0.233200
5	0.652500	0.000000	0.157800	0.906200	0.000000	0.409000
6	0.900000	0.000000	-0.142600	3.441100	0.000000	1.720000
7	6.280000	65.40000	0.060700	1.383600	0.000000	0.075500
8	0.035000	11.01750	0.017100	0.705700	0.000100	0.366600
9	0.282500	66.80000	0.116800	1.291900	0.000200	0.016500
10	0.010000	0.000000	0.146800	1.498600	0.000100	0.239100
11	0.162500	0.000000	0.017500	0.459700	0.000000	0.314700
12	5.430000	0.000000	0.002000	0.621000	0.000000	0.476900
13	1.007500	57.37000	-0.001800	0.626100	0.000000	0.295700
14	0.550000	0.000000	-0.071900	0.449700	0.000000	0.142200
15	0.852500	37.36250	-0.025300	0.481900	-0.000300	0.005000
16	0.037500	69.37250	-0.175200	1.703600	0.000000	0.289000
17	0.092500	0.000000	-0.024500	1.349600	0.000000	0.175900
18	0.320000	0.000000	0.363800	1.743400	0.000100	0.051200
19	0.560000	11.10000	-0.001100	0.830700	0.000000	0.582100
20	0.050000	5.880000	-0.046000	0.448700	0.000000	0.422000
21	0.730000	0.000000	0.029600	1.184900	0.000200	0.277100
22	1.682500	7.080000	-0.247500	0.715900	0.000000	0.042800
23	0.012500	0.000000	0.446500	0.957300	0.000100	0.170800
24	1.357500	2.157500	0.033500	0.519700	0.003300	0.051200
25	2.405000	20.43000	0.069500	0.727400	0.002200	0.005900

26	7.690000	0.000000	-0.012400	0.666900	0.000000	0.219100
27	0.307500	30.69750	0.100200	0.830300	0.000900	0.233700
28	0.012500	0.000000	-0.034500	0.450000	0.000000	0.003400
29	0.117500	14.06250	0.030000	1.287300	0.000700	0.008800
30	0.622500	12.88250	0.020200	0.801600	0.000200	0.592000
31	1.177500	70.77250	0.023200	1.141300	0.000000	0.199800
32	9.580000	0.000000	0.054900	0.935600	0.001300	0.031000
33	11.52000	0.000000	0.063900	1.737700	0.009300	0.119100
34	0.180000	0.000000	0.026500	0.735900	0.025400	0.009200
35	18.35000	11.57000	0.092600	0.309100	0.000000	0.004000
36	2.472500	14.76250	0.070600	0.628700	0.000400	0.280600
37	5.765000	6.832500	0.032400	0.242800	0.000000	0.701600
38	0.067500	0.000000	0.005700	1.748600	0.002000	0.005300
39	0.407500	13.11750	0.039700	1.553900	0.000100	0.111000
40	0.007500	2.695000	0.029300	1.145500	0.000100	0.279100
41	17.31000	0.000000	0.044300	0.797500	0.000100	0.398600
42	0.087500	2.535000	0.089000	1.092500	0.002200	0.107100
43	2.475000	36.57250	0.013900	0.788300	0.000600	0.403600
44	6.860000	1.700000	0.007400	0.892800	0.000000	0.388400
45	1.525000	0.000000	0.082200	1.042200	0.001400	0.158600
46	3.480000	42.51000	0.110100	1.950600	0.000000	0.189400
47	0.832500	0.000000	0.054100	1.414500	0.007600	0.035700
48	0.650000	11.09500	0.045400	0.334600	0.000200	0.030540
49	0.090000	13.03000	0.045300	1.390500	0.001600	0.151700
50	0.802500	0.000000	0.025400	2.483600	0.000000	0.039400
51	1.800000	0.000000	-0.073900	0.129200	0.000000	0.855400
52	2.230000	24.55000	-0.064300	1.278400	0.000000	0.002600
53	0.112500	0.000000	-0.000200	0.051400	0.000000	0.001700
54	0.775000	0.000000	0.006500	0.040800	0.000000	0.015400

55	3.290000	0.000000	0.010700	0.289600	0.000000	0.005700
56	2.292500	15.39000	0.153600	0.153700	0.000000	0.189900
57	1.675000	29.25000	-0.039700	0.063000	0.000000	0.768500
58	0.967500	13.46250	0.023200	0.168100	0.000000	0.151000
59	0.610000	10.18000	0.013100	0.042600	0.000000	0.060600
60	0.020000	2.120000	0.016100	0.020100	0.000000	0.044800
61	0.832500	22.86500	0.022800	2.469500	0.000700	0.682000
62	1.052500	10.60000	-0.194000	0.664100	0.000100	0.261400
63	1.640000	46.50250	-0.266300	1.863900	0.000000	0.176500
64	0.535000	0.030000	0.072700	0.636400	0.000000	0.034800
65	2.720000	0.000000	-0.126100	0.404800	0.000000	0.022000
66	0.002500	65.79000	-0.048800	1.549800	0.000000	0.009100



Lampiran IV

Data Lengkap

Descriptive Statistic (Common Sampel)

	MGRL	INSTL	PROFIT	TATO	DIV	LEV
Mean	2.136856	15.02114	0.029120	0.926200	0.000923	0.218351
Median	0.788750	4.287500	0.023200	0.799550	0.000000	0.151350
Maximum	18.35000	70.77250	0.446500	3.441100	0.025400	1.720000
Minimum	0.002500	0.000000	-0.266300	0.020100	-0.000300	0.000500
Std. Dev.	3.663878	21.42483	0.107898	0.664062	0.003434	0.280310
Skewness	2.897082	1.453369	0.737411	1.127236	5.944632	2.789184
Kurtosis	11.74216	3.819160	7.230139	4.933755	41.09501	13.99976
Jarque-Bera	302.4935	25.08042	55.19023	24.26064	4379.608	418.3107
Probability	0.000000	0.000004	0.000000	0.000005	0.000000	0.000000
Sum	141.0325	991.3950	1.921900	61.12920	0.060900	14.41114
Sum Sq. Dev.	872.5602	29836.52	0.756723	28.66360	0.000767	5.107290
Observations	66	66	66	66	66	66