

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI  
PERUSAHAAN DI INDONESIA**

**SKRIPSI**



**ditulis oleh**

**Nama : Dimas Arya Mahendra**  
**Nomor Mahasiswa : 03311083**  
**Program Studi : Manajemen**  
**Bidang Konsentrasi : Keuangan**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

**FAKULTAS EKONOMI**

**YOGYAKARTA**

**2007**

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI  
PERUSAHAAN DI INDONESIA**

**SKRIPSI**



**ditulis oleh**

**Nama : Dimas Arya Mahendra**  
**Nomor Mahasiswa : 03311083**  
**Program Studi : Manajemen**  
**Bidang Konsentrasi : Keuangan**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**  
**FAKULTAS EKONOMI**  
**YOGYAKARTA**

**2007**

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI  
PERUSAHAAN DI INDONESIA**

**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 : Dimas Arya Mahendra**  
**Nomor Mahasiswa : 03311083**  
**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, 31 Mei 2007

Penulis

Dimas Arya Mahendra

**HALAMAN PENGESAHAN**

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI  
PERUSAHAAN DI INDONESIA**

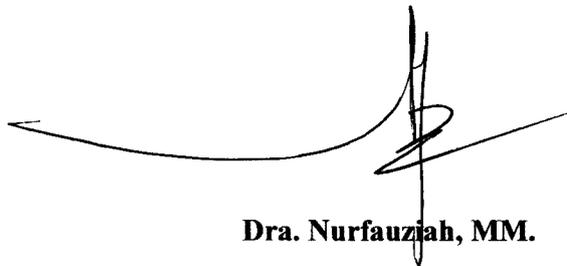


**Nama : Dimas Arya Mahendra**  
**Nomor Mahasiswa : 03311083**  
**Program Studi : Manajemen**  
**Bidang Konsentrasi : Keuangan**

**Yogyakarta, 31 Mei 2007**

**Telah disetujui dan disahkan oleh**

**Dosen Pembimbing,**



**Dra. Nurfauziah, MM.**

**BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI**

**SKRIPSI BERJUDUL**

**Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan di  
Indonesia**

Disusun Oleh: DIMAS ARYA MAHENDRA  
Nomor mahasiswa: 03311083

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**  
Pada tanggal : 15 Mei 2007

Penguji/Pemb. Skripsi : Dra. Nurfauziah, MM

Penguji : Dra. Sri Mulyati, M.Si

Mengetahui

Dekan Fakultas Ekonomi  
Universitas Islam Indonesia



Asmai Ishak, M.Bus, Ph.D

## *Halaman Moto*

*Kegagalan adalah sesuatu yang bisa kita hindari dengan tidak mengatakan apa-apa, tidak melakukan apa-apa dan tidak menjadi apa-apa.*

*Hidup ini bagaikan sebuah buku terbuka dan terlihat jelas, menjadi cahaya bagi yang tersesat.*

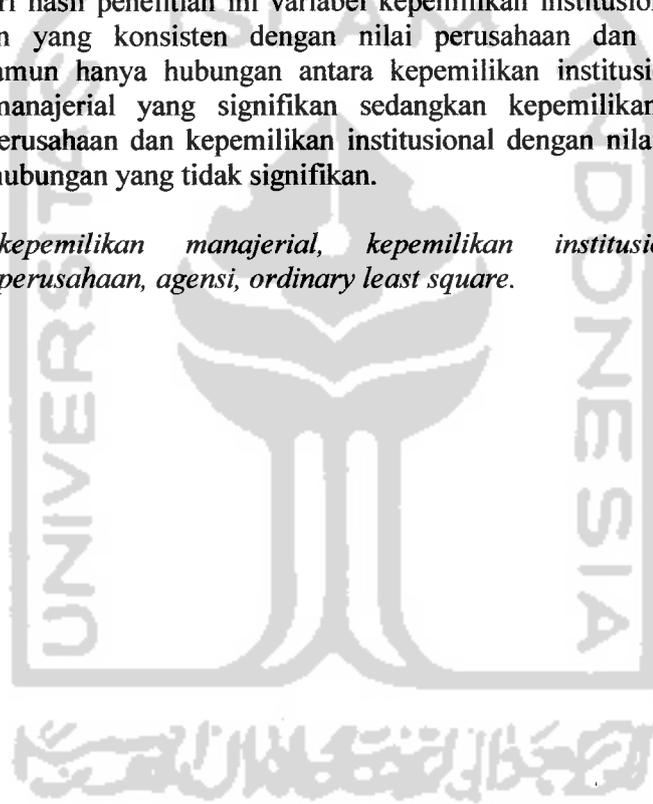
*Hati adalah bagian tubuh manusia yang tidak pernah berdusta, karena itulah cinta lahir dan tumbuh di dalamnya.*

*Cintailah kekasihmu sewajarnya, karena bisa jadi nanti dia akan menjadi orang yang kamu benci di kemudian hari; dan bencilah orang yang tidak kamu sukai dengan sewajarnya, karena bisa jadi nanti dia akan menjadi kekasihmu di kemudian hari.*

## ABSTRAK

Penelitian ini menguji pengaruh antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan dalam perspektif masalah agensi dengan menggunakan pendekatan Ordinary Least Square. Penelitian ini menguji variabel pengurang masalah agensi di Indonesia dengan fokus pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek Jakarta selama periode 2001-2004 dan dengan metode *purposive sampling* yaitu hanya perusahaan yang listed tahun 2001 dan sebelumnya serta memiliki struktur kepemilikan manajerial yang masuk sebagai sampel, dari hasil observasi dan seleksi didapat sampel penelitian sebanyak 69 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan hubungan yang kurang signifikan antara variabel-variabel yang digunakan. Dari hasil penelitian ini variabel kepemilikan institusional memiliki arah hubungan yang konsisten dengan nilai perusahaan dan kepemilikan manajerial. Namun hanya hubungan antara kepemilikan institusional dengan kepemilikan manajerial yang signifikan sedangkan kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan dan kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan menunjukkan hubungan yang tidak signifikan.

Kata Kunci : *kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, nilai perusahaan, agensi, ordinary least square.*



## KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT atas limpahan rahmat, hidayah, serta karunia-Nya sehingga penulis bisa menyelesaikan skripsi dengan judul Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Di Indonesia.

Penulisan skripsi ini dimaksudkan untuk memenuhi syarat dalam menyelesaikan studi di Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia. Penulis menyadari sepenuhnya bahwa penulisan skripsi ini tidak lepas dari bimbingan Allah SWT serta peran dari berbagai pihak. Untuk itu pada kesempatan kali ini penulis ingin menyampaikan ucapan terimakasih sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Dr. Drs Edy Suandi Hamid, M.Ec. selaku Rektor Universitas Islam Indonesia.
2. Bapak Drs. H. Asma'i Ishak, M.Bus.,Ph.D. selaku Dekan Fakultas Ekonomi atas izin menyusun skripsi ini
3. Bapak Dr. Zainal Arifin, M.si selaku ketua jurusan manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
4. Ibu Dra. Nurfauziah, MM. selaku dosen pembimbing skripsi atas kesempatan, bantuan dan bimbingan yang diberikan.
5. Kedua orang tuaku yang telah melahirkan dan membimbing jalan hidupku melalui peran material dan spiritual, serta kakak serta adikku yang selalu memberi dukungan.

6. Sahabat-sahabat Palagan pria yang telah memberikan ilmu, manfaat, serta arti hidup yang sesungguhnya selama kuliah di kota terindah, Yogyakarta : Pauk Semrawuk (Dhasyat), walaupun tingkahnya tidak dasyat tetapi cita-citanya lumayan dasyat; Diyono, yang hobi rujakan sama pasangannya, ndang rabi ya le!; Jin Gentong (Etok) yang tidak pernah ketok bener, karena selalu nyampar apa saja didekatnya; Otong (Okto), yang selalu gembira di depan wanita, mandi yang rajin dan gosok gigi ya; Syaiful, sesepuh semua kalangan yang suka membunuh dan hampir melepuh, akeh tobat yo paktde; Adi, manusia yang terobsesi jadi selebriti, amiiin semoga cita-citamu terkabul sampai mengepul.
7. Sahabat-sahabat Palagan wanita yang selalu memaniskan sisi kehidupanku (oh, so sweat..) : Cecep (Septi), thanks ya udah pernah dan sering ngerasain serangan anginku; Lina, yang suka membantu semua orang yang tidak perlu bantuan, lho piye to?; Sikonk (Uqie) Sory ya kalau banyak ngece selama kuliah, aku cuma mencoba jujur koq; Gndutz (Ntiz), biar ndut tapi maniz lho, semut aja sampe ga betah; Uwie, emang mirip koq sama Dora hihi..; Ena kuwruzz, aku ga selalu ngejekin kamu koq, thanks ya kamu tetep kurus biar aku selalu inget ama tu orang (orang-orangan sawah); Ulan imut yang kayak lumut, jangan suka panik ya ntar jatuh lagi dari angkot lho; Amel, diem itu emas, tapi kalau kebanyakan emas ntar bingung lho; Riri, kalo nikah ngundang-ngundang kan?

Hehehe.. Dimas itu kalo semakin ngece tandanya makin sayang kok (oh, sok sweat) jangan diambil hati ya, karena hatiku cuma satu (direbutin gakpapa).

8. Special thanks for Aryo, Kunta, Ade, Fani, Badawi (Heri), Katrok (Agni), jangan pernah lupa sama saya ya. Kalo saya punya utang, lupakan saja.
9. Teman-teman KKN Ekstensi SL-39 : Gery, Dita, Tya, Sigit, Shouma, Bona, Lina, Aiy, Tisna, Nidya, Bagus, Ari, ayo dolan bareng lagi.
10. Teman-teman KSPM semua angkatan serta mahasiswa pembimbingku Sendi, Biben, and of course Tya (bantu banget lho), makasi semuanya ya.
11. Teman-teman manajemen UII angkatan 2003 terutama kelas A, yang tidak bisa disebutkan satu persatu, terima kasih dan semakin kuat ya ikatan alumni kita.
12. Mas Didit dan keluarga, my teacher of photograpy, ayo UII-ne ndang diluluske.
13. Yang terhormat, Astrea Grand Bulus (1993-2006) yang sekarang dipake entah oleh siapa, terima kasih telah menemaniku selama 13 tahun.
14. Semua pihak yang telah membantu penulis sejak datang ke Yogyakarta sampai tulisan ini selesai dibuat.

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

## DAFTAR ISI

<b>Halaman Judul.....</b>	<b>i</b>
<b>Halaman Sampul Depan Skripsi .....</b>	<b>ii</b>
<b>Halaman Judul Skripsi .....</b>	<b>iii</b>
<b>Halaman Bebas Plagiarisme .....</b>	<b>iv</b>
<b>Halaman Pengesahan Skripsi.....</b>	<b>v</b>
<b>Halaman Pengesahan Ujian Skripsi.....</b>	<b>vi</b>
<b>Halaman Moto.....</b>	<b>vii</b>
<b>Abstrak.....</b>	<b>viii</b>
<b>Kata Pengantar .....</b>	<b>ix</b>
<b>Daftar Isi .....</b>	<b>xii</b>
<b>Daftar Tabel.....</b>	<b>xv</b>
<b>Daftar Lampiran.....</b>	<b>xvi</b>
 <b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
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 Penelitian Terdahulu.....	8
2.2 Landasan Teori.....	17
2.2.1 Teori Agensi.....	17
2.2.2 Kepemilikan Manajerial .....	20
2.2.3 Kepemilikan Institusional .....	22
2.2.4 Nilai Perusahaan.....	23
2.3 Pengajuan Hipotesis .....	26

## **BAB III METODOLOGI PENELITIAN**

3.1 Populasi dan Sampel .....	30
3.2 Jenis dan Sumber Data .....	30
3.3 Definisi Operasional Variabel.....	31
3.4 Model Empiris.....	35
3.5 Perumusan Hipotesis .....	36

## **BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

4.1 Deskripsi Statistik Data .....	37
4.2 Hasil Penelitian .....	39
4.2.1 Model Regresi .....	39
4.2.2 Pengujian Hipotesis Pertama .....	41
4.2.3 Pengujian Hipotesis Kedua .....	44
4.3 Hubungan Variabel Kontrol dengan Variabel Dependen.....	46

4.3.1 Growth .....	46
4.3.2 Size .....	47
4.3.3 Risk.....	48

## **BAB V KESIMPULAN DAN SARAN**

5.1 Kesimpulan .....	50
5.2 Saran .....	52

**Daftar Pustaka**

**Lampiran**



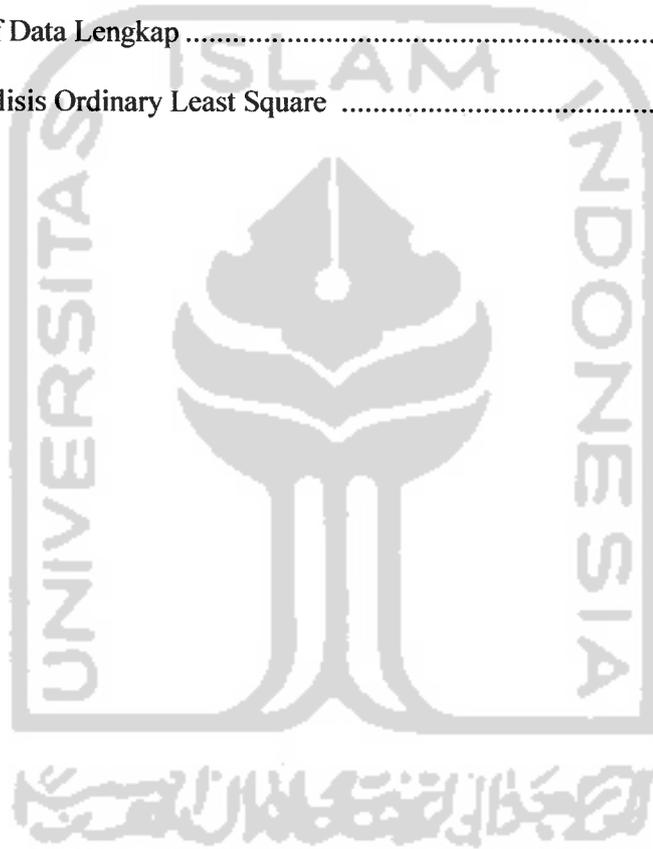
## DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
4.1 Deskriptif Data .....	38
4.2 Hasil Analisis Sistem OLS IOWN.....	41
4.3 Hasil Analisis Sistem OLS INST.....	44
4.4 Hasil Analisis Sistem OLS GROWTH .....	46
4.5 Hasil Analisis Sistem OLS SIZE .....	48
4.6 Hasil Analisis Sistem OLS RISK.....	49



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
I Daftar Sampel .....	57
II Data Induk .....	59
III Data Akhir (Telah Diolah).....	65
IV Deskriptif Data Lengkap .....	71
V Hasil Analisis Ordinary Least Square .....	72



## **BAB I**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1 Latar Belakang**

Agency theory merupakan konsep yang menjelaskan hubungan kontraktual antara principal dan agent. Pihak principal adalah pihak yang memberikan mandat kepada pihak lain yaitu agent, untuk melakukan semua kegiatan atas nama principal dalam kepastiannya sebagai pengambil keputusan (Sinkey, 1992:78; Jensen & Smith, 1984:7). Dalam teori keagenan dijelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham mungkin bertentangan. Hal itu disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut. Selain itu terdapat perbedaan kepentingan pula dari pemisahan kepemilikan dan kontrol manajemen atas suatu perusahaan modern. Masalah ini dikarenakan kepentingan pemilik (principal) dan manajemen (agent) tidak selalu sejalan. Seorang agent (orang yang menerima tugas atau wewenang) tidak selalu bertindak sesuai dengan keinginan principal (orang yang memberikan tugas dan wewenang), dikenal dengan nama masalah agensi. Konflik keagenean juga dapat disebabkan perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer. Investor memilih resiko tinggi untuk mendapatkan return tinggi sedangkan manajer memilih resiko rendah untuk mempertahankan kedudukannya (Cruthley dan Hansen, 1989; Hj. Zulhawati, 2004)

Struktur kepemilikan adalah distribusi saham-saham perusahaan diantara kelas-kelas para investor. Struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan equity, tetapi juga ditentukan oleh kepemilikan atas manajer maupun kepemilikan atas institusional (Jensen dan Mackling, 1976). Semakin banyak jumlah kepemilikan oleh institusional atau sebagai pemonitor maka kemungkinan terjadinya konflik semakin rendah, yang berarti dapat membantu menurunkan agency cost sedangkan cara untuk mereduksi biaya keagenan adalah dengan pembayaran deviden kepada para pemegang saham (Jensen, Solberg, Zorn, 1992).

Wicaksono (2000), dalam Euis Soliha & Taswan (2002), menjelaskan bahwa struktur kepemilikan tercermin baik melalui instrumen saham maupun instrumen utang sehingga melalui struktur tersebut dapat ditelaah kemungkinan bentuk masalah keagenan yang akan terjadi. Ada beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam struktur kepemilikan, antara lain:

1. Kepemilikan sebagian kecil saham perusahaan oleh manajemen mempengaruhi kecenderungan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham dibanding sekedar mencapai tujuan perusahaan semata.
2. Kepemilikan yang terkonsentrasi memberi insentif kepada pemegang saham mayoritas untuk berpartisipasi secara aktif dalam perusahaan.
3. Identitas pemilik menentukan prioritas tujuan sosial perusahaan dan maksimalisasi nilai pemegang saham, misalnya perusahaan milik pemerintah cenderung untuk mengikuti tujuan politik dibanding tujuan perusahaan.

Struktur kepemilikan yang tersebar mengakibatkan pemantauan yang lemah terhadap keputusan para manajer, sehingga pemegang saham sulit untuk mengkoordinasikan tindakan secara efektif. Masalah lain adalah timbul ketidakseimbangan antara upaya yang dibutuhkan dan manfaat tugas pemantauan tersebut. Menurut Berle dan Means (1932), dalam Buddi Wibowo (2006), apabila struktur kepemilikan perusahaan semakin tersebar (*diffuse ownership*), para pemegang saham akan semakin kehilangan power untuk melakukan kontrol terhadap manajer. Karena kepentingan pemilik (*principal*) dan manajer (*agent*) tidak selalu sejalan, sumber daya perusahaan dapat digunakan secara tidak efisien oleh manajer.

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa semakin besar kepemilikan oleh manajemen (*managerial ownership*), maka semakin berkurang kecenderungan manajemen untuk tidak mengoptimalkan penggunaan sumber daya yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Ada hubungan positif antara kepemilikan oleh manajemen dengan nilai perusahaan. Namun Shleifer dan Vishny (1989), dalam Buddi Wibowo (2006) mengemukakan bahwa semakin besar kepemilikan saham oleh manajemen maka semakin kecil kemampuan pemegang saham lain untuk menjalankan mekanisme kontrol.

Dalam menentukan nilai perusahaan faktor pertumbuhan, risiko, dan ukuran perusahaan sangat berpengaruh. Copeland dkk (1994) mengatakan bahwa pemegang saham perlu mempertimbangkan seluruh informasi yang berkaitan dengan klaim stakeholder yang lain untuk dapat mengambil keputusan yang mengarah ke pemaksimalan nilai mereka. Memaksimumkan nilai pemegang

saham adalah tugas para manajer, yang memang diberi mandat untuk mengembangkan dana yang diinvestasikan pemegang saham. Kinerja tim manajemen akan diukur dengan seberapa besar mereka mampu menciptakan nilai tambah.

Steiner (1996) dalam Eddy Suranta dan Mas`ud Machfoedz (2003), memberikan bukti bahwa kepemilikan institusional dan Tobin`s Q memiliki hubungan yang signifikan. Steiner (1996) menggambarkan mekanisme monitoring oleh investor institusional ini melalui mekanisme take over. Penelitian lainnya juga telah memberikan bukti yang kuat dimana selain memiliki peran dalam mengontrol manajer, kepemilikan institusional juga merupakan substitusi bagi kepemilikan manajerial (Bamhart dan Rosenstein, 1998; Wahidawati, 2001)

Untuk memaksimalkan nilai perusahaan dalam jangka panjang (tidak hanya nilai ekuitas, tetapi juga semua klaim keuangan seperti hutang, waran dan saham preferen) manajer harus membuat keputusan yang memperhitungkan kepentingan semua pemegang saham, sehingga manajer akan dinilai kinerjanya berdasarkan kemampuannya mencapai tujuan atau mampu mengimplementasikan strategi untuk mencapai tujuan ini. Wernerfield et al., (1988) menyimpulkan bahwa Tobin`s Q dapat digunakan sebagai alat ukur dalam menentukan kinerja perusahaan. Dengan memasukkan pengaruh industri Warnerfield et al., (1988) menambahkan nilai perusahaan sangat tergantung pada efisiensi antar perusahaan seperti R&D dan biaya iklan.

Penelitian ini menggunakan Ordinary Least Square, dan penelitian ini bermaksud untuk melihat pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan di Indonesia. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu kepemilikan manajerial dimana menunjukkan prosentase saham yang dimiliki manajemen, kepemilikan institusional dimana menunjukkan prosentase saham yang dimiliki oleh institusi atau lembaga, Tobins Q (Rasio Q) yang menunjukkan prosentase nilai perusahaan. Ketiga variabel tersebut sebagai variabel utama dalam penelitian ini. Variabel kontrol dalam penelitian ini yaitu pertumbuhan yang menunjukkan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan, risiko yang menunjukkan standar deviasi pendapatan, ukuran perusahaan menunjukkan kapitalisasi saham perusahaan.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya antara lain terlihat bahwa kebanyakan peneliti memasukkan kepemilikan institusional sebagai variabel penjelas atau variabel kontrol. Tetapi di dalam penelitian ini penulis mencoba memasukkan variabel kepemilikan institusional sebagai variabel utama penelitian. Selain itu hal yang membedakan dengan penelitian sebelumnya khususnya di Indonesia yaitu sampel yang digunakan dalam penelitian diambil dari semua perusahaan yang terdaftar di BEJ tanpa membedakan jenis atau sektor perusahaan sehingga penelitian ini diharapkan memberikan hasil yang lebih mencerminkan karakteristik perusahaan yang telah terdaftar di BEJ.

Melalui pengembangan studi dengan mengacu pada banyak penelitian yang telah ada sebelumnya maka peneliti mengambil judul “PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DI

INDONESIA". Penelitian ini diharapkan bisa memberikan kontribusi dalam perkembangan ilmu manajemen keuangan terutama dalam teori agensi.

## **1.2 Rumusan Masalah**

Permasalahan yang akan diangkat dalam penelitian ini adalah apakah terdapat pengaruh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) dengan nilai perusahaan di Indonesia?

## **1.3 Tujuan Penelitian**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan di Indonesia.

## **1.4 Manfaat Penelitian**

1. Memberikan tambahan informasi bagi pihak manajemen perusahaan, investor, kreditur, dan praktisi bisnis yang berhubungan dengan teori agensi, khususnya tentang struktur kepemilikan dan nilai perusahaan.
2. Bagi akademisi penelitian ini dapat dijadikan salah satu sumber referensi atau sebagai sarana pembandingan dengan penelitian yang akan dilakukan.

## **1.5 Sistematika Penulisan**

Secara garis besar penelitian ini terdiri dari lima bab dan disusun dengan sistematika sebagai berikut :

**BAB I PENDAHULUAN**

Menguraikan tentang latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

**BAB II KAJIAN PUSTAKA**

Berisi tentang penelitian-penelitian terdahulu, teori yang terkait, serta pengajuan hipotesis 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, model empiris serta teknis analisis dan pengujian hipotesis.

**BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

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

**BAB V KESIMPULAN DAN SARAN**

Berisi mengenai ringkasan dari hasil penelitian untuk membuktikan kebenaran hipotesis yang telah diajukan. Selain itu berisi tentang keterbatasan penelitian dan saran untuk peneliti yang akan datang.

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1 Penelitian Terdahulu

Eddy Suranta dan Mas'ud Machfoedz (2003) dalam penelitiannya yang berjudul *Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Komisaris* menyatakan bahwa kepemilikan manajerial menunjukkan arah yang terbalik dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Perusahaan-perusahaan yang dipilih dimulai tahun 1994 sampai dengan tahun 2000 dengan menggunakan metode purposive random sampling. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial justru akan semakin menurunkan nilai perusahaan. Hasil persamaan model empiris dengan menggunakan persamaan simultan 2 SLS menunjukkan nilai perusahaan tinggi hanya pada saat kepemilikan manajerial sedikit, sedangkan peningkatan kepemilikan manajerial justru menurunkan nilai perusahaan meskipun tidak signifikan (tidak sesuai dengan teori).

Fitri Ismiyanti dan Mamduh M. Hanafi (2003) dalam penelitian yang berjudul *Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan*, menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan prosentase kepemilikan institusional dapat menurunkan prosentase kepemilikan

manajerial. Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajemen diawasi secara optimal sehingga manajer menghindari perilaku yang merugikan prinsipal.

Faisal (2005) melakukan penelitian yang berjudul *Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance*. Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh struktur kepemilikan dengan biaya keagenan yang diukur dengan asset utilization dan operating expense. Kontribusi penelitian ini adalah menambahkan variabel deviden dan resiko sebagai variabel-variabel kontrol. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Sampel diambil dengan menggunakan metode purposive sampling dengan kriteria perusahaan yang terdaftar di BEJ dan mempublikasikan laporan keuangan tahunan secara konsisten dari tahun 1999 sampai 2001. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa hubungan kepemilikan manajerial dengan asset turnover adalah positif dan dengan operating expense adalah negatif tidak didukung. Tanda yang berlawanan menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial belum dapat berfungsi sepenuhnya sebagai mekanisme untuk meningkatkan efisiensi pemanfaatan aktiva perusahaan dan belum dapat menekan diskresi manajerial. Selain itu penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional belum efektif sebagai alat untuk memonitor manajemen dalam meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan asset turnover dan pengurangan beban operasi. Hasil lainnya adalah penelitian ini mendukung teori bahwa ukuran dewan direksi dapat dijadikan sebagai variabel yang mempengaruhi biaya keagenan.

Hj. Zulhawati (2004) melakukan penelitian yang berjudul *Analisis Dampak Kepemilikan Saham Oleh Insider pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan*. Penelitian dari Hj. Zulhawati ini menguji kembali hubungan antara kepemilikan saham oleh insider (manajer dan direktur) terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEJ, studi ini penting karena adanya perbedaan hasil penelitian tentang hubungan kepemilikan saham oleh insider dengan debt rasio dan adanya perbedaan karakteristik antara perusahaan-perusahaan di Indonesia dan Amerika. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data keuangan yang sudah tersedia di Indonesia Capital Market Directory selama tiga tahun yaitu 1998, 1999, 2000, dan penelitian ini memfokuskan pada perusahaan manufaktur. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa ada tiga variabel yang secara signifikan berpengaruh terhadap kebijakan hutang dalam mengontrol konflik keagenan, yaitu insider ownership, efisiensi, dan size. Kemudian penelitian ini juga menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan saham oleh insider, penggunaan hutang akan semakin kecil, sehingga dapat digunakan untuk menurunkan konflik keagenan. Selain itu juga menunjukkan bahwa semakin besar rasio efisiensi, maka kepercayaan pemberi pinjaman akan naik. Dan semakin besar perusahaan semakin besar dalam menggunakan hutang.

Tri Gunasih (2004) melakukan penelitian yang berjudul *Masalah Keagenan dan Strategi Diversifikasi*. Penelitian ini membahas mengenai corporate governance, khususnya struktur kepemilikan sebagai salah satu mekanisme corporate governance, dan strategi diversifikasi. Adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian mengakibatkan munculnya masalah

keagenan. Corporate governance diperlukan untuk menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer, supaya manajer bertindak sebagaimana pemilik. Struktur kepemilikan adalah salah satu mekanisme corporate governance yang dapat dipergunakan untuk menyamakan kepentingan antara manajer dengan pemilik. Hasil dari penelitian ini adalah struktur kepemilikan mempengaruhi strategi diversifikasi.

✓ Eddy Suranta dan Pranata Puspa Midiastuty (2003) melakukan penelitian *Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan*. Penelitian ini mencoba melakukan penelitian kembali hubungan antara struktur kepemilikan, investasi dan nilai perusahaan seperti yang dilakukan oleh penelitian-penelitian sebelumnya. Dalam penelitian ini penentuan sampel dilakukan dengan cara purposive random sampling, dengan kriteria yang digunakan adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan melaporkan laporan keuangannya secara lengkap. Hasil dari penelitian ini antara lain dengan menggunakan OLS hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan adalah negatif dan linier, dan dengan menggunakan sistem persamaan simultan 2SLS hasilnya sama. Semakin tinggi kepemilikan manajerial akan semakin menurunkan nilai perusahaan. Hasil lain, hubungan antara kepemilikan manajerial dan investasi tidak dapat ditentukan hubungannya akan tetapi kepemilikan manajerial ini mempengaruhi investasi perusahaan. Selain itu juga diambil hasil bahwa kepemilikan manajerial merupakan variabel eksogenus terhadap nilai dan investasi perusahaan. Hasil yang lain adalah kepemilikan saham oleh dewan

direksi dan komisaris merupakan variabel eksogenus terhadap nilai dan investasi perusahaan. Dan kepemilikan manajerial akan merespon nilai perusahaan tergantung pada variabel kontrol yang digunakan dalam suatu model persamaan empiris.

Sementara itu Meythi (2005) menulis penelitian mengenai *Konflik Keagenan: Tinjauan Teoritis dan Cara Mengurangnya*. Penelitian ini bertujuan untuk meningkatkan pengetahuan mengenai mekanisme pengontrolan masalah keagenan melalui kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan utang, kebijakan deviden, risiko, kebijakan insentif, aliansi, dan memahami perannya. Hasil dari penelitian ini mengatakan bahwa penyebab konflik keagenan antara lain penggunaan arus kas bebas (free cash flow) pada aktivitas yang tidak menguntungkan, peningkatan kekuasaan manajer dalam melakukan over investment dan consumption of excessive perquisites, perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer, manajer memiliki kurang dari 100% saham perusahaan, penunjukan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan serta insider ownership yang kecil. Cara untuk menanggulangi konflik keagenan adalah melalui kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang, kebijakan dividen. Risiko, kebijakan insentif, aliansi, dan memahami perannya.

Masyhuri Hamidi (2003) melakukan penelitian yang berjudul *Internal Cash Flows, Insider Ownership, Investment Opportunity, dan Capital Expenditures: Suatu Pengujian Terhadap Hipotesis Pecking Order dan Managerial*. Penelitian ini mengatakan bahwa satu permasalahan yang belum

diselesaikan dalam bidang ini adalah peran dari arus kas internal (internal cash flow). Meskipun studi-studi penelitian sebelumnya telah menyatakan bahwa internal cash flow merupakan penentu penting dari capital expenditures, namun masih terdapat perbedaan-perbedaan pendapat sehubungan dengan hal tersebut. Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris apakah internal cash flow, insider ownership, dan investment opportunity berpengaruh signifikan terhadap capital expenditure. Dan juga ingin mengetahui apakah hipotesis packing order atau hipotesis managerial yang berlaku pada Bursa Efek Jakarta. Sampel yang digunakan adalah data perusahaan selama 4 tahun yaitu dari tahun 1993 sampai dengan 1996. Sedangkan perusahaan yang dipilih adalah perusahaan yang melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan dalam Indonesian Capital Market Directory. Hasil yang didapat dari penelitian ini adalah bahwa ketergantungan pada internal cash flow untuk membiayai capital expenditure bukan disebabkan oleh adanya konflik kepentingan (conflict of interest) antara manajer dengan para pemegang saham saat ini, namun lebih merupakan konsekuensi dari adanya asimetri informasi antara manajer dengan para pemegang saham baru yang potensial. Selain itu hasil penelitian ini mendukung secara parsial adanya packing order theory dan tidak mendukung hipotesis managerial. Implikasi hasil penelitian ini, pada packing order hipotesis yang terjadi adalah asimetri informasi antara pihak manajemen dengan pemegang saham, bukan karena konflik kepentingan antara kedua belah pihak tersebut. Maka pemegang saham tidak perlu memberikan insider ownership pada pihak

manajemen dalam rangka mengurangi agency conflict pada saat pengambilan keputusan capital expenditure.

Agus Sartono (2001) melakukan penelitian dengan mengambil judul *Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)*. Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan dan faktor-faktor yang mempengaruhi kepemilikan orang dalam, utang dan, kebijakan dividen, sedangkan penelitian ini sendiri merupakan replikasi penelitian yang sama dan pernah dilakukan di negara lain. Variabel dari penelitian ini meliputi kepemilikan orang dalam, utang, dividen, kepemilikan institusional, risiko bisnis, profitabilitas, aset tetap, pertumbuhan, dan ukuran perusahaan (firm size). Sampel dari penelitian ini diambil dengan menggunakan metode purposive sampling yaitu mengambil anggota populasi dari saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Adapun saham yang diambil adalah saham perusahaan bergerak diluar sektor keuangan dan mencatatkan sahamnya pada BEJ selama periode (1995-1998). Hasil dari penelitian ini dapat diambil bahwa variabel kepemilikan orang dalam, utang debt dan kebijakan dividen hasil yang signifikan pada ketiga model penelitian. Sehingga dapat dikatakan bahwa kepemilikan orang dalam, utang, dan kebijakan dividen secara serempak memiliki hubungan yang signifikan dan saling berpengaruh. Bukti empiris yang lain menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam secara individu tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap utang. Hasil lain menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam dan utang secara individual memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen.

Dian Ardiati Andamari (2004) melakukan penelitian yang berjudul *Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict: Analisis Persamaan Simultan Non Linier Dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Resiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Deviden*. Dalam penelitian tersebut lebih ditekankan pada hubungan antar variabel yang mempengaruhi kepemilikan manajerial, seperti: kebijakan deviden, resiko dan kebijakan utang serta variabel independen lain dengan menggunakan alat analisis yang berbeda. Populasi yang menjadi subyek penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ dari tahun 2001-2003. Dengan data tersebut diperoleh hasil bahwa resiko bukan determinan non linier dari kepemilikan manajerial, melainkan determinan karena antara resiko dengan kepemilikan manajerial terjadi hubungan positif. Antara utang dan deviden dengan kepemilikan manajerial terjadi hubungan positif, yang artinya manajer akan meningkatkan jumlah kepemilikannya untuk menambah persen sahamnya agar manajer tersebut mempunyai hak suara.

Sementara itu penelitian lain yang berjudul *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Faktor Internal Perusahaan dan Faktor Eksternal Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan yang Terdaftar di BEJ* disusun oleh Hidayat (2004), melakukan penelitian dengan menggunakan populasi dari perusahaan-perusahaan yang menerbitkan sahamnya yang terdaftar di BEJ selain perusahaan keuangan atau perbankan dan asuransi dari tahun 1999-2002. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa tidak semua variabel struktur kepemilikan mempunyai pengaruh signifikan terhadap debt ratio. Pengujian terhadap faktor

internal perusahaan menunjukkan bahwa dari 5 variabel, hanya 2 yang tidak berpengaruh signifikan terhadap debt ratio yaitu asset structure dan profitability.

Dewi Rahmawati (2005) melakukan penelitian yang berjudul *Analisis Faktor Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Pembayaran Deviden di Indonesia*. Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji apakah terdaftar pengaruh struktur kepemilikan dalam perusahaan-perusahaan dalam melakukan kebijakan pembayaran deviden. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ dan selama periode pengamatan tahun 2001-2002, dengan menggunakan metode purposive sampling. Hasil dari penelitian ini adalah dari keseluruhan metode yang digunakan maka dapat disimpulkan bahwa struktur kepemilikan yang berada di dalam variabel berhubungan terhadap kebijakan pembayaran deviden.

Eni Eva Zulfiana (2004) melakukan penelitian dengan judul *Analisis Pengaruh Faktor-Faktor Keagenan dan Faktor-Faktor Biaya Transaksi Terhadap Pembayaran Deviden*. Penelitian ini untuk menguji apakah pengaruh signifikan yang terjadi pada penelitian Moh'd Perry & Rimbey (1995) juga terjadi pada perusahaan di Indonesia. Dengan menggunakan perusahaan yang bergerak dalam bidang manufaktur dan jasa dengan periode 1993-1995, hasil penelitian ini adalah faktor-faktor biaya keagenan (insider, institusional, dan dispersion shareholder) dan biaya transaksi (tingkat pertumbuhan & koefisien beta) secara serempak tidak mempengaruhi besar kecilnya rasio pembayaran deviden. Dari hasil pengujian dapat disimpulkan, hanya satu variabel yang mempunyai hubungan yang signifikan dan sesuai dengan yang telah

dihipotesiskan, yaitu pertumbuhan perusahaan yang merupakan faktor-faktor yang mempengaruhi biaya transaksi.

## **2.2 Landasan Teori**

### **2.2.1 Teori Agensi**

Teori agensi merupakan konsep yang menjelaskan hubungan kontraktual antara principal dan agen. Pihak principal adalah pihak yang memberikan mandat kepada pihak lain yaitu agen, untuk melakukan semua kegiatan atas nama principal dalam kepastiannya sebagai pengambil keputusan. Teori keagenan dalam perkembangannya terbagi menjadi dua aliran (Eisenhardt, 1989; Tri Susilowati, 2004), yaitu :

1. Positivst theory, teori ini memfokuskan pada identifikasi situasi ketika pemegang saham dan manajer sebagai agen mengalami konflik dan mekanisme pemerintah yang membatasi self serving dalam diri agen.
2. Principal agent research, memfokuskan pada kontrak optimal antara perilaku dan hasilnya, yang secara garis besar penekanan pada hubungan pemegang saham dan agen. Teori ini merupakan perluasan dari teori keagenan karena sudah merambah konflik antara rekan kerja, bawahan dan atasan sebagai manajemen puncak.

Teori keagenan menitikberatkan pada pentingnya pemilik perusahaan dalam mengamankan pengelolaan kepada para manajer profesional. Telah terjadi pelimpahan wewenang atas pengambilan keputusan dari pemegang saham kepada para manajer. Pelimpahan wewenang dari pemegang saham kepada

manajer dalam mengambil keputusan ini kadang-kadang menimbulkan konflik yang disebut dengan konflik agensi. Konflik ini terjadi karena manajer berusaha untuk mengejar kepentingan pribadinya dan bukan untuk memaksimalkan nilai dari keputusan pendanaan. Di banyak negara lain konflik agensi terjadi bukan antara manajer dan pemegang saham tetapi antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (Zaenal Arifin, 2005). Pemegang saham mayoritas yang biasanya juga menjadi manajer di perusahaan tersebut atau paling tidak menunjuk manajer pilihannya dapat mengambil keputusan yang hanya menguntungkan pemegang saham mayoritas. Konflik yang juga dapat muncul adalah antara pemegang saham/manajer dengan pemberi pinjaman. Pemberi pinjaman selalu berharap agar bisnis perusahaan berjalan aman sehingga uang yang dipinjamkan dapat kembali. Namun pemegang saham dapat saja memilih mencari bisnis yang tinggi risikonya dengan harapan mendapat return yang lebih tinggi.

Ada dua alasan yang mendasari penyebab konflik ini menurut Fama (1980), dalam Dian Ardiati (2005), adalah :

- 1) Bagian substantif dari kekayaan mereka di dalam spesifik human capital perusahaan yang membuat mereka non diversifiabel.
- 2) Manajer akan terancam reputasinya, demikian juga kemampuan menghasilkan earning perusahaan jika perusahaan menghadapi kebangkrutan.

Untuk mengurangi konflik keagenan Jensen dan Meckling (1976), mengatakan bahwa dengan adanya kepemilikan saham yang sekaligus juga sebagai pengelola perusahaan (manajer) akan mendorong mereka untuk bertindak

hati-hati dalam mengambil keputusan perusahaan. Karena jika mereka tidak bertindak secara hati-hati, mereka sendiri yang akan menanggung resikonya jika terjadi take over. Kepemilikan saham oleh manajerpun akan memotivasi mereka untuk menciptakan kinerja perusahaan secara optimal.

Permasalahan keagenan yang terjadi antara pemegang saham dengan manajer menimbulkan biaya keagenan ekuitas. Menurut Jensen dan Meckling (1976; Tri Gunarsih, 2004), terdapat tiga macam biaya keagenan, yaitu biaya monitoring oleh prinsipal, biaya bonding oleh agen, dan residual loss. 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 loss 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. Sedangkan Fama dan Jensen (1983; Tri Susilowati, 2004) mengungkapkan bahwa biaya keagenan dapat diturunkan dengan mekanisme pengawasan dalam perusahaan dengan mengaktifkan pengawasan melalui pengawasan institusional. Investor-investor institusional dapat memaksa mereka untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan yang bersifat oportunistik dan sekaligus memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang secara optimal. Mekanisme pengawasan dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli yang tidak didanai oleh perusahaan sehingga tidak berada di bawah

pengawasan insider, sehingga munculnya mekanisme pengawasan tersebut mampu meningkatkan tanggung jawab insider.

### 2.2.2 Kepemilikan Manajerial

Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan menyejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Menurut Jensen (1993; Faisal, 2005), hipotesis pemusatan kepentingan (convergence of interest hypothesis) 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. Besar kecil jumlah kepemilikan saham manajerial dalam perusahaan dapat mengindikasikan ada 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.

Magginson (1997; Tarjo, 2005) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dalam hubungannya dengan kebijakan utang dan dividen mempunyai peranan penting dalam mengendalikan keuangan perusahaan, agar sesuai dengan keinginan para pemegang saham. Leverage yang rendah diharapkan mengurangi resiko kebangkrutan dan financial distress. Agrawal dan Jayaraman (1994; Tarjo,

2005) mengungkapkan hasil penelitiannya sesuai dengan hipotesis bahwa dividen dan kepemilikan manajerial adalah sebagai substitusi yang mekanis untuk menurunkan agency costs free cash flow pada semua ekuitas perusahaan.

Gosman dan Hart (1982; Hj. Zulhawati, 2004) menyatakan bahwa tingkat kepemilikan insider (manajer dan direktur) dan hutang yang terlalu tinggi juga berdampak buruk terhadap perusahaan. tingkat kepemilikan insider yang tinggi dapat menimbulkan masalah pertahanan, yaitu mereka memiliki posisi yang kuat untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan dan pihak stockholder eksternal akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan insider. Hal ini disebabkan karena insider mempunyai hak voting yang tinggi atas kepemilikannya yang tinggi. Dalam penelitiannya Hj. Zulhawati juga mengatakan bahwa dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh insider (manajer dan direktur) akan menyebabkan manajer lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku yang bersifat oportunitik karena manajer juga ikut menanggung konsekuensinya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah.

Menurut Crutchley dan Hansen (1989; Meythi, 2005) kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan mal-diversification, yaitu manajer melakukan investasi secara berlebihan pada satu perusahaan tanpa melakukan diversifikasi pada kesempatan investasi lain. Dengan mal-diversification, kekayaan pribadi manajer berkurang dan menanggung resiko tinggi. Untuk mengimbangi tingkat resiko manajer menuntut kompensasi tinggi sehingga

meningkatkan biaya yang dikeluarkan perusahaan dalam mengontrol masalah keagenan.

Masyhuri 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. Kepemilikan manajerial 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.

### **2.2.3 Kepemilikan Institusional**

Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai proporsi kepemilikan saham pada akhir tahun yang dimiliki oleh lembaga, seperti asuransi, bank atau institusi lain (Meythi, 2005). Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajer diawasi secara optimal dan terhindar dari perilaku opportunistik. Adanya kepemilikan institusional atau institusional ownership akan berperan sebagai agen pengawas karena keputusan pendanaan yang dibuat manajer perusahaan akan selalu dievaluasi untuk menjamin terakomodasinya kepentingan institusi tersebut. Pada akhirnya keinginan akan pendanaan utang dapat ditekan sehingga menurunkan biaya keagenan (Agus Sartono, 2001). Selain itu dari sudut pandang teori keagenan adanya kepemilikan institusional akan mengefektifkan

fungsi monitoring dan bertindak sebagai salah satu alat untuk mengendalikan biaya keagenan (Agrawal & Knoeber, 1996; Agus Sartono, 2001).

Bathala, et al. (1994; Masyhuri Hamidi, 2003), menyatakan peningkatan kepemilikan institusional dapat menghilangkan hutang dan insider ownership untuk mengurangi agency conflict, artinya hutang dan insider ownership berhubungan secara terbalik dengan kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional yang meningkat akan mengurangi agency cost atas debt dan managerial ownership karena semakin besar kepemilikan institusional maka konflik antara kreditur dengan manajer akan semakin berkurang akhirnya menekan biaya keagenan.

Menurut pendapat Coffee (1991; Meythi, 2005) mekanisme pengawasan oleh investor institusional merupakan salah satu pilihan kebijakan yang sangat penting, untuk meningkatkan akuntabilitas manajerial. Kecenderungan akan adanya peningkatan aktivitas pengawasan institusional, telah memaksa para manajer untuk bertindak lebih hati-hati. Peningkatan aktifitas investor institusional dalam melakukan pengawasan terjadi karena adanya suatu kenyataan bahwa kepemilikan saham oleh institusional yang signifikan telah meningkatkan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif.

#### **2.2.4 Nilai Perusahaan**

Menurut Erich A Helfert (1995), dilihat dari sudut pandang perusahaan, nilai merupakan suatu hal yang penting dan menjadi dasar dalam proses perencanaan, pengendalian dan proses transaksional seperti merger, akuisisi, dan

emisi saham. Nilai perusahaan dapat menunjukkan strategi dan struktur keuangan perusahaan, menentukan phase out terhadap unit-unit bisnis yang tidak produktif, menetapkan reward dan menentukan harga saham perusahaan secara wajar.

Dalam penelitian ini peneliti menggunakan variabel Tobin's Q sebagai pengukuran nilai perusahaan. Tobin's Q merupakan ukuran kinerja dalam penelitian-penelitian mengenai hubungan antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan. Tobin's Q juga sering digunakan sebagai proxy dalam menilai kualitas perusahaan atau corporate opportunity. Model ini pertama kali diperkenalkan oleh James Tobin, ia mengemukakan bahwa kombinasi dari market value seluruh perusahaan yang terdapat di bursa saham seharusnya hampir sama dengan replacement cost dari aset-aset perusahaan.. Tobin's Q merupakan proksi dari rasio dari equity value (EMV) dan total debt (D) dengan equity book value (EBV) dan total debt (D) atau dapat dirumuskan:  $(EMV + D)/(EBV+D)$ . equity market value diperoleh dari hasil perkalian harga saham penutupan pada akhir tahun dengan jumlah saham yang beredar pada akhir tahun.

McConnell dan Servaes (1990) menguji hubungan antara Tobin's Q dan kepemilikan oleh manajemen (insider) dan kepemilikan saham yang besar oleh institusi (blockholders) dari dua sampel cross-section yang berbeda, satu untuk tahun 1976 dan yang lain untuk tahun 1986, dengan menggunakan data lebih dari 1000 perusahaan. Mereka menggunakan metode Ordinary Least Square (OLS) dan menemukan hubungan yang signifikan positif antara Tobin's Q dengan kepemilikan oleh manajemen dan hubungan yang positif tetapi tidak signifikan antara Tobin's Q dengan kepemilikan oleh institusi. Hubungan antara Tobin's Q

dan kepemilikan oleh manajemen memiliki slope yang tetap meningkat sampai dengan level kepemilikan oleh manajemen ( $\alpha$ ) antara 40-50% dan kemudian slope menurun perlahan.

Cho (1998) dalam Buddi Wibowo (2006), menggunakan data cross section 230 perusahaan dari perusahaan-perusahaan yang terdapat pada Fortune 500 dan informasi kepemilikan yang merupakan replikasi dari penelitian oleh Morck et al (1988). Dengan menggunakan metode estimasi piecewise linear regression, ia menemukan hasil yang hampir serupa dengan Morck et al (1988) mengenai hubungan Tobin's Q dengan kepemilikan oleh manajemen. Tobin's Q meningkat sampai dengan tingkat  $a = 7\%$  kemudian menurun pada tingkat  $a = 7\%$  sampai dengan 36%, dan kemudian meningkat lagi pada tingkat  $a$  di atas 36%. Cho (1988) kemudian mengestimasi system of three equation dalam bentuk persamaan model simultannya, dimana kepemilikan oleh manajemen (insider ownership) dependen terhadap Tobin's Q, investasi, dan satu aset variabel kontrol (market value of common equity, volatility of earning, liquidity, dan industri dummy), Tobin's Q dependen terhadap kepemilikan oleh manajemen, investasi, dan satu set variabel kontrol (financial leverage, asset size, dan industry dummy), dan investasi dependen terhadap kepemilikan oleh manajemen, Tobin's Q, dan satu set variabel kontrol (volatility of earnings, liquidity, dan industry dummy). Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa Tobin's Q mempengaruhi kepemilikan (ownership) tetapi tidak sebaliknya.

## 2.3 Pengajuan Hipotesis

### 2.3.1 Kepemilikan Manajerial dengan Nilai Perusahaan

McConnell dan Servaes (1980), dalam Buddi Wibowo (2006), menggunakan metode regresi ordinary least square (OLS) dan menemukan hubungan yang signifikan positif antara Tobin's Q dengan kepemilikan oleh manajemen. Hubungan antara Tobin's Q dan kepemilikan oleh manajemen memiliki slope yang tetap meningkat sampai dengan level kepemilikan oleh manajemen ( $\alpha$ ) antara 40-50% dan kemudian slope menurun perlahan. Short dan Keasey (1999; Faisal, 2005) menyatakan bahwa terdapat hubungan non linier antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan pada perusahaan di Inggris.

Holderness, Kroszner, dan Sheehan (1999), dalam Buddi Wibowo, melakukan penelitian dengan menggunakan Tobin's Q sebagai ukuran kinerja dan kepemilikan oleh manajemen didefinisikan sebagai total kepemilikan oleh anggota direksi dan officers. Mereka menemukan hubungan yang positif signifikan pada kepemilikan oleh manajemen ( $\alpha$ ) antara 0% sampai 5% dengan kinerja, tetapi mereka tidak menemukan hubungan yang signifikan pada kepemilikan di atas 5%. Mereka juga memasukkan kepemilikan oleh manajemen sebagai variabel endogen, dan menemukan hubungan yang negatif antara kepemilikan oleh manajemen dengan besar perusahaan (firm size), volatilitas kinerja (performance volatility), regulasi dan leverage.

Severin (2001) dalam Buddi Wibowo melakukan pengujian hubungan struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan pada perusahaan Perancis.

Pengujian ini mengambil data 199 perusahaan yang terdaftar di Paris Boure pada tahun 1996. Hasil pengujian ini menemukan bahwa hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja bersifat non-linear. Selain itu variabel eksternal (leverage dan security turnover rate) menjelaskan sebagian dari kinerja. Hasil kesimpulan lainnya adalah walaupun variabel-variabel organisasi tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap kinerja perusahaan, namun besar kecilnya perusahaan dapat menjelaskan perbedaan-perbedaan antar kinerja perusahaan. Dari sini peneliti menduga adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.

Himmelberg et al., (1999; Eddy Suranta & Pratana Puspa Midiastuty, 2003) melakukan pengujian terhadap dampak kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan Tobin's Q menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan merupakan variabel endogenus yang disebabkan oleh variabel eksogenus seperti lingkungan di luar perusahaan. Barnhart dan Rosentein (1998; Eddy Suranta & Pratana Puspa Midiastuty, 2003) juga menyimpulkan hal yang sama bahwa baik model Tobin's Q, struktur dewan direksi dan kepemilikan manajerial merupakan variabel yang ditentukan secara bersama-sama (jointly determined). Penelitian ini menemukan adanya hubungan non linier antara kepemilikan manajerial dan Tobin's Q dan juga menemukan bukti yang kuat berupa hubungan curve linier antara kinerja perusahaan dan outside directors. Dengan demikian dapat diambil hipotesis:

**H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.**

### 2.3.2 Kepemilikan Institusional dengan Nilai Perusahaan

Steiner (1996), dalam Eddy Suranta dan Mas`ud Machfoedz (2003), memberikan bukti bahwa kepemilikan institusional dan Tobin`s Q memiliki hubungan yang signifikan. Steiner menggambarkan mekanisme monitoring oleh investor institusional ini melalui mekanisme takeover.

Penelitian lain menyatakan bahwa kepemilikan institusional dan jumlah atau ukuran dewan direksi dapat menjadi substitut dari kepemilikan manajerial dan berdampak pada harga saham perusahaan tersebut, dan terlibat secara langsung di dalam mengatur dan melakukan fungsi kontrol di dalam perusahaan (Brickley, 1998, Holdemess dan Sheenan, 1998, Hoskisson et al., 1994) dalam Eddy Suranta dan Mas`ud Machfoedz (2003).

McConnell dan Servaes (1990; Tri Gunarsih, 2004) meneliti peranan kepemilikan institusi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan terdapatnya hubungan positif dan signifikan antara kepemilikan lembaga dengan nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin`s Q. Data yang dipergunakan berasal dari Compustat dan Value Line Investment untuk data struktur kepemilikan. Hubungan ini tetap robust pada pengujian berikutnya dengan penyesuaian rata-rata industri.

Cai et al., (2001; Faisal, 2005) 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 aktiva perusahaan. dengan

demikian proporsi kepemilikan institusional bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan manajemen. Dari beberapa penelitian di atas dapat diambil hipotesis:

**H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.**



### **BAB III**

#### **METODOLOGI PENELITIAN**

##### **3.1 Populasi dan Sampel**

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan periode pengamatan 2001-2004. Penelitian ini menggunakan metode purposive sampling. Kriteria yang digunakan sebagai berikut :

1. Perusahaan harus terdaftar di Bursa Efek Jakarta sejak tahun 2001 atau sebelumnya.
2. Perusahaan mengeluarkan laporan keuangan secara lengkap dari tahun 2001-2004.
3. Perusahaan harus mempunyai kepemilikan insider kepemilikan institusional yang tercatat di daftar pemegang saham.

Semua data tersebut tersedia di Indonesian Capital Market Directory (ICMD) untuk tahun 2002-2005.

##### **3.2 Jenis dan Sumber Data**

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang meliputi laporan keuangan yang telah dipublikasikan yang diambil dari Capital Market Directory meliputi data struktur kepemilikan saham insider, institusional ownership, dan laporan keuangan risk, growth, size.

### 3.3 Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini menggunakan tiga variabel endogen yaitu: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan Tobin's Q.

#### 1. IOWN

Kepemilikan orang dalam; rasio antara jumlah saham yang dimiliki oleh manajer/manajemen dengan jumlah saham yang beredar. Kepemilikan orang dalam atau managerial ownership merupakan ukuran persentase saham yang dimiliki oleh direksi, manajemen, komisaris ataupun setiap pihak yang terlibat secara langsung dalam pembuatan keputusan perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen (Itturiaga dan Sanz, 1998; Tarjo, 2005). Kepemilikan manajemen adalah pemegang saham yang dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris).

$$\text{IOWN} = \frac{\text{jumlah saham manajerial}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

#### 2. INST

Merupakan proporsi saham yang dimiliki institusional (lembaga) akhir tahun yang diukur persentase, yang menggambarkan tingkat kepemilikan saham oleh institusional dalam perusahaan. Dengan tingkat yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer. Kepemilikan institusional juga didefinisikan sebagai persentase saham

perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional seperti LSM, pemerintah (BUMN) maupun perusahaan swasta (Bathala, Moon, dan Rao, 1994; McConnell dan Servaes, 1990; Agus Sartono, 2001).

$$\text{INST} = \frac{\Sigma \text{ saham milik institusi}}{\Sigma \text{ saham beredar}}$$

### 3. TOBIN

Tobin's Q didefinisikan sebagai nilai perusahaan yang diukur dengan nilai kapitalisasi pasar dari ekuitas ditambah nilai buku utang dibagi dengan nilai buku total aset. Nilai yang besar dari Tobin's Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kesempatan investasi (Skinner, 1993; Tarjo, 2005).

$$\text{TOBIN} = \frac{\text{nilai pasar ekuiti} + \text{nilai buku jumlah hutang}}{\text{Nilai buku total aset}}$$

Karakter ekonomi dari perusahaan yang digunakan sebagai variabel eksogen dalam penelitian ini yaitu: pertumbuhan, resiko, ukuran perusahaan

#### 1. GROWTH

Dirumuskan sebagai penjualan pada tahun ini dikurangi penjualan pada tahun sebelumnya kemudian dibagi penjualan pada tahun sebelumnya. Growth juga merupakan variabel kontrol pertumbuhan yang dihitung dari deviasi standar penjualan atau rata-rata penjualan selama periode pengamatan, perusahaan yang pertumbuhannya tinggi memiliki debt rasio rendah (Bathala et al., 1994; Hj. Zulhawati, 2004). Pertumbuhan

perusahaan; dihitung dari pertumbuhan penjualan selama empat tahun (2001-2004)

$$GROWTH = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

$S_t$  = Penjualan tahun t

$S_{t-1}$  = Penjualan t-1

## 2. RISK

Resiko bisnis (volatiliti dari pendapatan), diukur dari deviasi standar perbedaan pertama pendapatan operasi selama empat tahun. Dalam penelitian Saunders, Stock dan Travlas (1990) dikutip dari penelitian Dian Ardiati (2004) menemukan bukti empiris yang konsisten mengenai bagaimana kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi pengambilan resiko adalah karena fokus keengganan resiko dari para manajer yang dapat diperkirakan keengganan resiko para manajer tersebut dapat menghasilkan upaya untuk mereduksi resiko perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan, yang diukur dengan logaritma dari aset total, maka semakin rendah resiko perusahaan.

Tri Susilowati (2004) dalam penelitiannya mengatakan resiko pasar yang terjadi sangat penting diperhatikan, karena berpengaruh langsung pada harga saham. Para pemegang saham yang tidak mendiversifikasikan portofolio sahamnya, lebih menaruh perhatian pada resiko perusahaan daripada resiko sahamnya (Brigham, 1990). Menurut

Demsetz dan Lehn (1985), seperti yang dikutip dari Dian Ardiati (2004), hubungan antara kepemilikan manajerial dengan resiko membentuk dua pengaruh. Dua pengaruh tersebut yaitu pengaruh positif dan negatif. Perusahaan yang beroperasi pada pasar beresiko tinggi mengalami kesulitan dalam memonitor kondisi eksternal sehingga manajer meningkatkan nilai kepemilikan saham untuk mengawasi kondisi internal. Bagi manajer yang risk averse, hubungan resiko tinggi dengan kepemilikan manajerial berubah menjadi negatif. Pada tingkat resiko tinggi manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham dan membatasi supply kepemilikan manajerial. Manajer melakukan diversifikasi dengan persyaratan mendapat expected rate of return lebih besar dibandingkan dengan insentif yang diterima dari peningkatan resiko. Resiko dirumuskan dengan:

$$Risk = \frac{O_t - O_{t-1}}{O_{t-1}} \cdot \frac{1}{TA}$$

$O_t$  = Pendapatan operasi tahun t

$O_{t-1}$  = Pendapatan operasi tahun t-1

TA = Total aset

### 3. SIZE

Variabel kontrol log rata-rata asset (variabel size digunakan log asset karena variabel yang lain berupa rasio, agar datanya normal data asset di log-kan) selama periode pengamatan, perusahaan besar cenderung menggunakan debt rasio lebih banyak (Gaver dan Gaver, 1993; Hj.

Zulhawati, 2004). Ukuran perusahaan, dihitung dari logaritma total aset. Tarjo (2005) menyatakan bahwa beberapa temuan penelitian yang menyatakan bahwa level utang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan adalah Warner (1977), Ang et al. (1982), Titman dan Wessels (1988). Jensen, Solberg, dan Zorn (1992; Agus Sartono, 2001) mengatakan bahwa ukuran perusahaan adalah nilai yang menunjukkan kapitalisasi pasar saham perusahaan yang dihitung dari perkalian antara jumlah saham beredar dengan harga saham pada akhir tahun.

$$SIZE = LN (SB \times CP)$$

SB = Jumlah saham beredar

CP = Closing price ( harga saham pada akhir tahun)

### 3.4 Model Empiris

$$TOBIN = c_0 + c_1 IOWN + c_2 INST + c_3 GROWTH + c_4 SIZE + c_5 RISK + e$$

Keterangan :

IOWN = Kepemilikan orang dalam; rasio antara jumlah saham yang dimiliki oleh manajer atau manajemen dengan jumlah saham yang beredar.

INST = Kepemilikan institusi; rasio antara jumlah saham yang dimiliki oleh institusi dengan jumlah saham beredar.

TOBIN = (Nilai pasar ekuiti + nilai buku jumlah utang) dibagi nilai buku total aset.

**GROWTH** = Merupakan variabel kontrol pertumbuhan yang dihitung dari deviasi standar penjualan atau rata-rata penjualan selama periode pengamatan.

**RISK** = Resiko bisnis (volatiliti dari pendapatan) yang diukur dengan deviasi standar perbedaan pertama pendapatan operasi.

**SIZE** = Ukuran perusahaan yang dihitung dari logaritma total aset.

### 3.5 Perumusan Hipotesis

#### 3.5.1 Perumusan Hipotesis I

Hipotesis pertama yang telah diajukan dapat dirumuskan sebagai berikut:

**Ho :  $\mu$**  = Tidak ada pengaruh negatif yang signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

**Ha :  $\mu$**  = Ada pengaruh negatif yang signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

#### 3.5.2 Perumusan Hipotesis II

Hipotesis kedua yang telah diajukan dapat dirumuskan sebagai berikut:

**Ho :  $\mu$**  = Tidak ada pengaruh positif yang signifikan antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

**Ha :  $\mu$**  = Ada pengaruh positif yang signifikan antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

## BAB IV

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Deskriptif Statistik Data

Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan 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 69 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). Kemudian berdasar analisis variabel-variabel yang digunakan (data terlampir), diperoleh hasil deskriptif data untuk variabel TOBIN, IOWN, INST, GROWTH, RISK, SIZE, yang terlihat pada tabel 4.1 dibawah ini sedangkan deskriptif data secara lengkap terlampir.

**Tabel 4.1**  
**Deskriptif Data**

VARIABEL	MEAN	STD. DEVIASI	OBS
TOBIN	492812.4	592636.1	69
IOWN	0.030047	0.048652	69
INST	0.607161	0.188152	69
GROWTH	4.606869	35.02645	69
RISK	-0.000730	0.006380	69
SIZE	25.37607	1.671781	69

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. Dari data diatas terlihat bahwa rata-rata untuk Tobins Q (nilai perusahaan) adalah sebesar 492812.4 dan standar deviasi sebesar 592636.1. Rata-rata untuk kepemilikan manajerial (IOWN) sebesar 0.030047 dengan standar deviasi sebesar 0.048652 ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki proporsi kepemilikan manajerial sebesar 3%. Rata-rata untuk kepemilikan institusional (INST) sebesar 0.607161. Hal ini menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan institusional rata-rata perusahaan

sampel adalah sebesar 61% dengan standar deviasi sebesar 0.188152. Rata-rata rasio pertumbuhan perusahaan (GROWTH) sebesar 4.606869 dengan standar deviasi sebesar 35.02645. Rata-rata risiko perusahaan (RISK) sebesar -0.000730 dengan standar deviasi 0.006380. Rata-rata ukuran perusahaan (SIZE) sebesar 25.37607 dengan standar deviasi 1.671781.

## 4.2 Hasil Penelitian

### 4.2.1 Model Regresi

$$TOBIN = c_0 + 1673850IOWN + 579273.6INST + 480.2528GROWTH + 114896.1SIZE + 25719428RISK + e$$

Dari model persamaan regresi tersebut dapat terlihat bahwa terdapat hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan terlihat dari nilai koefisien yang menunjukkan nilai positif yaitu 1673850. Arti dari nilai positif ini yaitu semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi tingkat nilai perusahaan.

Hal ini berarti baik dewan direksi maupun komisaris tidak memiliki keinginan untuk memaksimalkan kesejahteraannya, sehingga pengelolaannya sejalan dengan harapan pemilik. Hubungan positif ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan oleh manajemen (managerial ownership), maka semakin berkurang kecenderungan manajemen untuk tidak mengoptimalkan penggunaan sumber daya yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Selain itu hubungan positif ini juga berarti bahwa semakin besar kepemilikan saham oleh

manajemen, maka semakin besar kemampuan pemegang saham lain untuk menjalankan mekanisme kontrol.

Pengaruh positif dan tidak signifikan dari hubungan ini memiliki arti bahwa ketika kepemilikan manajerial meningkat maka nilai perusahaan juga meningkat. Di dalam perusahaan setiap manajer pasti menginginkan pembagian deviden yang tinggi. Apabila deviden yang dibagikan banyak atau tinggi berarti manajer tersebut sering menerima bagian devidennya. Ketika perusahaan sering membagikan deviden, maka akan muncul anggapan di masyarakat bahwa perusahaan yang sering membagikan deviden adalah perusahaan yang sangat bagus kondisinya.

Pada model persamaan regresi di atas dapat dilihat bahwa terdapat hubungan yang positif secara statistik antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Dalam penelitian ini ditunjukkan dengan nilai koefisien positif yang menunjukkan angka 579273.6

Hasil dari arah estimasi yang positif memberikan bukti bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka nilai suatu perusahaan juga semakin besar. Hasil itu menunjukkan dimana kepemilikan institusional dapat menjadi substitut dari kepemilikan manajerial dan berdampak pada harga saham perusahaan tersebut (Pound, 1992; Eddy Suranta dan Mas'ud Machfoedz, 2003). Hal ini mengandung arti bahwa apabila pihak institusional memiliki kepemilikan saham yang cukup besar dalam suatu perusahaan maka mereka akan ikut memonitor jalannya perusahaan. Sehingga pemantauan tersebut akan mengurangi

keinginan manajer untuk memaksimalkan kepentingan pribadi, yang artinya bisa untuk mengurangi konflik agensi.

#### 4.2.2 Pengujian Hipotesis Pertama

Pengujian pertama ini untuk mengetahui apakah kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Adapun hipotesis yang telah dirumuskan adalah sebagai berikut:

$H_0 : \mu =$  Tidak ada pengaruh negatif yang signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

$H_a : \mu =$  Ada pengaruh negatif yang signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Setelah diolah menggunakan analisis Ordinary Least Square (OLS) maka hasilnya dapat ditunjukkan dalam tabel 4.2

**Tabel 4.2**  
**Hasil Analisis Sistem OLS**

Variable Independen	Variable Dependen
	<b>TOBIN</b>
<b>IOWN</b>	1673850 (0.2958)
R- squared	0.201638
Adj R-squared	0.138276

Ket : atas : nilai koefisien

bawah : nilai probabilitas

Dari tabel 4.2 diatas dapat dilihat bahwa nilai probabilitas kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0.2958. Dengan nilai koefisien yang menunjukkan arah positif, maka dalam penelitian ini  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis pertama yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Tidak terbuktinya hipotesis pertama dalam penelitian ini bisa terjadi karena pada perusahaan di Indonesia apabila manajer memiliki kepemilikan saham dalam suatu perusahaan tersebut maka manajer tersebut akan berusaha untuk memaksimalkan kemampuan sumber daya perusahaannya. Hal ini dilakukan karena manajer tidak ingin investasinya dalam perusahaan menjadi rugi atau sia-sia. Jadi kepemilikan saham oleh manajer dalam perusahaan justru ikut mamacu manajer untuk berusaha menjalankan perusahaan dengan lebih baik. Selain itu ketidakterbuktian terhadap hipotaeis pertama bisa disebabkan karena perbedaan karakteristik antara perusahaan di luar negeri dengan perusahaan di dalam negeri.

Sedangkan hasil yang tidak signifikan dalam penelitian ini mengindikasikan bahwa peningkatan nilai perusahaan yang yang diakibatkan oleh kepemilikan manajerial tidak terlalu besar. Peningkatan yang terjadi pada nilai perusahaan tersebut sebenarnya hanya sedikit (terlihat dari nilai probabilitas yang menunjukkan nilai 0.2958), sehingga kenaikan tesebut seperti terasa tidak berarti.

Kenaikan yang hanya sedikit itulah yang menyatakan bahwa hasil penelitian ini adalah tidak signifikan. Dalam jangka waktu dekat mungkin pengaruh peningkatan nilai perusahaan yang disebabkan oleh anggapan masyarakat tadi tidak ada, tetapi dalam jangka panjang bisa saja peningkatannya menjadi signifikan. Hal ini bisa terjadi karena terus bertambahnya masyarakat yang percaya bahwa perusahaan yang selalu membagikan deviden itu adalah perusahaan yang kondisinya bagus. Oleh karena itu banyak masyarakat yang menanamkan hartanya di perusahaan yang mereka anggap baik itu.

Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Eddy Suranta dan Mas`ud Machfoedz (2003) dengan hasil penelitiannya yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, karena mereka mendapatkan hasil bahwa nilai perusahaan tinggi hanya pada saat kepemilikan manajerial sedikit. Selain itu penelitian ini juga mengacu pada hasil penelitian yang dilakukan oleh Barnhart dan Rosentein (1998; Eddy Suranta & Pratana Puspa Midiastuty, 2003) yang menemukan hasil bahwa kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan memiliki hubungan yang non linier. Hasil penelitian lain yang dilakukan oleh Morck et al. (1988) dan McConnell dan Servaes (1990) dalam Eddy Suranta dan Pranata Puspa Midiastuty (2003) juga mengatakan bahwa hubungan antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan yang diproksi dengan nilai Tobin`s Q hasilnya adalah negatif.

Sedangkan penelitian terdahulu yang mendukung hasil penelitian ini yaitu yang dilakukan oleh Demsetz, (1983; Buddi Wibowo, 2006). Demsetz memiliki

pandangan bahwa bagaimanapun bentuk struktur kepemilikan suatu perusahaan tetap bertujuan memaksimalkan profit bagi para pemegang sahamnya, sehingga tidak ada pengaruh dari sruktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan.

#### 4.2.3 Pengujian Hipotesis Kedua

Pengujian kedua ini untuk mengetahui apakah kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Adapun hipotesis yang telah dirumuskan adalah sebagai berikut:

Ho :  $\mu$  = Tidak ada pengaruh positif yang signifikan antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Ha :  $\mu$  = Ada pengaruh positif yang signifikan antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Setelah diolah menggunakan analisis Ordinary Least Square (OLS) maka hasilnya dapat ditunjukkan dalam tabel 4.3

**Tabel 4.3**

#### Hasil Analisis Sistem OLS

Variable Independen	Variable Dependen
	<b>TOBIN</b>
<b>INST</b>	579273.6 (0.1443)
R- squared	0.201638
Adj R-squared	0.138276

Ket : atas : nilai koefisien

bawah : nilai probabilitas

Dari data tabel diatas dapat diketahui bahwa kepemilikan institusional memiliki nilai probabilitas sebesar 0.1443. Dengan nilai koefisien yang menunjukkan arah positif, yaitu sebesar 579273.6 maka dalam penelitian ini menerima  $H_0$  dan menolak  $H_a$ . Dalam penelitian ini  $H_0$  ditolak, karena meskipun menunjukkan arah positif tetapi hasilnya tidak signifikan. Pengujian hipotesis menunjukkan hasil yang sesuai dengan pengajuan hipotesis kedua, tetapi tidak signifikan dalam penelitian ini membuat  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak. Arah positif menunjukkan bahwa fungsi kepemilikan institusional dalam struktur kepemilikan bisa menjadi pemonitor. Sedangkan hasil yang tidak signifikan bisa terjadi karena perubahan yang terjadi terhadap nilai perusahaan tidak terlalu besar (terlihat dari nilai probabilitas institusional terhadap tobin's Q sebesar 0.1443). Sama seperti yang terjadi dengan kepemilikan manajerial, perubahan yang terjadi dalam kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan seperti tidak terasa dalam jangka pendek. Akan tetapi apabila perubahan yang sama terus berlanjut dalam waktu jangka panjang, pasti perubahan itu menjadi sangat berpengaruh. Inilah yang dimaksud dalam penelitian ini bahwa hasil analisis OLS memiliki arah yang positif tetapi tidak signifikan.

Beberapa penelitian yang juga mengutarakan arah hubungan yang positif kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan diantaranya adalah penelitian

yang dilakukan oleh McConnell dan Servaes (1990); Eddy Suranta dan Mas'ud Machfoedz (2003), Bamhart (1998); Klein (1998); Johnson dan Greening; Mak dan Li (2000); Wahidawati (2001).

### 4.3 Hubungan Variabel Kontrol dengan Variabel Dependen

#### 4.3.1 Growth

Hubungan antara variabel kontrol growth dengan variabel dependen nilai perusahaan dapat ditunjukkan dalam tabel 4.4

**Tabel 4.4**  
**Hasil Analisis Sistem OLS**

Variable Independen	Variable Dependen
	<b>TOBIN</b>
<b>GROWTH</b>	480.2528 (0.8139)
R- squared	0.201638
Adj R-squared	0.138276

Ket : atas : nilai koefisien

bawah : nilai probabilitas

Dari hasil analisis Ordinary Least Square (OLS) seperti yang terlihat pada tabel di atas, hubungan antara variabel kontrol growth terhadap variabel dependen nilai perusahaan mendapatkan hasil 480.2528. Arah estimasi positif

menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan mengakibatkan nilai perusahaan juga ikut meningkat. Hal ini bisa terjadi karena dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, maka semakin tinggi pula perusahaan dalam membayarkan devidennya. Sehingga hal ini menyebabkan minat yang cukup besar dari masyarakat terhadap saham perusahaan karena masyarakat menganggap perusahaan dalam kondisi yang bagus. Akibat dari banyaknya minat terhadap saham perusahaan, maka harga saham juga ikut naik sehingga menyebabkan nilai perusahaan juga ikut meningkat.

Tetapi hasil dari penelitian ini juga menunjukkan hasil yang tidak signifikan terhadap tobin's Q. Hal ini bisa terjadi karena para manajer perusahaan di Indonesia tidak terlalu memperhatikan variabel pertumbuhan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hasil positif ini justru berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh Agus Sartono (2001). Dalam penelitiannya beliau menyatakan bahwa jika pertumbuhan meningkat maka akan berdampak pada penurunan deviden karena untuk membiayai pertumbuhan tersebut diperlukan dana yang besar. Akibatnya deviden yang dibagikan akan menurun, akhirnya nilai perusahaan pun juga ikut menurun.

#### 4.3.2 Size

Hubungan antara variabel kontrol size dengan variabel dependen nilai perusahaan dapat ditunjukkan dalam tabel 4.5



**Tabel 4.6**  
**Hasil Analisis Sistem OLS**

Variable Independen	Variable Dependen
	<b>TOBIN</b>
<b>RISK</b>	25719428 (0.0276) <sup>2</sup>
R- squared	0.201638
Adj R-squared	0.138276

Ket : <sup>1</sup> signifikan pada level 1%

atas : nilai koefisien

<sup>2</sup> signifikan pada level 5%

bawah : nilai probabilitas

Hubungan antara variabel kontrol risk dengan variabel dependen nilai perusahaan menunjukkan hasil positif dan signifikan dengan nilai koefisien sebesar 25719428. Hasil positif ini bisa diartikan bahwa dalam tingkat resiko yang tinggi dalam perusahaan maka menyebabkan nilai suatu perusahaan juga ikut meningkat, dan peningkatannya pun terlihat signifikan dengan ditunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.0276.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini menguji pengaruh antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan model Ordinary Least Square (OLS) untuk menguji pengaruh antara ketiga variabel pengurang masalah agensi tersebut, sebanyak 69 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 listed tahun 2001 dan sebelumnya serta memiliki struktur kepemilikan manajerial.

Berdasarkan uji teori dan pengolahan data yang dilakukan, penelitian ini mendapatkan hasil bahwa kepemilikan manajerial (Insider Ownership) memiliki hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan. Hasil kedua menunjukkan bahwa kepemilikan institusional (Outsider Ownership) memiliki hubungan positif terhadap nilai perusahaan. Hubungan positif kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan tersebut menunjukkan hubungan yang tidak signifikan.

Hipotesis pertama dalam penelitian ini menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan yang negatif terhadap nilai perusahaan. Dari hasil olah data diperoleh bahwa ternyata hubungan yang terjadi antara variabel keduanya positif dan tidak signifikan. Dari hasil ini maka diperoleh hubungan

yang tidak konsisten dan hipotesis pertama dari penelitian ini ditolak. Hubungan positif ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan oleh manajemen (managerial ownership), maka semakin berkurang kecenderungan manajemen untuk tidak mengoptimalkan penggunaan sumber daya yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Hipotesis kedua dalam penelitian ini menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian tidak terbukti, meskipun dari data statistik dapat kita lihat bahwa kepemilikan institusional menunjukkan hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan. Hubungan ini sebenarnya menunjukkan konsisten terhadap hipotesis penelitian namun hasil antara keduanya tidak signifikan, sehingga hipotesis ini tidak terbukti. Hal ini dikarenakan ketika kepemilikan institusional perusahaan besar, maka pengawasan yang dilakukan oleh pihak luar juga semakin bertambah. Pengawasan ini menyebabkan berkurangnya keinginan manajer untuk menambah porsi kepemilikannya dalam perusahaan ataupun keinginan untuk meningkatkan kesejahteraan pribadi manajer.

Dari hasil penelitian ini juga dapat kita lihat bahwa pertumbuhan perusahaan (Growth) memiliki hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan. Dari hasil ini dapat kita lihat bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, maka semakin tinggi pula perusahaan dalam membayarkan devidennya. Sehingga hal ini menyebabkan minat yang cukup besar dari masyarakat terhadap saham perusahaan karena masyarakat menganggap perusahaan dalam kondisi yang bagus. Akibat dari banyaknya minat

terhadap saham perusahaan, maka harga saham juga ikut naik sehingga menyebabkan nilai perusahaan juga ikut meningkat.

Variabel ukuran perusahaan (Size) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula nilai suatu perusahaan. Variabel resiko (Risk) memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan semakin tinggi resiko perusahaan maka nilai suatu perusahaan juga ikut meningkat.

## 5.2 Saran

Penelitian ini memiliki keterbatasan dalam mengambil, memproses, dan menginterpretasikan data, maka untuk penelitian yang akan datang peneliti mengharapkan untuk:

1. Penelitian ini menunjukkan nilai *R-square* dan *Adj R-square* yang relatif rendah, hendaknya penelitian yang akan datang dapat lebih banyak mengkaji atau menambah variabel kontrol yang lebih beragam dan relevan sehingga dapat lebih meningkatkan nilai *R-square*. Perubahan atau penambahan pada variabel kontrol akan menghasilkan hasil estimasi yang berbeda pula, hanya saja variabel yang digunakan harus lebih dikaji dan relevan dengan variabel dependen.
2. Sampel yang masuk kriteria penelitian ini relatif sedikit, diharapkan peneliti yang akan datang lebih memperhatikan kembali kriteria-kriteria yang digunakan untuk menyeleksi sampel yang akan diteliti serta lebih

memperpanjang periode pengamatan sehingga sampel yang digunakan akan lebih banyak dan beragam agar dapat mewakili atau mencerminkan karakteristik populasi yang diteliti.

3. Diharapkan penelitian yang akan datang tidak hanya menguji masalah agensi antara manajer dengan pemegang saham tetapi juga menguji konflik antara kepemilikan saham mayoritas dengan kepemilikan minoritas, hal ini melihat dari karakteristik struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia cenderung dikuasai oleh kepemilikan keluarga sehingga konflik terjadi antara pemilik saham mayoritas dengan pemilik saham minoritas.



## DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Zaenal. 2005. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.
- Andamari, Ardiati Dian. (2004). *Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict: Analisis Persamaan Simultan Non Linier Dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Resiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen*. Skripsi Sarjana (Tidak dipublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII.
- Faisal. 2005. "Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 8 (Mei): 175-190.
- Gunarsih, Tri. 2004. "Masalah Keagenan dan Strategi Diversifikasi". *Kompak*, 10 : 52-69.
- Hidayat. (2004). *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Faktor Internal Perusahaan dan Faktor Eksternal Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan yang Terdaftar di BEJ*. Skripsi Sarjana (Tidak dipublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII.
- Hamidi, Masyhuri. 2003. "Internal Cash Flows, Insider Ownership, Investment Opportunity, dan Capital Expenditures : Suatu Pengujian Terhadap Hipotesis Pecking Order dan Managerial". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Juli: 271-287.
- Hanafi M Mamduh dan Ismiyanti Fitri. 2003. "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko Kebijakan Utang Dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan". *Simposium Nasional Akuntansi*. Oktober: 260-276
- Helfert, A. Erich. 1995. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Ketujuh. Jakarta: Erlangga.

- Meckling, W dan Jensen, M. 1976. "The Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* vol 3.
- Meythi. 2005. "Mengenai Konflik Keagenan : Tinjauan Teoritis dan Cara Menguranginya". *Jurnal Ilmiah Akuntansi*. 5 (Mei): 1-16.
- Rahmawati, Dewi. (2005). *Analisis Faktor Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen di Indonesia*. Skripsi Sarjana (Tidak dipublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII.
- Sartono, Agus. 2001. "Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)". *Jurnal siasat Bisnis*. 6: 107-119.
- Suranta, Eddy dan Mas'ud Machfoedz. 2003. "Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Komisaris". *Simposium Nasional Akuntansi VI*, 16-17 Oktober: 214-226.
- Suranta, Eddy dan Midiastuty, Puspa Pratana. 2003. "Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 6 (Januari): 54-68.
- Susilowati, Tri. (2004). *Analisa Pengaruh Biaya Keagenan, Resiko Perusahaan dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Yang Terdaftar di BEJ*. Skripsi Sarjana (Tidak Dipublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII.
- Tarjo. 2005. "Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 8 (Januari): 82-104.
- Weston, J Fred dan Thomas E. Copeland (terj). 1994. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Jakarta : Binarupa Aksara.

Wibowo, Buddi (2006). "Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan : Kasus Indonesia". *Usahawan*, No. 05 (Mei), 13-21.

Zulfiana, Eni Eva. 2004. *Analisis Pengaruh Faktor-Faktor Keagenan dan Faktor-Faktor Biaya Transaksi Terhadap Pembayaran Dividen*. Skripsi Sarjana (Tidak dipublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII.

Zulhawati, Hj. 2004. "Analisis Dampak Kepemilikan Saham Oleh Insider pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan". *Kompak*, 11: 240-249.



### 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>Tobacco Manufactures</i>
10	HM Sampurna	<i>Tobacco Manufactures</i>
11	Argo Pantas	<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	Serasa 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	Samudra 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	Bank Victoria	<i>Banking</i>
54	Trimegah	<i>Securities</i>
55	Asuransi Ramayana	<i>Insurance</i>
56	Ciptojaya Kontrindoreksa	<i>Real Estate and Property</i>
57	Jaka Arta	<i>Real Estate and Property</i>
58	Kakya Yasa Profilia	<i>Real Estate and Property</i>
59	Krida Perdana Indah G	<i>Real Estate and Property</i>
60	Mas Murni	<i>Real Estate and Property</i>
61	Pudjiadi prestige Limited	<i>Real Estate and Property</i>
62	Ristia Bintang M S	<i>Real Estate and Property</i>
63	Roda Panggon Harapan	<i>Real Estate and Property</i>
64	Panorama Sentra Wisata	<i>Real Estate and Property</i>
65	Sona Topas Tourism	<i>Real Estate and Property</i>
66	Asiana Grain	<i>Others</i>
67	Centrin Online	<i>Others</i>
68	Dyviacom	<i>Others</i>
69	Integrasi Tekhno	<i>Others</i>

**Lampiran II**

**Data Induk**

<b>NO</b>	<b>INSD</b>	<b>INST</b>	<b>HJPD</b>	<b>HJPJ</b>	<b>THUT</b>	<b>EBIT</b>	<b>EAT</b>
1	0.1750	63.58	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	46.75	8916.00	200.50	9116.50	405.00	369.00
4	0.0900	63.31	1326722.75	176146.75	1502869.50	68246.00	160278.50
5	0.6525	74.05	842381.75	120914.00	963295.75	2076.00	46922.00
6	0.9000	64.30	340465.00	202790.00	543255.00	-9037.75	-16812.75
7	6.2800	66.93	145898.00	34943.75	180841.75	44366.75	28078.50
8	0.0350	78.98	231662.25	408872.00	640534.25	75854.25	19029.50
9	0.2825	72.12	6162512.50	276237.25	6438749.75	3173478.50	1950784.00
10	0.0100	41.04	10269554.00	9816536.00	5021522.50	10956193.00	6025195.00
11	0.1625	38.49	6875671.00	2788761.00	2416108.00	-97038.00	154821.00
12	5.4300	57.80	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	11.02	341397.00	96846.00	438243.00	-23366.25	-48992.00
15	0.8525	70.31	9900.25	300.50	10200.75	-578.25	-1531.25
16	0.0375	74.96	44410.50	41592.25	86002.75	-13734.00	-25219.25
17	0.0925	59.39	242235.00	70725.50	312960.50	9292.50	-9867.75
18	0.3200	75.66	307919.25	46344.75	354264.00	79212.25	329350.00
19	0.5600	73.25	217967.50	553413.50	771381.00	61757.75	-1087.75
20	0.0500	69.20	991755.25	751014.50	1742769.75	-538.25	-81915.00
21	0.7300	63.11	322407.75	299169.50	621577.25	77198.75	31997.25

22	1.6825	9.58	3382875.00	96955.00	3479830.00	-42915.00	-560816.00
23	0.0125	64.87	154899.00	95418.75	250317.75	55313.00	249421.50
24	1.3575	52.58	15365.75	6963.00	22328.75	3555.25	4562.50
25	2.4050	86.78	23593.00	997.25	24590.25	17663.75	11731.25
26	7.6900	49.11	70923.50	61233.75	132157.25	-1414.50	-3477.50
27	0.3075	45.42	210426.75	106279.75	316706.50	87002.50	45559.50
28	0.0125	64.20	473227.50	1755.75	474983.25	3880.75	-17587.75
29	0.1175	78.78	13108.50	332.50	13441.00	915.54	1139.00
30	0.6225	86.83	62010.50	11106.25	73116.75	8000.00	3798.50
31	1.1775	87.15	391357.25	197300.54	588657.79	37574.25	22905.25
32	9.5800	1.41	5638.75	852.50	6491.25	573.50	1513.00
33	11.5200	33.56	20457.00	4495.75	24952.75	4178.00	2413.00
34	0.1800	57.70	15094.75	1092.25	14348.00	4321.25	3150.50
35	18.3500	69.88	42812.00	229.00	43041.00	-2625.00	5272.00
36	2.4725	70.98	61088.00	70980.75	132068.75	36459.75	17848.00
37	5.7650	70.21	198638.00	566325.50	764963.50	-14306.50	26166.50
38	0.0675	93.06	83494.75	2144.00	85102.75	11503.50	2280.25
39	0.4075	13.62	187606.00	56963.25	244569.25	40160.25	20400.50
40	0.0075	47.96	9826661.00	8326140.00	18152801.00	3422488.25	874299.00
41	17.3100	70.77	296449.50	668139.00	964588.50	159406.75	74306.75
42	0.0875	82.73	336765.50	65052.25	401817.75	70686.00	54034.00
43	2.4750	66.83	290959.25	286018.00	576977.25	27713.75	9760.25
44	6.8600	30.13	43054.25	55869.50	98923.75	10051.50	1065.25
45	1.5250	68.02	106002.00	96527.75	202529.75	96598.50	50034.00

46	3.4800	49.43	78593.25	7882.75	86476.00	-7906.75	4582.75
47	0.8325	90.03	403429.50	42156.75	445586.25	100394.50	63921.75
48	0.0650	66.36	310040.75	1171243.75	1481284.50	190083.50	105610.00
49	0.0900	68.27	563793.25	343337.50	1047024.50	183756.75	102592.25
50	0.8025	58.41	7664.25	950.75	8615.00	1236.25	612.75
51	1.8000	65.56	2022.50	39311.67	31506.25	-4884.75	-3396.25
52	2.2300	68.93	65373.25	449.67	65710.50	-13926.75	-10923.00
53	0.0225	36.02			1312824.00	13090.75	10540.25
54	1.3500	61.94			67013.00	42578.50	30916.50
55	27.5950	31.38	38057.25	39401.75	77459.00	15290.00	12180.00
56	0.1125	58.73	1446.00	83.00	1508.25	-398.75	-9.50
57	0.7750	76.16	12793.75	2398.67	14592.75	0.25	1013.50
58	3.2900	50.20	16759.75	379.00	17138.75	896.00	712.75
59	2.2925	53.77	1168580.25	292544.25	1461124.50	54237.75	236649.50
60	1.6750	23.41	199980.00	390139.00	590119.00	-1050.25	-20230.50
61	0.9675	59.38	130255.00	54137.67	170858.25	15647.75	8306.25
62	0.6100	59.34	13313.50	12821.75	26135.25	-2818.50	2771.75
63	0.0200	79.23	4765.00	3674.75	8439.75	-1346.75	1323.50
64	0.8325	85.82	66266.00	14273.50	80539.50	3643.75	4763.50
65	1.0525	49.72	94318.75	96312.25	190631.00	19710.25	7132.00
66	1.6400	49.77	75683.75	17400.75	93084.50	-5967.75	-26247.00
67	0.5350	80.36	5586.50	2636.50	8223.00	5123.75	5509.25
68	2.7200	58.69	5311.25	521.50	5832.75	-2276.25	-2992.00
69	0.0025	84.72	30893.75	401.25	31295.00	-2917.50	-2153.00

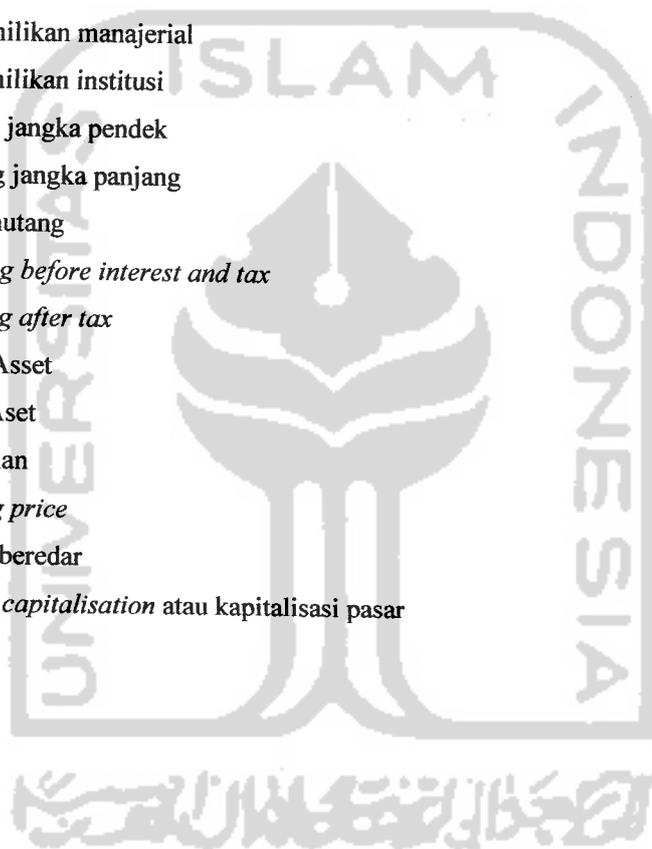
FA	TASET	PENJ	CP	SB	MC
101487.00	235675.00	291092.50	111.25	922493125.00	101723242187.50
51974.75	127485.75	119264.50	35.00	520000000.00	1820000000.00
192724.75	405731.00	46354.00	92.50	7187500000.00	179543750000.00
379292.50	755215.50	431968.00	266.25	140612000.00	37437945000.00
117232.25	295666.25	267935.25	107.50	360000000.00	3870000000.00
40810.00	117903.75	405719.50	400.00	75600000.00	3024000000.00
249869.00	462549.00	639968.00	222.50	1048000000.00	22073500000.00
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	8111250000000.00
5443945.00	8861606.00	4073423.00	4225.00	1058820000.00	1118378625000.00
1133460.00	1821793.75	1131317.50	295.00	532000000.00	15694000000.00
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	12650000000.00
173783.00	402138.50	542711.25	163.75	500000000.00	8187500000.00
304865.50	905277.25	1578302.75	790.00	312000000.00	28392000000.00
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	20962500000.00
1055714.00	2266097.00	1622191.00	1100.00	257500000.00	28325000000.00
272079.25	558604.75	534732.00	677.50	180000000.00	12195000000.00
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	4550000000.00
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	10788000000.00

17570.50	27543.50	25770.50	166.25	180000000.00	2992500000.00
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	17500000000.00
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	19800000000.00
26701.75	45956.00	5936.25	60.00	435000000.00	26100000000.00
55618.50	169780.50	217051.00	101.25	340000000.00	34425000000.00
38425.75	1672368.25	215513.00	47.50	930121053.00	49174618245.00
14340.75	445470.50	143064.75	130.00	2640000000.00	316600000000.00
16689.00	114144.00	94306.50	762.50	52760633.50	39750793850.00
354.00	48587.25	2498.00	73.75	176400000.00	13009500000.00
19923.00	156256.75	6377.25	101.25	1430000000.00	64350000000.00
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	59150000000.00
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	260000000000.00
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 institusi  
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 Aset  
PENJ : Penjualan  
CP : *Closing price*  
SB : Saham beredar  
MC : *Market capitalisation* atau kapitalisasi pasar



**Lampiran III**  
**Data Akhir (Telah Diolah)**

No	INSD	INST	TOBIN
1	0.001800	0.635750	431625.0
2	0.001550	0.599675	142761.0
3	0.056800	0.467500	442519.0
4	0.001200	0.633100	40382.30
5	0.008700	0.740500	130894.0
6	0.009000	0.643000	256485.0
7	0.062800	0.669300	477215.0
8	0.000500	0.789800	300513.0
9	0.002800	0.721200	1269653.
10	0.000100	0.410400	1976008.
11	0.006500	0.384900	126206.0
12	0.054300	0.578000	86146.70
13	0.010100	0.573700	173791.0
14	0.005500	0.110200	163440.0
15	0.017100	0.703100	1712083.
16	0.001500	0.749600	879010.0
17	0.001900	0.593900	203600.0
18	0.003200	0.756600	313628.0
19	0.005600	0.732500	117342.0
20	0.000500	0.692000	65970.00
21	0.007300	0.631100	194152.0
22	0.067300	0.383000	124996.0
23	0.000500	0.648700	218312.0

24	0.018100	0.525800	425664.0
25	0.096200	0.867800	337391.0
26	0.076900	0.491100	162791.0
27	0.004100	0.605600	524645.0
28	0.000100	0.642000	143071.0
29	0.004700	0.787800	3542941.
30	0.012500	0.868300	806501.0
31	0.015700	0.871500	109224.0
32	0.095800	0.056400	1086463.
33	0.115200	0.335600	917685.0
34	0.001800	0.577000	427142.0
35	0.183500	0.698800	417830.0
36	0.049500	0.709800	663755.0
37	0.057700	0.702100	62673.70
38	0.000900	0.930600	367190.0
39	0.004100	0.136200	401946.0
40	0.000200	0.479600	605670.0
41	0.173100	0.707700	182892.0
42	0.001800	0.827300	328212.0
43	0.033000	0.668300	81876.20
44	0.068600	0.301300	121656.0
45	0.015300	0.680200	532438.0
46	0.046400	0.494300	91376.80
47	0.007900	0.900300	956979.0
48	0.000700	0.663600	269754.0
49	0.001200	0.682700	229989.0

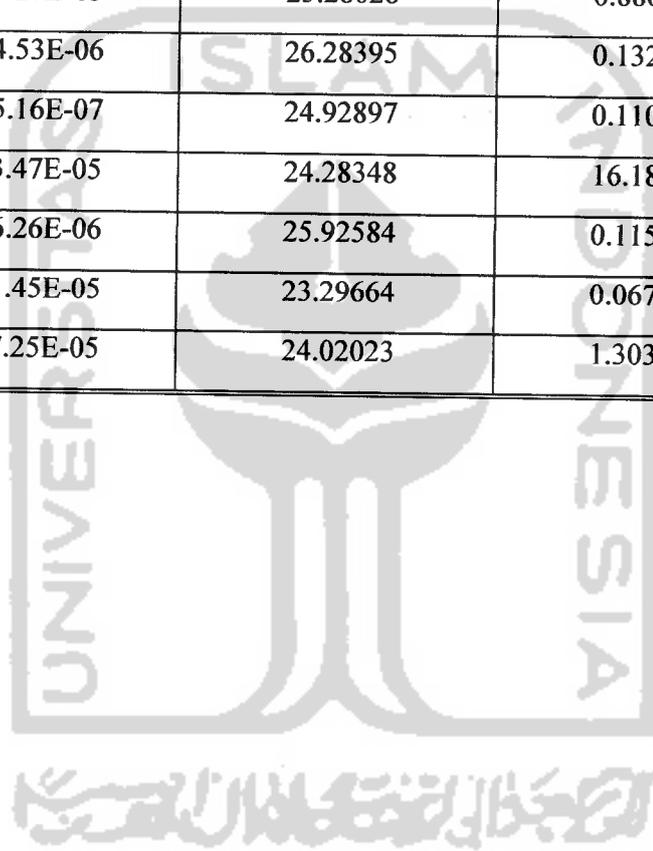
50	0.008000	0.584100	819588.0
51	0.072000	0.655600	567935.0
52	0.022300	0.689300	202762.0
53	0.000900	0.360200	29405.10
54	0.027000	0.619400	710710.0
55	0.276000	0.313800	348252.0
56	0.004500	0.587300	267755.0
57	0.007800	0.761600	411822.0
58	0.032900	0.502000	169887.0
59	0.022900	0.537700	8175.630
60	0.016800	0.234100	43115.20
61	0.012900	0.593800	164956.0
62	0.006100	0.593400	108101.0
63	0.000200	0.792300	1162744.
64	0.011100	0.858200	1242276.
65	0.042100	0.497200	182027.0
66	0.065600	0.423800	356821.0
67	0.005300	0.800600	2397974.
68	0.027200	0.583300	552675.0
69	0.000100	0.847200	612588.0

No	RISK	SIZE	GROWTH
1	-7.26E-05	25.34552	0.081558
2	1.26E-06	23.62469	0.136808
3	-9.20E-07	25.91368	0.215171
4	4.06E-06	24.29622	-0.009920

5	-6.19E-06	24.37911	0.469593
6	3.87E-07	24.13243	1.765293
7	-7.64E-08	26.12023	0.114660
8	3.69E-07	26.53785	0.275087
9	-2.57E-09	30.68564	0.106690
10	6.47E-09	32.02686	0.082673
11	8.58E-07	27.74290	-0.015030
12	-0.002822	25.77913	-0.057590
13	-1.27E-06	25.73794	-0.019850
14	7.77E-07	25.43545	0.072286
15	-2.51E-05	25.36586	-0.374940
16	-1.34E-07	25.56351	-0.172130
17	-3.43E-06	25.12846	-0.044360
18	5.06E-07	26.37196	0.180290
19	4.10E-07	25.43785	0.074855
20	-1.17E-06	25.48890	-0.432980
21	2.38E-07	26.06859	0.185547
22	-0.018938	26.36960	0.000000
23	1.07E-06	25.52688	0.027682
24	-6.72E-06	24.78259	0.006142
25	-1.22E-06	24.76575	0.218920
26	-3.05E-06	24.54098	0.171311
27	8.50E-07	26.19802	-0.120490
28	-3.12E-06	25.01356	0.038128
29	0.017727	25.62428	0.702175
30	3.44E-06	25.74282	0.204335

31	2.14E-06	25.40429	0.064151
32	-0.000257	24.12196	0.498574
33	3.41E-05	24.26852	0.212897
34	-4.55E-06	24.64950	0.188668
35	-0.046084	23.89295	0.000000
36	1.59E-06	25.84651	0.241114
37	2.01E-07	24.64697	0.069809
38	-4.50E-06	25.72066	0.171590
39	1.29E-07	26.05254	290.8949
40	7.11E-09	30.52502	0.150946
41	-1.68E-08	26.44869	0.038778
42	8.17E-07	26.01803	0.281402
43	2.42E-06	24.77744	0.115237
44	-2.08E-07	23.58547	0.198045
45	-4.47E-09	26.50406	0.090300
46	-1.81E-05	22.05889	-0.066520
47	5.93E-08	27.75468	0.110805
48	-5.48E-07	27.16529	-0.174370
49	3.10E-07	26.97801	0.039475
50	1.82E-05	23.70895	0.330590
51	-1.43E-05	23.98520	0.398533
52	-1.28E-05	24.26205	-0.010240
53	4.01E-07	24.61864	0.216583
54	2.01E-06	26.48090	0.370381
55	4.14E-06	24.40590	0.158081
56	2.46E-06	23.54214	0.343356

57	2.86E-06	24.88760	-0.196090
58	-1.50E-05	23.14596	0.381892
59	-3.31E-06	23.25636	-0.242100
60	3.01E-06	23.81266	0.126409
61	-8.57E-08	24.80334	-0.027310
62	2.01E-06	23.85312	0.217943
63	1.27E-05	25.28028	0.886870
64	-4.53E-06	26.28395	0.132418
65	-5.16E-07	24.92897	0.110904
66	3.47E-05	24.28348	16.18167
67	-6.26E-06	25.92584	0.115694
68	-1.45E-05	23.29664	0.067652
69	7.25E-05	24.02023	1.303042



**Lampiran IV**  
**Descriptif Data Lengkap**

	<b>GROWTH</b>	<b>INSD</b>	<b>INST</b>	<b>RISK</b>	<b>SIZE</b>	<b>TOBIN</b>
<b>Mean</b>	4.606869	0.030047	0.607161	-0.000730	25.37607	492812.4
<b>Median</b>	0.115237	0.008700	0.635750	6.47E-09	25.34552	313628.0
<b>Maximum</b>	290.8949	0.276000	0.930600	0.017727	32.02686	3542941.
<b>Minimum</b>	-0.432980	0.000100	0.056400	-0.046084	22.05889	8175.630
<b>Std. Dev.</b>	35.02645	0.048652	0.188152	0.006380	1.671781	592636.1
<b>Skewness</b>	8.087244	2.867739	-0.845684	-5.306355	1.616749	2.880011
<b>Kurtosis</b>	66.59820	12.67730	3.638172	40.14284	7.271355	13.12841
<b>Jarque-Bera</b>	12380.74	363.8194	9.395469	4290.133	82.51245	390.3171
<b>Probability</b>	0.000000	0.000000	0.009116	0.000000	0.000000	0.000000
<b>Observations</b>	69	69	69	69	69	69

### Lampiran V

#### Hasil Analisis *Ordinary Least Square*

Dependent Variable: TOBIN				
Method: Least Squares				
Date: 01/01/00 Time: 00:59				
Sample: 1 69				
Included observations: 69				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2808238.	1065057.	-2.636702	0.0105
INSD	1673850.	1587830.	1.054175	0.2958
INST	579273.6	391874.6	1.478212	0.1443
GROWTH	480.2528	2032.175	0.236325	0.8139
RISK	25719428	11405500	2.255002	0.0276
SIZE	114896.1	41097.15	2.795720	0.0069
R-squared	0.201638	Mean dependent var		492812.4
Adjusted R-squared	0.138276	S.D. dependent var		592636.1
S.E. of regression	550138.7	Akaike info criterion		29.35667
Sum squared resid	1.91E+13	Schwarz criterion		29.55094
Log likelihood	-1006.805	F-statistic		3.182314
Durbin-Watson stat	1.748180	Prob(F-statistic)		0.012646