

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN
DAN *CORPORATE GOVERNANCE*
TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN
(STUDI TERHADAP PERUSAHAAN PUBLIK
PADA INDUSTRI BAHAN DASAR DAN KIMIA)**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk memperoleh gelar Magister Akuntansi**

T
25780

**I PUTU BAYU WISNAWA PUTRA
0606148853**



**UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI
JAKARTA
NOVEMBER 2008**

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN
DAN *CORPORATE GOVERNANCE*
TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN
(STUDI TERHADAP PERUSAHAAN PUBLIK
PADA INDUSTRI BAHAN DASAR DAN KIMIA)**

TESIS

**I PUTU BAYU WISNAWA PUTRA
0606148853**



**UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI
JAKARTA
NOVEMBER 2008**

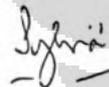
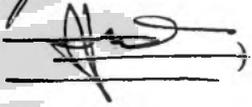
HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh

Nama : I Putu Bayu Wisnawa Putra
NPM : 0606148853
Program Studi : Magister Akuntansi
Judul Tesis : Pengaruh Struktur Kepemilikan dan *Corporate Governance* Terhadap Perusahaan (Studi Terhadap Perusahaan Publik Pada Industri Bahan Dasar dan Kimia)

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Akuntansi pada Program Studi Magister Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Sylvia Veronica ()
Penguji : Dr. Chaerul D. Djakman ()
Penguji : Ir. Tedy Fardiansyah, MM, FRM ()

Ditetapkan di : Jakarta
Tanggal : 7 November 2008

Mengetahui,
Ketua Program



Dr. Lindawati Gani
NIP. 131 653 464

KATA PENGANTAR

Puji Syukur ke hadirat Ida Sanghyang Widhi Wasa, karena dengan astungkara wara nugraha-Nya penulis dapat menyelesaikan karya akhir ini. Karya akhir ini disusun untuk memenuhi syarat guna mencapai gelar Magister Akuntansi. Disamping untuk memenuhi persyaratan tersebut, karya akhir ini dimaksudkan untuk menambah wawasan, baik bagi penulis sendiri maupun pembaca karya akhir ini, mengenai Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan. Semoga dapat bermanfaat bagi pembacanya.

Penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada orang tua dan adik penulis, yang selalu memberikan dukungan dan doa sehingga penulis dapat menyelesaikan karya akhir ini.

Pada kesempatan ini, penulis mengucapkan rasa Terima Kasih yang sebesar-besarnya kepada segenap pihak yang telah memberikan dukungan kepada penulis, yaitu:

1. Dr. Lindawati Gani, selaku ketua program studi Magister Akuntansi Universitas Indonesia.
2. Dr. Sylvia Veronica NPS selaku dosen pembimbing yang telah memberikan dukungan dan penjelasan yang sangat membantu di dalam proses penyelesaian penulisan karya akhir ini.
3. Dr Setio Anggoro Dewo yang telah memberikan masukan pada tahap awal karya tulis ini.
4. Para dosen Program Magister Akuntansi Universitas Indonesia yang telah banyak memberikan bekal berbagai disiplin ilmu maupun membagi pengalaman kepada

penulis sebagai dasar pemikiran yang tak ternilai kepada penulis di dalam penyelesaian penulisan ini.

5. Untuk teman-teman seperjuangan yang telah memberi motivasi dan dukungan kepada penulis selama menjalankan studi dan mengerjakan karya akhir ini.
6. Satpam-satpam di Kampus yang setia menemani penulis di malam-malam panjang pengerjaan karya akhir.
7. Bagian Akademik, *Office Boy*, Para orang-orang kantin. Terima Kasih atas semua bantuan dan kerjasama yang telah diberikan selama ini.
8. Kekasih saya tercinta, Rosalyn Aulia Sitohang, yang dengan penuh kesabaran tetap menemani dan memberikan semangat bagi penulis untuk menyelesaikan karya akhir ini.

Jakarta, September 2008

Penulis

RINGKASAN EKSEKUTIF

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan. Sampel penelitian berjumlah 45 perusahaan yang bergerak pada industri bahan dasar dan kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode penelitian dari tahun 2003 sampai dengan 2006.

Terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara kepemilikan saham publik dan kinerja perusahaan yang diukur dengan produktivitas pekerja, sesuai dengan pendapat Claessens dan Djankov (1999). Namun, tidak ditemukan pengaruh positif antara kepemilikan saham terbesar dengan kinerja perusahaan. Hal ini mengindikasikan kurangnya pengawasan, baik dari pemegang saham terbesar maupun dari pemegang saham minoritas, terhadap pengelola perusahaan. Kurangnya pengawasan dari pemegang saham terbesar dapat terjadi karena lemahnya sistem *corporate governance* dalam hal penempatan anggota dewan direksi. Sedangkan kurangnya pengawasan dari pemegang saham minoritas terjadi karena sifat *free rider* yang timbul karena kepemilikan yang tersebar.

Pengaruh positif yang signifikan dari jumlah anggota dewan direksi dengan produktivitas perusahaan, yang disertai pengaruh negatif yang tidak signifikan antara jumlah anggota dewan direksi dengan profitabilitas perusahaan, mengindikasikan bahwa walaupun dewan direksi telah menjalankan tugasnya, terdapat kemungkinan terjadi pemborosan dalam remunerasi dewan direksi. Tidak signifikannya pengaruh variabel-variabel pengawas internal (komisaris, komisaris independen, komite audit) dengan kinerja perusahaan mengindikasikan kurang dijalankannya *corporate governance* dengan baik.

Dari sudut pandang identitas pemilik, terdapat pengaruh positif yang signifikan antara kepemilikan asing serta kepemilikan pemerintah dengan produktivitas. Pengaruh positif antara kepemilikan asing dengan produktivitas dapat terjadi karena investor asing memiliki teknologi dan manajemen yang lebih baik, modal yang lebih besar, dan jaringan yang lebih luas, sedangkan, pengaruh positif antara kepemilikan pemerintah dan produktivitas dapat terjadi karena pemerintah, sebagai pembuat kebijakan, dapat melindungi perusahaan yang dimilikinya dari persaingan.

Keyword: Struktur kepemilikan, konsentrasi kepemilikan, kinerja perusahaan, *corporate governance*.

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR.....	i
RINGKASAN EKSEKUTIF	iii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	vii
DAFTAR LAMPIRAN	viii
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang.....	1
B. Definisi Permasalahan.....	2
C. Tujuan Penelitian.....	3
D. Kontribusi Penelitian.....	3
E. Sistematika Pembahasan.....	3
BAB II LANDASAN TEORI.....	5
A. <i>Corporate Governance</i>	5
B. Struktur Kepemilikan Perusahaan.....	6
1. Konsentrasi Kepemilikan.....	6
2. Komposisi Kepemilikan.....	8
C. Hubungan Antara Struktur Kepemilikan dan Kinerja Perusahaan.....	9
1. Pendekatan Tradisional Mengenai <i>Corporate Governance</i>	9
2. Pandangan Modern Mengenai <i>Corporate Governance</i>	10
D. Bukti Empiris Hubungan Antara Kepemilikan dan Kinerja Perusahaan.....	13
1. Negara Ekonomi Maju.....	13
2. Negara-negara Ekonomi Transisi dan Berkembang.....	16
E. Ringkasan	20
BAB III METODE PENELITIAN.....	21
A. Model Penelitian.....	21

B. Definisi Operasional Variabel-variabel Penelitian	22
1. Variabel Kinerja Perusahaan	22
2. Variabel Kepemilikan Perusahaan.....	24
3. Variabel <i>Corporate Governance</i>	26
C. Sumber Data	27
D. Pemilihan Sampel	27
E. Metode Analisis	27
F. Metode Estimasi	29
G. Pengujian Ekonometrik	31
1. Uji Autokorelasi	31
2. Uji Multikolinieritas	32
3. Uji Heteroskedastisitas.....	32
H. Hipotesis	33
I. Proses Penelitian.....	36
1. Pendahuluan	36
2. Tahap Utama.....	36
BAB IV ANALISIS HASIL PENELITIAN	37
A. Statistik Deskriptif Variabel-variabel Penelitian.....	37

B. Hasil Uji Asumsi Klasik	45
1. Uji Normalitas	45
2. Uji Autokorelasi	46
3. Uji Multikolinieritas	46
4. Uji Heterokedastisitas	47
C. Hasil Pengujian Data	48
1. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan	49
2. Pengaruh Komposisi Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan	50
3. Pengaruh Penerapan <i>Corporate Governance</i> terhadap Kinerja Perusahaan	51
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	54
A. Kesimpulan	54
B. Keterbatasan Penelitian	55
C. Saran	55
D. Implikasi Hasil Penelitian	56

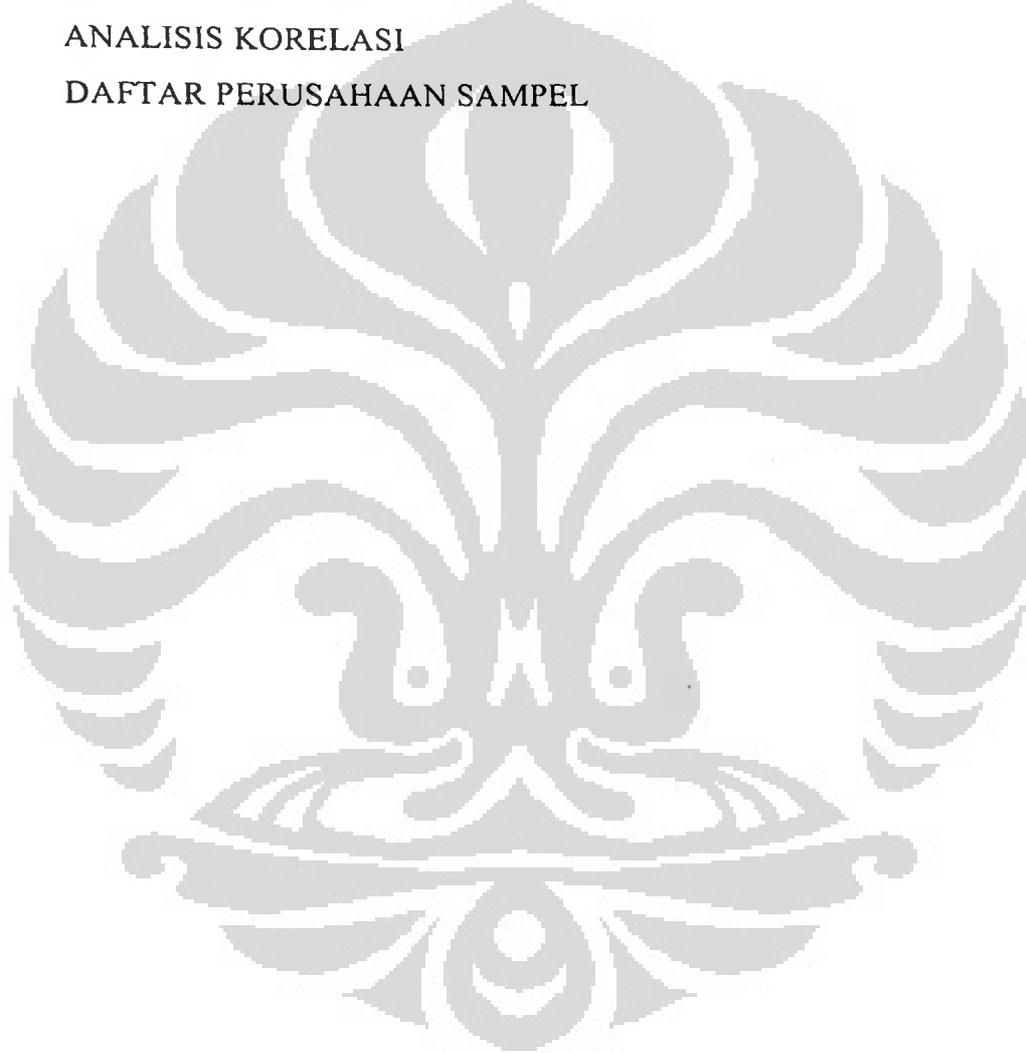
**DAFTAR PUSTAKA
LAMPIRAN**

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Pemilihan Sampel	27
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif Variabel Dependen	37
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif Variabel Independen Konsentrasi Kepemilikan	38
Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Variabel Independen Komposisi Kepemilikan	39
Tabel 4.4 Statistik Deskriptif Variabel Independen Penerapan <i>Corporate Governance</i>	40
Tabel 4.5 Analisis Korelasi Variabel Terikat Profitabilitas dengan Variabel Bebas Konsentrasi Kepemilikan	41
Tabel 4.6 Analisis Korelasi Variabel Terikat Produktivitas dengan Variabel Bebas Konsentrasi Kepemilikan	41
Tabel 4.7 Analisis Korelasi Variabel Terikat Profitabilitas dengan Variabel Bebas Komposisi Kepemilikan	42
Tabel 4.8 Analisis Korelasi Variabel Terikat Produktivitas dengan Variabel Bebas Komposisi Kepemilikan	42
Tabel 4.9 Analisis Korelasi Variabel Terikat Profitabilitas dengan Variabel Bebas Penerapan <i>Corporate Governance</i>	43
Tabel 4.10 Analisis Korelasi Variabel Terikat Produktivitas dengan Variabel Bebas Penerapan <i>Corporate Governance</i>	44
Tabel 4.11 Uji Normalitas	45
Tabel 4.12 Uji Autokorelasi	46
Tabel 4.13 Uji Multikolieritas	47
Tabel 4.14 Uji Heterokedastisitas	47
Tabel 4.15 Hasil Regresi	48

DAFTAR LAMPIRAN

LAMPIRAN 1	HASIL REGRESI DENGAN MENGGUNAKAN EIEWS
LAMPIRAN 2	HASIL UJI MULTIKOLINERITAS
LAMPIRAN 3	HASIL UJI HETEROKEDASTISITAS
LAMPIRAN 4	ANALISIS KORELASI
LAMPIRAN 5	DAFTAR PERUSAHAAN SAMPEL



BAB I PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Di negara-negara Asia Timur, termasuk Indonesia, terdapat kecenderungan konsentrasi kepemilikan yang besar. Hal tersebut ditunjukkan dengan hasil penelitian Claessens dkk. (2000) yang memperlihatkan bahwa lebih dari dua-per-tiga perusahaan publik di Indonesia dimiliki oleh beberapa keluarga. Keluarga-keluarga tersebut juga mengendalikan manajemen perusahaan dengan menaruh anggota keluarganya dalam posisi yang tinggi di perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) mengutarakan bahwa pemisahan antara kepemilikan dan fungsi pengambilan keputusan akan menimbulkan konflik keagenan antara pemilik dan manajer. Mereka mengutarakan bahwa manajer akan cenderung mendahulukan kepentingan mereka sendiri dibanding kepentingan pemegang saham, yang akan mengurangi kekayaan pemegang saham. Sehingga jika tidak ada pemisahan antara pemilik dan manajer, tidak akan terdapat konflik keagenan. Namun, jika saham perusahaan juga dimiliki publik dan kepemilikan atas perusahaan terkonsentrasi pada pihak yang juga mengendalikan manajemen, seperti di Indonesia, akan terjadi konflik keagenan baru. Claessens dkk. (2000) mengatakan bahwa dalam keadaan seperti itu, konflik keagenan akan bergeser dari konflik antara pemilik dan manajer menjadi konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas.

Standar dari *corporate governance* dan perlindungan penanam modal yang lebih rendah di wilayah Asia Tenggara dibandingkan dengan di Amerika Serikat atau Jepang (La Porta dkk., 1998), juga mendukung terjadinya konflik keagenan antara pemegang saham minoritas dan pemegang saham mayoritas.

Pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja dan nilai perusahaan telah menjadi teka-teki yang berusaha dijawab oleh para peneliti di bidang keuangan selama lebih dari tujuh dekade terakhir. Berle dan Means (1933) mengemukakan bahwa pemilik saham yang tersebar kurang memiliki kekuatan dalam menghadapi tindakan oportunistik dari pihak manajerial. Hal ini bertentangan dengan penelitian lanjutan yang dilakukan oleh Demsetz dan Lehn (1985) yang tidak menemukan hubungan yang signifikan antara konsentrasi kepemilikan dengan *return on equity* dari perusahaan. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Claessens dan

Djankov (1999) pada perusahaan di Ceko melaporkan bahwa profitabilitas perusahaan dan produktivitas tenaga kerja berkorelasi positif dengan konsentrasi kepemilikan.

Dari latar belakang yang diutarakan sebelumnya, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian terhadap pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan industri dasar dan kimia yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. pada periode 2003-2006. Pemilihan industri dasar dan kimia sebagai obyek penelitian disebabkan karena produktivitas memegang peranan yang sangat besar dalam industri tersebut, mengingat baik input maupun output dari industri tersebut pada umumnya adalah barang komoditas yang harganya tidak dapat dikendalikan oleh salah satu pemain industri. Periode 2003-2006 dipilih sebab pada periode tersebut pasar modal di Indonesia, khususnya Bursa Efek Jakarta, mengalami perkembangan yang sangat pesat. Perkembangan tersebut dapat dilihat dari perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dimana pada penutupan bursa tanggal 27 Desember 2002 IHSG ditutup pada nilai 424,95 sedangkan pada penutupan bursa tanggal 28 Desember 2006 IHSG ditutup pada nilai 1.805,52. Perkembangan sebesar 341,32% selama empat tahun, atau 44,94% per tahun selama empat tahun menunjukkan banyaknya dana yang telah dikeluarkan oleh pemegang saham minoritas untuk memperoleh kepemilikannya. Hal tersebut menimbulkan kebutuhan atas perlindungan atas hak-hak yang dimiliki pemegang saham minoritas sebagai pemegang saham perusahaan publik.

Pengukuran kinerja akan dilakukan menggunakan profitabilitas perusahaan dan produktivitas tenaga kerja yang dilihat dari laporan keuangan perusahaan. Sedangkan untuk konsentrasi kepemilikan dilihat dari daftar pemegang saham yang terdapat dalam *Indonesian Capital Market Directory*.

B. Definisi Permasalahan

Atas dasar paparan permasalahan yang dijelaskan di atas, maka penelitian ini berpijak pada penelitian yang telah dilakukan oleh Claessens dan Djankov (1999), yaitu untuk menganalisis hubungan antara struktur kepemilikan perusahaan, baik dari sisi konsentrasi kepemilikan maupun dari sisi komposisi kepemilikan, dengan kinerja perusahaan. Selain itu penelitian ini juga melihat pengaruh penerapan *corporate governance* (ukuran dewan komisaris dan direksi, proporsi komisaris independen, dan keberadaan komite audit) terhadap kinerja perusahaan.

C. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

- Mengetahui pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja operasi perusahaan.
- Mengetahui pengaruh *corporate governance* (ukuran dewan komisaris dan direksi, proporsi komisaris independen, dan keberadaan komite audit) terhadap kinerja perusahaan.

D. Kontribusi Penelitian

Penelitian ini diharapkan untuk memberikan kontribusi bagi ilmu pengetahuan, perusahaan, investor dan regulator. Kontribusi yang diharapkan antara lain sebagai berikut:

Bagi ilmu pengetahuan:

- Memberikan pandangan baru untuk penelitian selanjutnya mengenai hubungan struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan.

Bagi perusahaan:

- Memberikan suatu cara untuk membantu memperbaiki kinerja perusahaan

Bagi investor:

- Memberikan suatu cara baru untuk memprediksi kinerja dari suatu perusahaan dengan melihat struktur kepemilikan perusahaan tersebut.

Bagi regulator

- Memberikan masukan untuk perbaikan perundang-undangan dan peraturan.

E. Sistematika Pembahasan

Seluruh rangkaian penelitian ini akan dibahas dalam lima bab dengan sistematika sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini akan menguraikan mengenai latar belakang dari penulisan serta permasalahannya. Disamping itu juga akan dikemukakan tujuan dan kerangka serta kegiatan penelitian, kemudian sistematika pembahasan secara keseluruhan

BAB II LANDASAN TEORI

Bab ini berisi tentang landasan teori yang digunakan, meliputi perkembangan corporate governance dan perkembangan penelitian tentang konsentrasi kepemilikan

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini akan menjelaskan rencana dan prosedur penelitian yang digunakan oleh penulis untuk memperoleh hasil yang sesuai dengan permasalahan dan tujuan penelitian

BAB IV ANALISIS HASIL PENELITIAN

Bab ini berisi uraian hasil penelitian secara mendalam. Disamping itu, bab ini juga mengemukakan temuan dari hasil penelitian yang telah dilakukan

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini akan memberikan kesimpulan dan saran mengenai hasil penelitian yang telah diuraikan di dalam Bab pembahasan

BAB II LANDASAN TEORI

A. *Corporate Governance*

Good corporate governance membahas mengenai hubungan antara perusahaan, pemegang saham, dan masyarakat. *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) mendefinisikan *good corporate governance* sebagai “Seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan.”

Good corporate governance telah menjadi isu penting dalam pengelolaan perusahaan di banyak negara. Krisis yang melanda Asia di tahun 1997-1998 telah mempopulerkan isu efektivitas *good corporate governance* yang dijalankan di dalam perusahaan-perusahaan di Asia Tenggara. Akan tetapi bagaimana *good corporate governance* tersebut berjalan tergantung dari bagaimana sistem bisnis yang berlaku di suatu negara (Pedersen dan Thomsen, 1999). Bahkan kondisi makro kultural dapat menjadi faktor yang mempengaruhi bagaimana sebuah perusahaan itu dikelola (Kuada dan Gullestrup, 1998). Kondisi ini akan mempengaruhi sistem ekonomi secara makro, dan kemudian pada akhirnya akan mempengaruhi sistem keuangannya. Keberkaitan dari kondisi makro kultural suatu negara akan memberikan dampak pada banyak aspek bisnis, misalnya pola struktur kepemilikan (Berglof, 1990) sistem dalam perusahaan (Moerland, 1995), dan orientasi *corporate governance* (Kim dan Hoskinsson, 1977). Perbedaan hal-hal tersebut, khususnya di negara-negara Asia Tenggara, seperti yang telah diutarakan oleh La Porta dkk. (1998) mengakibatkan perbedaan penerapan GCG di berbagai di negara.

Persoalan *corporate governance* muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol pada perusahaan. Ketika manajer menjalankan perusahaan yang pemegang sahamnya tersebar, maka manajer tersebut mungkin saja tidak akan bertindak sesuai kepentingan pemilik-pemilik sahamnya. Masalah agensi atau *moral hazard* ini dapat terjadi tidak hanya antara manajer dan pemilik saham, namun juga antara pemilik saham mayoritas dan pemilik saham minoritas, pemilik saham dan kreditor, serta pemilik saham yang juga

sekaligus pemilik kontrol dengan pihak-pihak lain yang berkepentingan dengan perusahaan seperti pemasok, dan pegawai. Sistem *corporate governance* yang baik harus memberikan perlindungan yang efektif pada pemilik saham dan kreditor serta harus membantu menciptakan lingkungan yang kondusif bagi pertumbuhan perusahaan yang berkelanjutan.

Sistem *corporate governance* terdiri dari:

- Sekumpulan peraturan yang menetapkan hubungan antara pemilik saham, manajer, kreditor, pemerintah, dan pihak-pihak lainnya yang berkepentingan terhadap perusahaan yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban-kewajibannya.
- Sekumpulan mekanisme yang membantu pelaksanaan peraturan-peraturan diatas, baik secara langsung maupun tidak langsung.

Pembahasan mengenai *corporate governance* dan keuangan berfokus pada struktur kepemilikan, kontrol dari dan perlindungan terhadap pemilik saham, pengawasan dari dan perlindungan terhadap kreditor, pasar bagi kontrol perusahaan, serta peranan dari persaingan pasar.

B. Struktur kepemilikan perusahaan

Struktur kepemilikan perusahaan adalah faktor yang paling penting dalam membentuk sistem *corporate governance* suatu negara (Shleifer dan Vishny, 1997). Secara khusus, struktur kepemilikan menentukan sifat dari masalah agensi yaitu apakah konflik antara manajer dan pemilik saham yang dominan terjadi diperusahaan, ataukah konflik antara pihak pemilik kontrol perusahaan dan pemilik saham minoritas yang lebih dominan terjadi. Aspek utama struktur kepemilikan yang akan dibahas dalam bagian ini adalah konsentrasi dan komposisi kepemilikan

1. Konsentrasi kepemilikan

Tingkat konsentrasi kepemilikan suatu perusahaan menentukan pembagian kekuasaan antara manajer dan pemilik saham (Jensen dan Warner, 1988). Ketika kepemilikannya relatif tersebar, kontrol yang dilakukan pemilik saham cenderung lemah karena buruknya pengawasan yang dilakukan pemegang saham. Ketidakhampuan pemilik saham untuk melakukan proses pengawasan berhubungan dengan masalah *free rider*. Pemegang saham kecil tidak akan tertarik melakukan pengawasan karena mereka

menanggung seluruh biaya pengawasan namun hanya memperoleh sebagian kecil dari keuntungan perusahaan. Jika seluruh pemilik saham kecil berlaku sama, maka tidak akan ada usaha pengawasan yang dilakukan terhadap pihak manajemen. Di Amerika dan Inggris, dimana kepemilikan perusahaannya relatif tersebar, mekanisme utama untuk melindungi pemilik saham dari tindakan pengambilalihan oleh manajer adalah melalui perlindungan hukum dan proses *corporate governance* yang dilakukan oleh pasar.

Ketika kepemilikan saham perusahaan relatif terkonsentrasi, pemilik saham besar dapat memainkan peranan penting dalam mengawasi pihak manajemen perusahaan. Pada kenyataannya, di benua Eropa, Asia, Amerika Latin, dan Afrika dimana kepemilikan sahamnya terkonsentrasi, manajemen perusahaan biasanya berada di tangan pemilik saham yang memegang kontrol atas perusahaan. Masalah fundamental dalam *corporate governance* dibawah struktur kepemilikan yang terkonsentrasi adalah mengenai bagaimana cara melindungi pemilik saham minoritas dari pengambilalihan oleh pemilik saham mayoritas yang juga sekaligus pemilik kontrol perusahaan. Masalah tersebut penting karena pemilik-pemilik saham yang juga sekaligus pemilik kontrol perusahaan itu mungkin saja bertindak sesuai dengan kepentingannya sendiri diatas biaya pemilik saham minoritas dan investor lainnya. Tindakan-tindakan tersebut dapat berupa pembayaran dividen khusus bagi mereka sendiri, mendorong perusahaan melakukan hubungan bisnis yang tidak menguntungkan dengan perusahaan lain yang juga mereka kontrol, mengerjakan proyek-proyek berisiko tinggi sementara investor-investor lainnya yang mungkin menjadi kreditor menanggung akibatnya.

Beberapa penelitian empiris menemukan bahwa hubungan antara tingkat konsentrasi kepemilikan dan keuntungan adalah berbentuk huruf U terbalik yang artinya ketika konsentrasi kepemilikan meningkat dari tingkat yang sangat rendah maka biaya-biaya agensi akan berkurang akibat meningkatnya pengawasan yang dilakukan pemilik saham, namun begitu kepemilikan saham meningkat sampai batas tertentu maka biaya agensi akan melebihi keuntungan-keuntungannya yang pada akhirnya akan menurunkan tingkat keuntungan.

2. Komposisi Kepemilikan

Aspek kedua dari struktur kepemilikan perusahaan adalah mengenai komposisinya, yaitu siapa yang menjadi pemilik saham dan yang lebih penting adalah siapa diantara mereka yang memegang kontrol kelompok. Pemilik saham dapat berupa individu, keluarga, atau kelompok keluarga, perusahaan *holding*, bank, investor yang berbentuk institusi (seperti perusahaan keuangan, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, perusahaan dana pensiun, atau reksa dana), pihak-pihak asing, manajer perusahaan, ataupun perusahaan-perusahaan non keuangan. Jika suatu keluarga atau kelompok keluarga adalah pemilik saham yang signifikan maka mereka akan mementingkan pengontrolan dalam hal manfaat maupun keuntungan. Masalah yang muncul akibat kepemilikan bank yang signifikan atas perusahaan non keuangan adalah mereka akan dengan mudah memberikan pinjaman dana pada perusahaan miliknya yang berakhir pada proyek-proyek investasi buruk yang dapat mengakibatkan perusahaan dilikuidasi. Masalah tersebut muncul akibat konflik kepentingan yang mungkin terjadi ketika bank bertindak baik sebagai pemilik maupun kreditor.

Pengaruh kepemilikan oleh pihak dalam perusahaan (dalam hal ini manajer) terhadap kinerja perusahaan telah disinggung oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam penelitiannya. Mereka berpendapat bahwa para manajer memiliki insentif untuk mengejar kepentingan-kepentingannya sendiri dimana kepentingan-kepentingan tersebut dapat merugikan para pemilik saham. Apabila manajer memiliki saham, maka kepentingan manajer dapat disamakan dengan kepentingan pemegang saham. Secara empiris, kinerja perusahaan diharapkan memiliki arah yang positif bila dihubungkan dengan tingkat kepemilikan manajerial. Bagaimanapun juga, kepemilikan manajerial yang terus meningkat juga dapat mengisolasi manajer dari pengawasan pasar, yang pada akhirnya dapat mengurangi kinerja perusahaan (Demsetz, 1983; Stulz, 1988). Pendekatan ini telah dikarakteristikan sebagai hipotesis mengenai *managerial entrenchment*, yang berlawanan dengan hipotesis mengenai *convergence of interest* oleh Jensen dan Meckling (1976).

Keberadaan investor-investor asing dalam struktur kepemilikan perusahaan diharapkan akan menaikkan kinerja perusahaan karena beberapa alasan. Pertama, mereka akan menambah tekanan kepada manajer dengan menyediakan tambahan pengawasan. Kedua, mereka dapat memberikan modal-modal baru dan mempekerjakan manajer yang

terlatih. Ketiga mereka membantu perusahaan-perusahaan lokal miliknya untuk mendaftar di pasar internasional yang mengakibatkan biaya perolehan modalnya menjadi lebih rendah (Bekaert dan Harvey, 2000; Hendry, 2000).

C. Hubungan antara Struktur Kepemilikan dan Kinerja Perusahaan

1. Pendekatan Tradisional Mengenai *Corporate Governance*

Pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap efisiensi dan kinerja perusahaan telah menjadi fokus perdebatan para ilmuwan selama 70 tahun terakhir setelah Berle dan Means (1932) menerbitkan hasil penelitiannya yang menyatakan bahwa para pemilik saham yang tersebar kurang memiliki kekuatan dalam menghadapi tindakan oportunistik dari pihak manajerial. Sejak tahun 1970, pengaruh tersebut biasanya dianalisis dalam konteks hubungan prinsipal agen antara pemilik saham dan manajer. Dalam perusahaan hubungan agensi muncul sebagai akibat dari penyebaran kepemilikan di antara pemegang saham kecil, dimana sejumlah pemilik kecil tersebut tidak mampu menjalankan perusahaannya secara kolektif, dan harus mentransfer hak kontrolnya atas perusahaan kepada pihak khusus, yaitu manajemen.

Berdasarkan *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976), pemisahan antara kepemilikan dan kontrol mengakibatkan biaya agensi semakin meningkat, yang pada akhirnya akan memperburuk kinerja perusahaan. Karena kepentingan manajer (agen) tidak selalu sama dengan kepentingan pemilik (prinsipal), maka akan muncul risiko dimana sumber-sumber daya yang dimiliki perusahaan digunakan bukan untuk memberikan keuntungan bagi pemilik saham. Akibatnya, para pemilik saham memerlukan alat kontrol atas perilaku para manajer

Jensen (1997) menyatakan ada empat alat kontrol yang berhubungan dengan perusahaan yang menyebabkan keputusan-keputusan manajer dalam hal ini menjadi optimal dilihat dari sisi para pemilik saham. Keempat alat kontrol tersebut adalah pasar modal, sistem peraturan dan hukum, faktor pasar dan produknya, dan sistem kontrol internal. Sistem kontrol internal memberikan kesempatan bagi pemilik saham untuk berpartisipasi dalam sistem *governance* melalui pemilihan dan perwakilan jajaran direksi, selain itu sistem kontrol internal juga bertindak sebagai suatu mekanisme langsung dimana para

pemilik saham dapat mempengaruhi keputusan pihak manajemen. Bagaimanapun, kemampuan mekanisme tersebut menjadi terbatas pada struktur kepemilikan yang tersebar pada perbaikan *corporate governance* dianggap sebagai barang publik bagi para pemilik saham kecil. Karena adanya kebiasaan *free-riding* yang dilakukan pemilik-pemilik saham kecil, maka para manajer hanya menerima sedikit kontrol sehingga mereka dapat dengan mudah menggunakan kedudukannya untuk mencapai kepentingannya sendiri, diantaranya mengambil alih dana investor, membangun kerajaan sendiri, atau mengambil jalan yang mudah dalam menjalankan perusahaan.

Berdasarkan alasan-alasan tersebut, maka struktur kepemilikan yang terkonsentrasi adalah salah satu cara untuk mengurangi masalah agensi antara pemilik dan manajer. Literatur mengenai *corporate governance* menyatakan bahwa para pemilik saham besar memiliki insentif yang lebih besar dan kesempatan yang lebih baik untuk melaksanakan kontrol atas manajer dibanding insentif dan kesempatan yang dimiliki para pemilik saham kecil. Lebih dari itu, beberapa peneliti berpendapat bahwa mekanisme *corporate governance* yang paling sering digunakan adalah konsentrasi kepemilikan (Shleifer dan Vishny, 1997)

Kesimpulannya, pendekatan tradisional memandang masalah utama dari *corporate governance* sebagai perlawanan dari kepentingan diri manajer dan lemahnya kekuatan dari para pemilik saham yang tersebar.

2. Pandangan Modern Mengenai *Corporate Governance*

Dalam tahun-tahun terakhir ini, konsep mengenai *corporate governance* mengalami perubahan secara substansi. Hal tersebut disebabkan adanya kenyataan bahwa perusahaan yang kepemilikannya tersebar secara luas, yang mana merupakan fokus utama dari literatur mengenai *corporate governance*, adalah suatu fenomena yang jarang ditemukan kecuali di beberapa negara yang menganut *common law system*. Hampir sebagian besar negara di dunia termasuk sebagian besar negara-negara di dunia memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Manajer pada perusahaan dengan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi tidak lagi dapat bertindak sesuai dengan kemauannya sendiri, selain itu mereka juga dipaksa untuk membuat strategi perusahaan yang tergantung pada kewajiban non transparansi para pemegang saham besar. Akibatnya, konsep

mengenai *corporate governance* diperluas hingga mencakup hubungan antara manajer, para pemilik saham besar, dan para pemilik saham kecil.

Konsep baru ini menambah kerumitan dalam menganalisis hubungan antara kepemilikan dan kinerja perusahaan. Khususnya kenyataan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi memiliki biaya. Biaya-biaya tersebut akan meningkat ketika para pemilik saham besar mampu mempengaruhi keputusan perusahaan secara langsung, memaksimalkan nilai yang diperolehnya, dan mengambil hak (bagian) para pemilik saham kecil atas *residual income*. Fenomena ini telah menerima banyak perhatian dari beberapa peneliti, khususnya Barclay dan Holderness (1989). Untuk memperbesar *private benefit of control* (keuntungan pribadi dari hak kontrol perusahaan) diperlukan biaya, seperti kasus dalam *transfer pricing*, yang pada akhirnya akan memperburuk kinerja perusahaan.

Konsekuensi negatif lainnya dari struktur kepemilikan yang terkonsentrasi adalah termasuk meningkatnya biaya-biaya modal yang berkenaan dengan likuiditas pasar yang lebih rendah dan menurunnya kesempatan melakukan diversifikasi bagi para investor (Fama dan Jensen, 1983). Lebih jauh, kepemilikan yang terkonsentrasi mencegah timbulnya tambahan pengawasan atas manajer oleh pasar saham yang biasa terjadi pada struktur kepemilikan yang lebih tersebar dimana tingkat likuiditas sahamnya juga tinggi (Holmstorm dan Tirole, 1993). Beberapa penelitian terakhir mencatat bahwa terlalu tingginya konsentrasi kepemilikan dapat mengakibatkan terjadinya pengawasan yang berlebihan oleh para pemilik saham atas manajer yang pada akhirnya akan mengurangi inisiatif para manajer. Inisiatif yang dimiliki manajer itu tidak perlu dianggap berbahaya karena dapat memberikan manfaat bagi perusahaan dengan cara mendorong manajer-manajer untuk melakukan investasi yang menguntungkan perusahaan (Burkart dkk., 1997). Jadi terdapat hubungan *trade-off* antara keuntungan pengawasan yang dapat diperoleh melalui struktur kepemilikan yang terkonsentrasi dan manfaat potensial dengan memberikan kesempatan bagi manajer untuk bertindak sesuai dengan keinginannya melalui struktur kepemilikan yang tersebar.

Pendekatan tradisional yang menitikberatkan pada perlindungan bagi para pemilik saham dari sikap oportunistik pihak manajerial saat ini menerima banyak kritikan karena dianggap terlalu banyak kekurangannya dan sangat terbatas. Kekurangan-kekurangan ini

khususnya terlihat jelas dalam penerapannya di negara-negara transisi dan berkembang, dimana para investor besar yang strategis merupakan pelaku utama pada *corporate governance*.

Literatur-literatur baru mengenai *corporate governance* juga memberikan perhatian yang besar pada masalah mengenai identitas pemilik saham. Ditekankan juga bahwa fungsi obyektif dan biaya-biaya pelaksanaan kontrol atas manajer berbeda-beda secara substansi bagi tipe pemilik saham yang berbeda-beda. Implikasinya adalah bahwa masalahnya bukan hanya seberapa banyak saham yang dimiliki oleh si pemilik saham, tetapi juga siapakah yang menjadi pemilik saham tersebut (individu, pegawai perusahaan, manajer perusahaan, institusi keuangan, atau perusahaan non keuangan).

Diantara pola kepemilikan yang berbeda-beda, kepemilikan saham oleh pihak manajerial perusahaan adalah yang paling kontroversial. Hal tersebut terjadi karena kepemilikan oleh pihak manajerial memiliki dampak yang ambivalen terhadap kinerja perusahaan. Di satu sisi, kepemilikan oleh manajerial dianggap sebagai alat untuk menyamakan kepentingan para manajer dengan kepentingan para pemilik saham. Kepemilikan oleh manajerial menyediakan insentif bagi manajer untuk memaksimalkan keuntungan yang kemudian dapat memperbaiki kinerja perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Di sisi yang lain, kepemilikan oleh manajerial mengembangkan sikap *managerial entrenchment* dari manajer yang khususnya banyak mengeluarkan biaya ketika mereka memiliki kualifikasi yang rendah atau memilih kehidupan yang serba mudah (Morck dkk., 1988 dan Stultz, 1988). Dampak keseluruhan dari kepemilikan oleh pihak manajerial terhadap kinerja perusahaan tergantung pada mana yang lebih kuat pengaruhnya, apakah insentif untuk menyamakan kepentingan ataukah dampak *entrenchment*. Kesimpulannya adalah bahwa bagian kepemilikan manajer yang optimal tidak dapat diturunkan dari teori yang sudah ada dan sebaliknya ditentukan melalui penelitian-penelitian empiris.

Hasil dari kepemilikan saham oleh pihak dari luar perusahaan tergantung pada seberapa besar kemampuan pihak luar tersebut mengawasi dan mengontrol manajer. Diasumsikan, konsentrasi kepemilikan oleh pihak luar perusahaan meningkatkan kemungkinan terjadinya kontrol atas manajer. Bagaimanapun, dampak dari konsentrasi kepemilikan di tangan pihak luar perusahaan terhadap kinerja perusahaan dianggap sebagai suatu fungsi yang tidak berkelanjutan dan tergantung pada pendistribusian kontrol

atas perusahaan. Sebagai contoh, pola governance yang agak berbeda mungkin terjadi ketika di perusahaan terdapat pemilik mayoritas tunggal yang mengontrol perusahaan, atau terdapat dua pemilik saham besar yang kepentingannya saling bertentangan.

Beberapa kelompok investor dari luar perusahaan mungkin dengan sengaja menjauhkan diri dari memiliki jumlah saham yang besar pada suatu perusahaan. Ini adalah kasus yang banyak terjadi pada institusi keuangan, seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan yang mengelola dana investasi, dan lain-lain yang lebih memilih faktor likuiditas investasinya daripada melakukan kontrol yang lebih ketat atas perusahaan (Coffee, 1991). Perusahaan-perusahaan industri yang juga merupakan pemilik saham di perusahaan lain biasanya cenderung untuk mengambil posisi yang lebih aktif dalam *corporate governance*.

D. Bukti Empiris Mengenai Hubungan Antara Kepemilikan Dan Kinerja Perusahaan

1. Negara Ekonomi Maju

Pada bagian ini dibahas mengenai penelitian empiris tentang hubungan antara kepemilikan dan kinerja perusahaan yang dilakukan di negara-negara barat. Sebagian besar menggunakan data dari Amerika Serikat dan mengikuti pendekatan tradisional (Berle dan Means, 1932).

Demsetz dan Lehn (1985) menggunakan model regresi *cross sectional* untuk menguji hubungan antara *accounting rate of return* dan sejumlah variabel yang mencerminkan konsentrasi kepemilikan yang diukur dengan menggunakan persentase saham yang dimiliki oleh 5 pemilik saham terbesar, 20 pemilik saham terbesar, dan *Herfindahl index* dari kepemilikan saham. Hasil yang diperoleh menunjukkan tidak adanya hubungan yang secara statistik signifikan antara tingkat keuntungan akuntansi dan konsentrasi kepemilikan saham. Hal ini menjadi bukti bahwa struktur kepemilikan yang sudah ada telah dioptimalkan melalui seleksi alami. Prowse (1992) menerapkan model Demsetz dan Lehn pada sampel perusahaan-perusahaan di Jepang. Serupa dengan kasus di Amerika, Prowse juga tidak menemukan hubungan yang signifikan secara statistik antara tingkat kepemilikan dan kinerja perusahaan di Jepang.

Morck dkk. (1998) menguji hubungan antara Tobin's Q yang diukur dengan menggunakan rasio nilai pasar perusahaan terhadap nilai pengganti aset-asetnya dan bagian saham yang dimiliki oleh anggota jajaran direksi dengan menemukan sampel sebanyak 371 perusahaan di Amerika Serikat. Mereka menemukan hasil-hasil sebagai berikut:

- a. Konsentrasi kepemilikan saham memiliki hubungan yang positif dengan Tobin's Q selama kepemilikan saham oleh direksi tidak melebihi 5%
- b. Konsentrasi kepemilikan saham memiliki hubungan yang negatif dengan Tobin's Q ketika kepemilikan saham oleh direksi berada antara 5%-25%
- c. Konsentrasi kepemilikan saham memiliki hubungan positif yang lemah dengan Tobin's Q ketika kepemilikan saham oleh direksi berada di atas 25%

Hubungan yang lebih lemah ditemukan ketika tingkat pengembalian akuntansi digunakan sebagai indikator dari kinerja perusahaan. Dengan kata lain, hasil di atas menunjukkan bukti adanya dua efek yang bekerja yang berhubungan dengan kepemilikan saham oleh pihak manajerial perusahaan, yaitu efek yang timbul dari kesamaan kepentingan antara pihak manajerial sebagai pemilik saham dan pemilik-pemilik saham lainnya dan efek yang timbul dari *managerial entrenchment*. Mereka juga mendiskusikan beberapa penjelasan lain yang berkenaan dengan adanya hubungan positif yang relatif lemah antara kepemilikan saham oleh pihak manajerial dan kinerja perusahaan dimana dalam hal ini mereka menyimpulkan adanya hubungan kausalitas berlawanan (*reversed causality*) yang berperan, yaitu ketika para manajer dari perusahaan yang memiliki kinerja baik menerima kompensasi dalam jumlah besar dalam bentuk saham. Jadi, kemungkinan besar saat itu kinerja perusahaanlah yang mempengaruhi kepemilikan saham oleh pihak manajer dan bukan sebaliknya.

McConel dan Servaes (1990) menguji hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Sebagai ukuran kepemilikan sahamnya, mereka menggunakan persentase kepemilikan saham oleh pihak manajerial perusahaan, kepemilikan saham oleh investor yang berbentuk institusi, dan kepemilikan saham oleh *block holders* (investor-investor yang memiliki saham dalam jumlah besar dari luar perusahaan). Mereka menemukan adanya hubungan yang berbentuk huruf U terbalik antara Tobin's Q dan kepemilikan saham oleh pihak

manajerial perusahaan. Disamping itu, mereka juga menemukan adanya hubungan yang positif antara Tobin's Q dan kepemilikan saham oleh investor yang berbentuk institusi.

Agrawal dan Knobber (1996) menganalisis adanya keterkaitan antara mekanisme-mekanisme kontrol alternatif, yaitu manajer sebagai pemilik saham, institusi, dan *blockholders*, pengangkatan *outside director*, kebijakan hutang, pasar tenaga kerja yang menyediakan manajer-manajer bagi perusahaan, dan pasar untuk kontrol perusahaan. Mereka menemukan pengaruh yang positif dari kepemilikan saham oleh manajerial terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Mereka juga menemukan bahwa kepemilikan saham oleh *blockholders* dan institusi memberikan kesempatan kepada pihak-pihak dari luar perusahaan untuk secara aktif ikut berperan dalam perusahaan.

Edwards dan Weichenrieder (1999) menyelidiki dampak dari keberadaan para pemilik saham besar terhadap tingkat kesejahteraan para investor minoritas pada perusahaan-perusahaan di Jerman. Mereka menemukan bahwa dua dampak yang menguntungkan yang berhubungan dengan keberadaan pemilik-pemilik saham besar di perusahaan, yaitu adanya tingkat pengawasan yang lebih besar terhadap manajemen dan pengurangan insentif-insentif untuk mengeksploitasi para pemilik saham minoritas melebihi dampak yang merugikan yang berhubungan dengan pengurangan *private benefits of control* yang lebih besar.

Holderness dkk. (1999) mempelajari perkembangan dari struktur kepemilikan perusahaan dan mekanisme *corporate governance* sejak *great depression* dan menemukan bahwa kepemilikan dari perusahaan-perusahaan publik oleh pihak manajerial telah meningkat rata-rata dari 13% pada tahun 1935 menjadi 22% pada tahun 1995. Hal ini menunjukkan bahwa pemisahan antara kepemilikan dan kontrol atas perusahaan tidaklah sempurna bahkan di tahun 1930, ketika hipotesis Berle dan Means (1932) banyak digunakan. Penemuan lainnya yang penting adalah adanya peningkatan profitabilitas yang signifikan akibat meningkatnya kepemilikan oleh pihak manajerial perusahaan yang berkisar pada tingkat 0%-5% dan menurunnya profitabilitas akibat meningkatnya kepemilikan oleh pihak manajerial pada kisaran 5%-25% yang diperoleh dari sampel tahun 1935. Pada penggunaan sampel tahun 1995, Tobin's Q

secara signifikan meningkat ketika kepemilikan oleh manajerial meningkat pada kisaran 0%-5%.

Dari penemuan-penemuan empiris di atas, dapat disimpulkan bahwa pendekatan yang dominan digunakan untuk menjelaskan masalah mengenai hubungan antara kepemilikan dan kinerja perusahaan adalah dengan menggunakan analisis regresi dari perusahaan secara *cross section*, dimana profitabilitas dan Tobin's digunakan sebagai variabel dependen dan bermacam-macam bentuk struktur kepemilikan digunakan sebagai variabel regresornya. Namun ternyata terdapat pendekatan-pendekatan dengan menggunakan metodologi lainnya.

Wruck (1998) menguji perubahan nilai perusahaan pada saat pengumuman *private placement*. Dasar pemikiran dari penelitian ini adalah bahwa penjualan saham secara pribadi berlawanan dengan penawaran saham kepada publik, akan cenderung menghasilkan konsentrasi kepemilikan yang besar. Wruck juga menemukan bahwa konsentrasi kepemilikan mempunyai dampak yang positif atas nilai perusahaan.

Kesimpulan yang diperoleh dari penelitian-penelitian empiris yang sudah dijabarkan adalah tidak ditemukannya hasil penelitian yang konsisten dan sempurna. Tidak konsistennya hasil-hasil penelitian empiris tersebut dapat disebabkan karena adanya perbedaan pengukuran kinerja perusahaan yang digunakan. Sebagai contoh, hasil yang menunjukkan tidak adanya hubungan antara kepemilikan dan kinerja perusahaan biasanya ditemukan ketika kinerja perusahaan diukur dengan menggunakan tingkat pengembalian akuntansinya. Sebaliknya, beberapa hasil penelitian yang menggunakan Tobin's Q sebagai ukuran kinerja perusahaan terlihat sesuai dengan teori yang memprediksikan adanya dampak yang positif dari tingkat konsentrasi kepemilikan dan dampak gabungan (positif dan negatif) dari tingkat kepemilikan oleh pihak manajerial perusahaan.

2. Negara-negara Ekonomi Transisi dan Berkembang

Hubungan antara kepemilikan dan kinerja perusahaan di negara-negara transisi telah mendapat perhatian yang besar berkenaan dengan implikasi kebijakan yang ekstensif dan kemungkinan diperolehnya pengetahuan baru. Seperti yang telah dikemukakan oleh Frydman dkk (1997), keanekaragaman bentuk-bentuk kepemilikan

pada tahap-tahap awal perkembangannya dan penyebaran bentuk-bentuk tersebut tanpa memperhatikan tingkat efisiensinya bagi tipe-tipe bisnis tertentu memungkinkan para peneliti untuk mempelajari keuntungan relatif dari bentuk-bentuk kepemilikan yang berbeda sebelum tingkat efisiensinya yang kurang akan menghilang. Mereka juga menyatakan bahwa belum berkembangnya dan tidak adanya beberapa mekanisme sebagai pengganti peran dari pemilik-pemilik perusahaan di negara-negara transisi (contohnya *market for corporate control* dan pelaksanaan kebangkrutan) memberikan kesempatan untuk menyingkap dampak yang sesungguhnya dari struktur kepemilikan.

Xu dan Wang (1997) menguji hubungan antara kepemilikan dan kinerja perusahaan dengan menggunakan sampel perusahaan-perusahaan publik di Cina. Mereka menemukan adanya hubungan yang positif dan signifikan antara tingkat konsentrasi kepemilikan dan kinerja perusahaan, khususnya pada tipe kepemilikan *legal person*. Hal tersebut menunjukkan bahwa tipe kepemilikan saham oleh *legal person* dan dalam jumlah besar (contohnya, investor yang berbentuk institusi) memiliki insentif dan kekuatan untuk mengawasi dan mengontrol perilaku dari manajemen perusahaan dan memainkan peran yang signifikan dalam *corporate governance*. Hasil tersebut semakin kuat ketika indikator dari tingkat konsentrasi kepemilikan dan tipe-tipe kepemilikan dimasukkan ke dalam regresi. Selain itu, mereka juga menemukan ketidakefisienan pada perusahaan yang dimiliki negara sebagai pemilik saham terbesar serta pentingnya konsentrasi kepemilikan dan peranan dari pemilik saham besar dan *blockholders*.

Frydman dkk. (1997) menemukan dampak yang positif dari kepemilikan saham oleh pihak swasta terhadap perolehan pendapatan, restrukturisasi biaya, perluasan lapangan pekerjaan dan penanggulangan *hard shock* dari proses marketisasi di negara-negara transisi. Mereka juga membahas perbedaan kinerja antar tipe kepemilikan swasta dan beberapa penemuan-penemuannya dalam lingkup tersebut yang berlawanan dengan keyakinan mengenai kepemilikan perusahaan yang tersebar secara luas yang memperhatikan dampak dari kepemilikan oleh pihak manajerial dan peranan dari dana swastanisasi dan investor-investor asing.

Claessens dan Djankov (1999) menggunakan sampel *cross-section* selama periode 1992-1997 dan menemukan bahwa tingkat kepemilikan yang lebih

terkonsentrasi dihubungkan dengan tingkat profitabilitas dan produktivitas pekerja yang lebih tinggi.

Di Rusia, penelitian mengenai struktur kepemilikan dan hubungannya terhadap kinerja perusahaan lebih banyak dilakukan dengan menggunakan data-data yang dikumpulkan pada akhir proses privatisasi dengan sistem *voucher*. Salah satu contohnya adalah EBRD Transition report (1995) yang berisi pernyataan mengenai terjadinya inefisiensi pada perusahaan-perusahaan yang didominasi oleh pihak-pihak dalam perusahaan dan didukung oleh bukti-bukti empiris dari periode awal setelah privatisasi di Rusia dan negara-negara Eropa Timur.

Willer (1997) melakukan sampel sebanyak 140 perusahaan yang memiliki saham gabungan terbesar, dan menemukan bahwa pemilik saham besar mampu melakukan tekanan terhadap pihak manajemen perusahaan. Penelitian dan penemuan tersebut dapat digunakan untuk membuktikan bahwa keberadaan para pemilik saham besar dapat memperbaiki kinerja perusahaan.

Earle (1998) menguji dampak dari struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan-perusahaan di Rusia. Setelah akhir dari privatisasi dengan sistem kupon pada tahun 1994, Earle menggunakan produktivitas tenaga kerja sebagai ukuran kinerja perusahaan dan menggunakan estimasi variabel instrumen tahap dua untuk memperbaiki hasil regresi mengenai endogenitas dari struktur kepemilikan. Ia menemukan adanya dampak yang positif dari kepemilikan saham oleh pihak dari luar perusahaan dan kepemilikan oleh pihak manajer perusahaan terhadap tingkat produktivitas perusahaan.

Brown dan Earle (2000) menggunakan sekumpulan data panel dari tahun 1993-1998 yang meliputi 82% lapangan kerja industri pada tahun 1993. Mereka menemukan hasil sebagai berikut, bahwa pelaku-pelaku pasar terbaik adalah perusahaan yang dimiliki oleh pihak pemerintah daerah, yang selanjutnya diikuti oleh perusahaan yang perusahaan yang dimiliki secara bersama oleh pemerintah dan swasta, perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah daerah dan pemerintah pusat, perusahaan *joint venture*, dan perusahaan swasta. Diantara bentuk-bentuk kepemilikan oleh swasta, perusahaan yang dimiliki oleh pihak dalam perusahaan dalam jumlah besar mempunyai kinerja signifikan buruk, sementara perusahaan-perusahaan yang bagian sahamnya dimiliki

oleh perusahaan *holding*, pihak asing, dan saham-saham emas memperlihatkan kinerja yang baik.

Kapelyusnikov (2000) menambah jumlah hasil penelitian dengan melakukan survei yang diadakan pada tahun 1995, 1997, dan 1999 oleh *Russian Economic Barometer*. Kapelyushnikov melaporkan adanya hubungan yang non-linear antara tingkat konsentrasi kepemilikan dan kinerja perusahaan, dimana perusahaan yang memperlihatkan kinerja terbaik adalah perusahaan yang tingkat konsentrasi kepemilikannya tidak terlalu besar atau terlalu kecil. Ia juga menekankan pentingnya membedakan identitas para pemilik saham besar untuk dapat menarik kesimpulan yang dapat dipercaya mengenai peranan dari konsentrasi kepemilikan. Dalam penelitian tersebut, kinerja perusahaan yang buruk ternyata menjadi ciri perusahaan yang memiliki tingkat konsentrasi kepemilikan saham tertinggi. Para pemilik saham terbesar perusahaan bukan merupakan para pemilik saham berbentuk perusahaan keuangan yang berasal dari luar perusahaan ataupun negara. Ia juga mengatakan bahwa fungsi utama para pemilik saham berbentuk non perusahaan yang berasal dari luar perusahaan adalah untuk melindungi perusahaan (misalnya para manajer) dari ancaman perusahaan keuangan yang berasal dari luar perusahaan.

Dalam penelitiannya mengenai dampak kepemilikan oleh pihak asing terhadap kinerja perusahaan-perusahaan di India, Chibber dan Majumar (1999) menggunakan *return on sales* dan *return on assets* sebagai ukuran kinerja perusahaan dan menemukan bahwa kepemilikan oleh pihak asing memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kinerja hanya jika kepemilikannya melebihi batas kepemilikan (dalam kasus India, 51%)

Sarkar dan Sarkar (2000) dengan menggunakan data dari neraca perusahaan tahun 1995-1996 memberikan bukti mengenai peranan pemilik saham besar dalam pengawasan terhadap nilai perusahaan. Mereka menemukan bahwa kepemilikan oleh direksi dalam jumlah besar akan meningkatkan nilai perusahaan setelah tingkat kepemilikan tertentu. Mereka juga menemukan bahwa kepemilikan oleh pihak asing mempunyai dampak yang menguntungkan pada nilai perusahaan.

Khanna dan Palepu (2000) dengan menggunakan data kelompok bisnis dari tahun 1993 menemukan bahwa kinerja perusahaan pada awalnya akan menurun

dengan adanya diversifikasi kelompok, namun secara bertahap akan meningkat ketika diversifikasi kelompok ini sudah melebihi tingkat kepemilikan tertentu.

Thomsen dan Pedersen (2000) berpendapat bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan oleh institusi keuangan, maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi keuangan untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

E. Ringkasan

Dari pembahasan di atas, dapat dilihat bahwa belum terdapat suatu kesepakatan mengenai pengaruh struktur kepemilikan kepada kinerja perusahaan. Seperti yang ditemukan oleh Demsetz dan Lehn (1985) serta Prowse (1992), konsentrasi kepemilikan cenderung tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan apabila ukuran yang digunakan berasal dari catatan akuntansi perusahaan. Sedangkan apabila ukuran yang digunakan berbasis pada harga saham perusahaan, seperti yang digunakan oleh Morck dkk. (1998) serta McConel dan Servaes (1990), konsentrasi kepemilikan cenderung berpengaruh pada kinerja perusahaan.

Komposisi kepemilikan perusahaan cenderung memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan, baik jika ukuran yang digunakan berbasis laporan keuangan perusahaan, seperti yang digunakan oleh Chibber dan Majumdar (1999) serta Sarkar dan Sarkar (2000), maupun harga pasar saham perusahaan, seperti yang digunakan oleh McConel dan Servaes (1990) serta Agrawal dan Knobber (1996). Hal ini menunjukkan bahwa identitas dari pemegang saham memiliki peranan penting dalam pengawasan perusahaan.

BAB III METODE PENELITIAN

A. Model Penelitian

Penelitian ini akan menggunakan model-model sebagai berikut:

Untuk menunjukkan pengaruh dari konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan, maka dilakukan regresi *pooled estimation* terhadap persamaan-persamaan berikut:

$$PROF_{it} = \alpha * + \beta_1 LSH_{it} + \beta_2 PBLK_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

$$PROD_{it} = \alpha * + \beta_1 LSH_{it} + \beta_2 PBLK_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

Untuk menunjukkan pengaruh dari komposisi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan, maka dilakukan regresi *pooled estimation* terhadap persamaan-persamaan berikut:

$$PROF_{it} = \alpha * + \beta_1 BANK_{it} + \beta_2 NONBANK_{it} + \beta_3 LOCSTRAT_{it} + \beta_4 FORSTRAT_{it} + \beta_5 GOVT_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots (3)$$

$$PROD_{it} = \alpha * + \beta_1 BANK_{it} + \beta_2 NONBANK_{it} + \beta_3 LOCSTRAT_{it} + \beta_4 FORSTRAT_{it} + \beta_5 GOVT_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots (4)$$

Sedangkan untuk mengetahui apakah penerapan *corporate governance* mempengaruhi kinerja perusahaan-perusahaan di Indonesia, maka dilakukan regresi *pooled estimation* terhadap persamaan-persamaan berikut:

$$PROF_{it} = \alpha * + \beta_1 EXEDIR_{it} + \beta_2 NONEXEDIR_{it} + \beta_3 INDDIR_{it} + \beta_4 AUDCOM_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (5)$$

$$PROD_{it} = \alpha * + \beta_1 EXEDIR_{it} + \beta_2 NONEXEDIR_{it} + \beta_3 INDDIR_{it} + \beta_4 AUDCOM_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (6)$$

Dimana:

PROF	=	<i>Gross operating profit</i> dibagi <i>net fixed assets</i> ditambah <i>inventory</i>
PROD	=	<i>Gross profit</i> per karyawan
LSH	=	Persentase saham yang dimiliki oleh pemilik saham terbesar
PBLK	=	Persentase saham yang dimiliki oleh pemilik saham publik yang tidak diketahui namanya atau kurang dari 5%
BANK	=	Persentase kepemilikan oleh dana yang disponsori oleh bank
NONBANK	=	Persentase kepemilikan oleh dana yang disponsori oleh perusahaan keuangan non-bank
LOCSTRAT	=	Persentase kepemilikan oleh investor strategis lokal
FORSTRAT	=	Persentase kepemilikan oleh investor strategis asing
GOVT	=	Persentase kepemilikan oleh negara atau pemerintah daerah
EXEDIR	=	Jumlah anggota dewan direksi
NONEXEDIR	=	Jumlah anggota dewan komisaris
INDDIR	=	Proporsi komisaris independen
AUDCOM	=	Keberadaan audit komite
i	=	1,2,..., N = perusahaan dalam satu <i>cross-section</i>
t	=	1,2,..., N = periode waktu
α_{it}	=	<i>time specific</i> dan <i>firm specific effects</i>
E_{it}	=	<i>random disturbance</i>

Firm specific effect dan *time specific effect* berturut-turut direpresentasikan dengan variabel *dummy* industri dan tahun (atau tren waktu). Untuk tetap memperoleh derajat kebebasan yang lebih baik, maka digunakan *dummy* sub industri sebagai pengganti *dummy* perusahaan. Dengan demikian, variabel-variabel yang digunakan dapat bervariasi antar waktu dan antar sub industri.

B. Definisi Operasional Variabel-variabel Penelitian

Setelah menentukan bentuk persamaan umum yang akan digunakan untuk menganalisis hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan, maka pada bagian ini akan dijelaskan mengenai variabel-variabel yang akan digunakan dalam penelitian. Variabel-variabel yang akan digunakan dapat dikelompokkan menjadi 3 kategori, yaitu variabel kinerja perusahaan, variabel kepemilikan, dan variabel *corporate governance*.

1. Variabel kinerja perusahaan

Konsep mengenai kinerja perusahaan mempunyai banyak intepretasi. Dalam studi-studi terapan, merupakan hal umum untuk menghubungkan perbaikan kinerja

perusahaan dengan adanya peningkatan profitabilitas, tingginya efisiensi, dan meningkatnya output perusahaan.

Terdapat dua ukuran kinerja perusahaan yang digunakan, yaitu profitabilitas dan produktivitas tenaga kerja. Pemilihan ini didorong oleh adanya asumsi bahwa kedua ukuran yang menjadi indikator kinerja perusahaan mempunyai interpretasi yang berbeda-beda karena memiliki aspek operasional yang berbeda. Profitabilitas didefinisikan sebagai *gross operating profit* dibagi *net fixed assets* ditambah *inventory*, mencerminkan tingkat efisiensi operasional perusahaan atau nilai akuntansi suatu perusahaan. Sedangkan, produktivitas tenaga kerja didefinisikan sebagai nilai tambah per karyawan dalam perusahaan, mencerminkan efektifitas kerja di dalam perusahaan.

Dalam bab sebelumnya telah dibahas bahwa konsentrasi kepemilikan cenderung tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan apabila ukuran yang digunakan berasal dari catatan akuntansi perusahaan. Sedangkan apabila ukuran yang digunakan berbasis pada harga saham perusahaan, konsentrasi kepemilikan cenderung berpengaruh pada kinerja perusahaan. Pemilihan ukuran pada penelitian ini, yang bersumber pada laporan keuangan perusahaan, bermaksud untuk menguji hasil penelitian sebelumnya yang tidak menemukan hubungan antara kinerja perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan jika menggunakan ukuran berdasarkan laporan keuangan perusahaan.

a. Profitabilitas perusahaan

Variabel yang digunakan sebagai *proxy* dari profitabilitas adalah *gross operating profit* dibagi *net fixed assets* ditambah *inventory* (Claessens dan Djankov, 1999). Variabel ini digunakan mengingat bagi perusahaan-perusahaan manufaktur, khususnya industri dasar dan kimia, variabel ini menunjukkan bagaimana perusahaan dapat menghasilkan laba operasi dengan aset nyata yang dimilikinya. Secara rumus variabel tersebut dapat dinyatakan sebagai:

$$\text{Profitabilitas (PROF)} = \frac{\text{operating profit}}{\text{net fixed assets} + \text{inventory}}$$

b. Produktivitas tenaga kerja

Variabel yang digunakan sebagai *proxy* dari produktivitas adalah nilai tambah per karyawan (Claessens dan Djankov, 1999). Yang dirumuskan:

$$\text{Produktivitas (PROD)} = \frac{\text{gross profit}}{\text{number of employee}}$$

2. Variabel Kepemilikan Perusahaan

Penelitian yang menguji pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan pada umumnya menggunakan *Herfindahl index* atau konsentrasi oleh beberapa investor terbesar (biasanya lima) sebagai variabel kepemilikan perusahaannya (Claessens dan Djankov, 1999; Demsetz dan Lehn, 1985).

Untuk penelitian di Indonesia, karena tingkat ketersediaan data yang terbatas, pengukuran tingkat konsentrasi kepemilikan perusahaan biasanya menggunakan tingkat kepemilikan saham investor terbesar dan kepemilikan saham oleh publik (Gursoy dan Aydogan, 1999). Ketika menganalisis peranan dari tipe pemilik saham yang berbeda-beda, dibedakan tipe-tipe pemilik saham menjadi pemilik saham yang berupa (1) dana yang disponsori oleh bank, (2) dana yang disponsori oleh non-bank, (3) investor strategis lokal, (4) investor strategis asing, (5) negara atau pemerintah daerah (Claessens dan Djankov, 1999)

Perusahaan-perusahaan di Indonesia dapat dikategorikan sebagai: perusahaan yang konsentrasi kepemilikannya tinggi, perusahaan yang dimiliki keluarga atau yang terkait dengan kelompok perusahaan yang umumnya dimiliki oleh keluarga tertentu atau sekelompok keluarga. Dalam kelompok perusahaan tersebut biasanya terdapat sebuah bank yang tidak memiliki kepemilikan atas saham yang signifikan. Sebagian besar kelompok-kelompok tersebut merupakan konglomerasi yang terdiversifikasi secara baik, dimana bentuk kepemilikan sahamnya bisa secara langsung maupun tidak langsung melalui struktur piramida. Sedangkan yang lainnya umumnya merupakan kelompok perusahaan yang terintegrasi secara vertikal yang bergerak dalam bisnis yang sama. Meskipun perusahaan dijalankan oleh manajer-manajer profesional, namun anggota-anggota keluarga terlibat secara aktif dalam penentuan strategi dan pengambilan keputusan perusahaan. Perusahaan patungan (*joint ventures*) dengan perusahaan-perusahaan asing

banyak ditemukan, dan beberapa dari perusahaan-perusahaan besar tersebut merupakan perusahaan monopoli yang dimiliki oleh pemerintah.

Dalam karya akhir ini, untuk memperoleh struktur kepemilikan saham digunakan dua jenis pengukuran, yaitu pengukuran tingkat konsentrasi kepemilikan saham dan pengukuran kepemilikan saham dari berbagai tipe pemilik saham mayoritas. Kedua kategori kepemilikan ini menggabungkan kekuatan kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham dan identitas dari pemilik-pemilik saham perusahaan. Konsentrasi kepemilikan saham dihubungkan dengan distribusi distribusi dari saham-saham yang dimiliki oleh sejumlah tertentu individu, institusi atau keluarga. Sedangkan kepemilikan saham dari berbagai tipe pemilik saham mayoritas dihubungkan dengan keberadaan keluarga, institusi tertentu atau kelompok-kelompok seperti pemerintah dan institusi asing sebagai pemilik saham.

a. Konsentrasi kepemilikan saham

Variabel-variabel yang digunakan sebagai *proxy* dari konsentrasi kepemilikan saham adalah:

- Variabel kepemilikan saham terbesar (LSH) yang diukur dengan jumlah persentase saham yang dimiliki oleh pemilik saham terbesar tersebut (Gursoy dan Aydogan, 1999).
- Variabel kepemilikan saham oleh publik (PBLK) yang diukur dengan jumlah persentase saham yang dimiliki oleh pemilik saham publik yang tidak diketahui namanya atau kurang dari 5% (Gursoy dan Aydogan, 1999).

b. Tipe-tipe kepemilikan saham

Tipe-tipe kepemilikan saham mayoritas yang digunakan dalam analisis adalah sebagai berikut:

- Kepemilikan saham oleh dana yang disponsori bank (BANK): pengukuran berdasarkan persentase kepemilikan oleh bank.

- Kepemilikan saham oleh dana yang disponsori perusahaan keuangan non-bank (NONBANK): pengukuran berdasarkan persentase kepemilikan oleh perusahaan keuangan non-bank.
- Kepemilikan saham oleh investor strategis lokal (LOCSTRAT): pengukuran berdasarkan persentase kepemilikan oleh investor strategis lokal.
- Kepemilikan saham oleh investor strategis asing (FORSTRAT): pengukuran berdasarkan persentase kepemilikan oleh investor strategis asing.
- Kepemilikan saham oleh negara atau pemerintah daerah (GOVT): pengukuran berdasarkan persentase kepemilikan oleh negara atau pemerintah daerah.

3. Variabel *Corporate Governance*

Selain struktur kepemilikan, kinerja perusahaan juga dipengaruhi faktor-faktor lainnya yang menentukan kinerja perusahaan. Salah satu faktor yang berpengaruh dalam menentukan kinerja adalah variabel penerapan *corporate governance* dalam perusahaan. Variabel-variabel tersebut antara lain adalah komposisi dewan direksi dan komisaris dan keberadaan komite audit

Variabel yang digunakan untuk mengukur penerapan *corporate governance* adalah sebagai berikut (Chen dkk, 2002):

- Jumlah anggota dewan direksi (EXEDIR)
- Jumlah anggota dewan komisaris(NONEXE)
- Proporsi komisaris independen (INDDIR)
- Keberadaan audit komite (AUDCOM)

C. Sumber Data

Penelitian ini akan menggunakan data laporan keuangan perusahaan yang telah dikonsolidasi terutama laporan neraca dan rugi laba untuk memperoleh gambaran tentang variabel-variabel yang telah dijelaskan di atas dan data kepemilikan saham. Periode penelitian yang diambil adalah tahun 2003-2006. Data diperoleh dari laporan keuangan perusahaan.

D. Pemilihan Sampel

Yang menjadi populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan industri dasar dan kimia yang telah terdaftar dalam Bursa Efek Jakarta selama periode tersebut. Dengan mempertimbangkan ketersediaan data, sampel yang diambil adalah perusahaan yang telah tercatat di Bursa efek jakarta pada tahun 2002 dan sebelumnya, dan tidak *delisting* hingga awal 2007. Jumlah sampel yang diambil adalah 45 perusahaan. Proses pemilihan sampel dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 3.1
Pemilihan Sampel

Jumlah perusahaan industri dasar dan kimia per 2007	57
Perusahaan yang baru listing selama periode 2003-2006	2
Perusahaan dengan data tidak lengkap	10
Perusahaan yang dijadikan sampel	45

E. Metode Analisis

Setelah diperoleh data yang cukup mengenai struktur kepemilikan perusahaan, penerapan *corporate governance*, dan kinerja perusahaan, juga data mengenai variabel-variabel yang akan diteliti, selanjutnya dilakukan pengolahan data. Data yang digunakan merupakan data panel karena menggabungkan *cross-section data* dengan *time series data*.

Menurut Gujarati (2003), terdapat beberapa kelebihan ketika menggunakan data panel, diantaranya:

- Dapat mengontrol kemajemukan data yang tidak dapat dikontrol menggunakan *time series analysis* maupun *cross section analysis*.
- Dapat dipakai untuk mempelajari dinamika penyesuaian. Hal tersebut tidak dapat ditangkap oleh *cross sectional analysis* yang datanya relatif stabil, namun sebenarnya menyimpan banyak perubahan.
- Dapat memberikan data yang lebih informatif dan bervariasi, mengurangi kolineritas antar variabel yang umum dihadapi dalam menggunakan *time series analysis*, selain itu panel data memberikan lebih banyak derajat kebebasan dan lebih efisien.
- Memberikan kebebasan untuk membentuk dan menguji model perilaku yang lebih rumit dibanding jika menggunakan *time series* atau *cross sectional* saja.
- Panel data biasanya mencakup unit-unit kecil. Banyak variabel yang lebih tepat apabila diukur pada tingkat terkecilnya, dan hasil penggabungan perusahaan-perusahaan dan individu-individu yang bias dapat dihilangkan.

Penggunaan data panel memungkinkan dinamika perbedaan antar perusahaan (*firm effect*) maupun variasinya antar waktu dapat dikontrol secara efisien. Di dalam data panel mungkin sekali terjadi korelasi antar *disturbance* dari berbagai persamaan yang berbeda pada waktu tertentu yang dikenal sebagai *contemporaneous correlation*. Judge (1991) menyatakan bila korelasi sementara tersebut ada, akan lebih efisien untuk mengestimasi setiap persamaan satu per satu secara terpisah menggunakan *least squares*. Persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_{it} + \sum_k \beta_{kit} X_{kit} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (7)$$

Dimana:

- I = 1,2,..., N = perusahaan dalam satu *cross-section*
- T = 1,2,..., N = periode waktu
- Y_{it} = Variabel terikat untuk perusahaan i pada waktu t
- X_{kit} = Nilai *non-stochastic explanatory variable* yang ke-k untuk perusahaan i pada waktu t
- β_{kit} = Parameter atau *responsive coefficients* (untuk kasus yang berbeda-beda antar waktu dan antar individu)

Diasumsikan $E(\epsilon_{it})$ dan $E(\epsilon_{it}^2) = \sigma_{\epsilon}^2$

Dengan mengasumsikan bahwa parameternya akan konstan antar waktu tetapi bervariasi antar individu, maka model tersebut dapat ditulis ulang menjadi;

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (8)$$

Dimana:

- I = 1,2,..., N = perusahaan dalam satu *cross-section*
- T = 1,2,..., N = periode waktu
- Y_{it} = Variabel terikat untuk perusahaan i pada waktu t
- X_{it} = Variabel bebas untuk perusahaan i pada waktu t

Sedangkan

$$\epsilon_{it} = \mu_i + \tau_t + v_{it}$$

Dimana:

- μ_i = *Error* yang tidak berubah antar waktu dari perusahaan i
- τ_t = Komponen sistematis yang berlaku sama untuk semua perusahaan berkaitan dengan periode t
- v_{it} = *Random noise* berdistribusi identik dan independen

Dengan mengasumsikan sebagai μ_i one sided error term; $\mu_i \geq 0$ dan misalkan $\alpha_i = \alpha - \mu_i$, maka persamaan (8) dapat ditulis menjadi

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \tau_t + v_{it} \dots \dots \dots (4)$$

Sehingga α_i dapat menangkap tingkat perbedaan μ_i

F. Metode Estimasi

Sebelum melakukan estimasi dengan menggunakan suatu model tertentu, terlebih dahulu model tersebut harus diuji spesifikasinya. Kita dapat menggunakan analisis kovarian untuk menguji atau mengidentifikasi sumber variasi dalam sampel. Analisis kovarian sering digunakan untuk menguji hipotesa linier yang mensyaratkan bahwa nilai yang diharapkan dari variabel acak y yang bergantung pada hanya satu kelas variabel (yang didefinisikan oleh satu atau lebih faktor). Tahap pertama dalam menguji spesifikasi model yang menggunakan panel data ialah menguji apakah parameter dari variabel bebas (x) yang menentukan nilai variabel terikat (y) akan tetap konstan antar waktu (t) dan antar individu (Hsiao, 1992)

Model persamaan linier yang pada umumnya digunakan untuk mengukur dampak baik faktor kualitatif dan kuantitatif terhadap variabel terikat adalah sebagai berikut:

$$y_{it} = \alpha^*_{it} + \beta_{it} X_{it} + u_{it} \dots \dots \dots (9)$$

Dimana:

- I = 1,2,..., N = perusahaan dalam satu *cross-section*
- T = 1,2,..., N = periode waktu
- α^*_{it} dan β_{it} = (β_{1it} β_{2it} ,..., β_{Kit}) berturut-turut merupakan vektor-vektor parameter berdimensi 1 x 1 dan 1 x K
- X_{it} = (x_{1it} x_{2it} ,..., x_{Kit}) berturut-turut merupakan vektor variabel eksogen berdimensi 1 x K
- u_{it} = *Error term* dengan mean 0 dan varians konstan σ_u^2

Dua aspek dari estimasi koefisien regresi yang harus diuji yaitu:

- Homogenitas koefisien *slope* regresi
- Homogenitas koefisien *intercept* regresi

Untuk mengontrol dampak heterogenitas ini, maka baik *firm variant* dan *time variant* heterogenitas akan dikontrol dalam persamaan persamaan regresi dengan variabel terikat PROF dan PROD.

Selanjutnya, pengontrolan terhadap *firm variant (time invariant) heterogeneity* dilakukan dengan menggunakan *fixed effect estimation* dan pengontrolan terhadap *time variant heterogeneity* dilakukan dengan memasukkan variabel interaksi dengan dummy waktu dalam regresi *fixed effect estimation*.

Untuk memperoleh hasil yang secara statistik dapat diterima, pemilihan metode estimasi yang didasarkan oleh karakteristik data sangat penting. Tergantung pada asumsi distribusi dari error term-nya, dan asumsi tentang independensi komponen *firm specific (u_i)* terhadap variabel bebas, maka ada dua pendekatan yang dapat digunakan:

- Fixed effect model

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \tau_t + v_{it}$$

- Random effect model (error component model)

$$Y_{it} = \alpha^*_{it} + \beta_{it} X_{it} + u_i + \tau_t + v_{it}$$

Pengasumsian parameter tetap (α_i) dalam fixed effect model bermuara pada model *dummy variable* dan model *seemingly unrelated regression (SUR)* sedangkan pengasumsian model acak mengarah pada *error-component model*. *Intercept* yang spesifik untuk setiap

perusahaan dalam model *fixed effect* dapat diestimasi dengan menggunakan *within estimator* dengan *analisa covariance*. Sedangkan model *random effect* diestimasi dengan metode GLS. Model *error component* atau *random effect* mengharuskan bahwa efek spesifik dari perusahaan (μ_i) tidak berkorelasi dengan variabel bebas, sehingga $E(\alpha_i/X) = \alpha$. Jika μ_i berkorelasi dengan variabel bebas, maka dengan mengambil *first difference* dari data, akan menghilangkan *measurement error* yang persisten. Untuk mendapat estimasi parameter yang konsisten dari *differenced data* dapat menggunakan *Generalized Method of Moments* (GMM)

Judge (1985) menyarankan suatu cara untuk menguji apakah data menunjukkan karakteristik *fixed effect* atau *random effect*. Secara khusus, Judge menyarankan untuk melaksanakan tes statistik terhadap hipotesa bahwa *firm specific effect* (μ_i) dan variabel bebas (X_{it}) adalah betul tidak berkorelasi. Dengan H_0 bahwa spesifikasi yang benar ialah *error component model*, Hausman dan Taylor (1981) menunjukkan bahwa $m = (b - \beta)'(\mu_1 - \mu_0)^{-1}(b - \beta)$ memiliki distribusi asimtotik $\chi^2(k)$, dimana μ_1 adalah matriks kovarian dari estimator variabel *dummy* b , dan μ_0 adalah matriks kovarian dari estimasi GLS β . Jika H_0 benar, maka secara *asymptotic*, b dan β hanya akan berbeda oleh *sampling error*. Tetapi bila (μ_i) dan (X_{it}) berkorelasi, b dan β akan dapat berbeda jauh yang akan terpantau dengan tes ini. Selanjutnya, bila H_0 ditolak, maka b adalah estimator yang lebih tepat, atau *fixed effect model* adalah cocok untuk mendeskripsikan karakteristik data.

G. Pengujian Ekonometrik

1. Uji Autokorelasi

Jika *error term* berkorelasi, maka prediksi yang didasarkan atas estimasi dengan menggunakan OLS menjadi tidak efisien meskipun hasilnya tetap masih *unbiased* dan konsisten. Dalam kasus *positive serial correlation*, kurangnya efisiensi ini akan membuat standar errornya akan mengalami *downward biased*, dan akan membuat H_0 cenderung ditolak ketika dalam kenyataannya harus diterima. Prediksi yang dihasilkan OLS akan memiliki varian-varian yang besar jika dibandingkan dengan prediksi yang dibuat berdasarkan penaksir-penaksir yang diperoleh dari teknik estimasi lainnya.

Program Eviews menyajikan *Durbin-Watson* (DW) *statistic* sebagai bagian dalam outputnya. *Durbin-Watson statistic* merupakan uji terhadap kemungkinan adanya *first order serial correlation*. Bila tidak terdapat kolerasi serial, DW *statistic* akan berkisar pada

angka 2. *DW statistic* akan berada dibawah 1,5 jika terdapat kolerasi serial positif (dalam kasus terburuk, angkanya mendekati 0). Jika terdapat korelasi serial negatif, *DW statistic* akan berkisar pada angka 2 sampai 4. Korelasi serial positif lebih sering ditemukan daripada korelasi serial negatif. Sebagai *rule of thumb*, dengan jumlah observasi melebihi 50 dan hanya sedikit variabel bebasnya, *DW statistic* dibawah 1,5 merupakan indikasi kuat adanya korelasi serial positif (Johnston & DiNardo, 1997).

2. Uji Multikolinieritas

Gejala multikolinieritas menunjukkan adanya korelasi antar variabel bebas dalam persamaan regresi. Korelasi ini akan mengakibatkan bias dengan perhitungan varians masing-masing koefisien parameter. Akibatnya adalah besaran koefisien bisa menjadi tidak signifikan secara statistik karena nilai t-nya terlalu kecil atau sebaliknya. Masalah multikolenieritas ini bukan terletak pada ada atau tidaknya korelasi antar variabel bebas. Hal ini terjadi karena akan selalu terdapat korelasi antara variabel walaupun secara teoritis tidak mungkin terjadi korelasi antar variabel tersebut. Masalah pokoknya adalah apakah multikolinieritas itu serius atau tidak, jadi tergantung pada derajat keseriusan dari multikolinieritas itu sendiri. Untuk mengetahui tingkat keseriusan multikolinieritas maka akan digunakan nilai *variance inflation factor* (VIF) yang disediakan dalam paket SPSS. Menurut Gujarati (1995) multikolinieritas masih bisa ditolerir bila nilai VIF dibawah 10.

3. Uji Heteroskedastisitas

Gejala heterokedastisitas menunjukkan bahwa varian error tidak konstan atau tidak identik dari masing-masing observasi Heteroskedastisitas memang tidak akan membuat penaksir-penaksir OLS menjasi bias, tetapi varian koefisiennya akan salah, dan penaksir-penaksirnya tidak akan efisien

H. Hipotesis

Menurut Shleifer dan Vishny (1997) terdapat kecenderungan terjadinya sikap *free rider* apabila kepemilikan saham tersebar pada para pemegang saham kecil. Teori tersebut menyebutkan bahwa kepemilikan saham yang tersebar tidak memberikan insentif terhadap pemegang saham minoritas untuk melakukan pengawasan terhadap perusahaan, karena beban pengawasan yang mereka keluarkan tidak sepadan dengan keuntungan yang diperoleh. Sehingga, dapat dirumuskan beberapa hipotesis berikut:

1. Terdapat pengaruh positif dari kepemilikan saham terbesar (LSH) terhadap profitabilitas perusahaan (PROF)
2. Terdapat pengaruh positif dari kepemilikan saham terbesar (LSH) terhadap produktivitas perusahaan (PROD)
3. Terdapat pengaruh negatif dari kepemilikan saham oleh publik (PBLK) terhadap profitabilitas perusahaan (PROF)
4. Terdapat pengaruh negatif dari kepemilikan saham oleh publik (PBLK) terhadap produktivitas perusahaan (PROD)

Identitas pemilik juga perlu mendapat perhatian lebih, karena pemilik yang berbeda akan memberi warna yang berbeda terhadap pengelolaan perusahaan. Thomsen dan Pedersen (2000) berpendapat bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan oleh institusi keuangan, maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi keuangan untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Untuk itu dapat dirumuskan beberapa hipotesis berikut:

5. Terdapat pengaruh positif dari kepemilikan saham oleh dana yang disponsori bank (BANK) terhadap profitabilitas perusahaan (PROF)
6. Terdapat pengaruh positif dari kepemilikan saham oleh dana yang disponsori bank (BANK) terhadap produktivitas perusahaan (PROD)
7. Terdapat pengaruh positif dari kepemilikan saham oleh dana yang disponsori perusahaan keuangan non-bank (NONBANK) terhadap profitabilitas perusahaan (PROF)
8. Terdapat pengaruh positif dari kepemilikan saham oleh dana yang disponsori perusahaan keuangan non-bank (NONBANK) terhadap produktivitas perusahaan (PROD)

Chibber dan Majumar (1999) mengatakan bahwa kepemilikan asing yang signifikan memiliki berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hal itu didukung oleh Sarkar dan Sarkar (2000) yang menemukan bahwa kepemilikan oleh pihak asing mempunyai dampak yang menguntungkan pada nilai perusahaan. Pandangan tersebut terjadi karena kepemilikan asing dianggap dapat memberikan pengawasan yang lebih baik, menyediakan tambahan modal, dan mempekerjakan manajer yang profesional. Sedangkan, investor lokal strategis dianggap lebih mengetahui lingkungan bisnis dalam suatu negara. Sehingga, dapat dirumuskan beberapa hipotesis berikut:

9. Terdapat pengaruh positif dari kepemilikan saham oleh investor strategis lokal (LOCSTRAT) terhadap profitabilitas perusahaan (PROF)
10. Terdapat pengaruh positif dari kepemilikan saham oleh investor strategis lokal (LOCSTRAT) terhadap produktivitas perusahaan (PROD)
11. Terdapat pengaruh positif dari kepemilikan saham oleh investor strategis asing (FORSTRAT) terhadap profitabilitas perusahaan (PROF)
12. Terdapat pengaruh positif dari kepemilikan saham oleh investor strategis asing (FORSTRAT) terhadap produktivitas perusahaan (PROD)

Hasil penelitian Brown dan Earle (2000) menunjukkan adanya hubungan antara kepemilikan negara atau pemerintah daerah terhadap kinerja perusahaan. Kepemilikan negara atau pemerintah daerah dianggap dapat melindungi perusahaan dari dampak persaingan. Sehingga dapat dirumuskan beberapa hipotesis berikut:

13. Terdapat pengaruh positif dari kepemilikan saham oleh negara atau pemerintah daerah (GOVT) terhadap profitabilitas perusahaan (PROF)
14. Terdapat pengaruh positif dari kepemilikan saham oleh negara atau pemerintah daerah (GOVT) terhadap produktivitas perusahaan (PROD)

Pengaruh dari penerapan *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan diteliti oleh Chen dkk (2002) dan Yermack (1996). Yermack (1996) mengatakan bahwa ukuran dewan direksi yang besar akan mengakibatkan masalah karena komunikasi dan pembuatan keputusan yang buruk akan mengganggu keefektifan kelompok tersebut. Sehingga dapat dirumuskan beberapa hipotesis berikut:

15. Terdapat pengaruh negatif dari jumlah direksi (EXEDIR) terhadap profitabilitas perusahaan (PROF)
16. Terdapat pengaruh negatif dari jumlah direksi (EXEDIR) terhadap produktivitas perusahaan (PROD)

Keberadaan dewan komisaris berfungsi untuk memberikan pengawasan dan nasihat kepada dewan direksi. Sehingga diharapkan semakin besar jumlah dari dewan komisaris maka semakin tinggi efektifitas *corporate board* sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Benhart dan Rosenstein, 1998). Sehingga dapat dirumuskan beberapa hipotesis berikut:

17. Terdapat pengaruh positif dari jumlah komisaris (NONEXE) terhadap profitabilitas perusahaan (PROF)
18. Terdapat pengaruh positif dari jumlah komisaris (NONEXE) terhadap produktivitas perusahaan (PROD)

Komisaris independen yang merupakan “orang luar” diharapkan dapat memberikan pandangan yang tidak bias dalam melakukan pengawasan dan memberikan nasihat pada dewan direksi. Sehingga dapat dirumuskan beberapa hipotesis berikut:

19. Terdapat pengaruh positif dari proporsi komisaris independen (INDDIR) terhadap profitabilitas perusahaan (PROF)
20. Terdapat pengaruh positif dari proporsi komisaris independen (INDDIR) terhadap produktivitas perusahaan (PROD)

Komite audit bertujuan untuk memberikan pengawasan tambahan bagi manajemen. Sehingga diharapkan dengan adanya komite audit, akan meningkatkan kinerja perusahaan. Sehingga dapat dirumuskan beberapa hipotesis berikut:

21. Terdapat pengaruh positif dari keberadaan audit komite (AUDCOM) terhadap profitabilitas perusahaan (PROF)
22. Terdapat pengaruh positif dari keberadaan audit komite (AUDCOM) terhadap produktivitas perusahaan (PROD)

I. Proses Penelitian

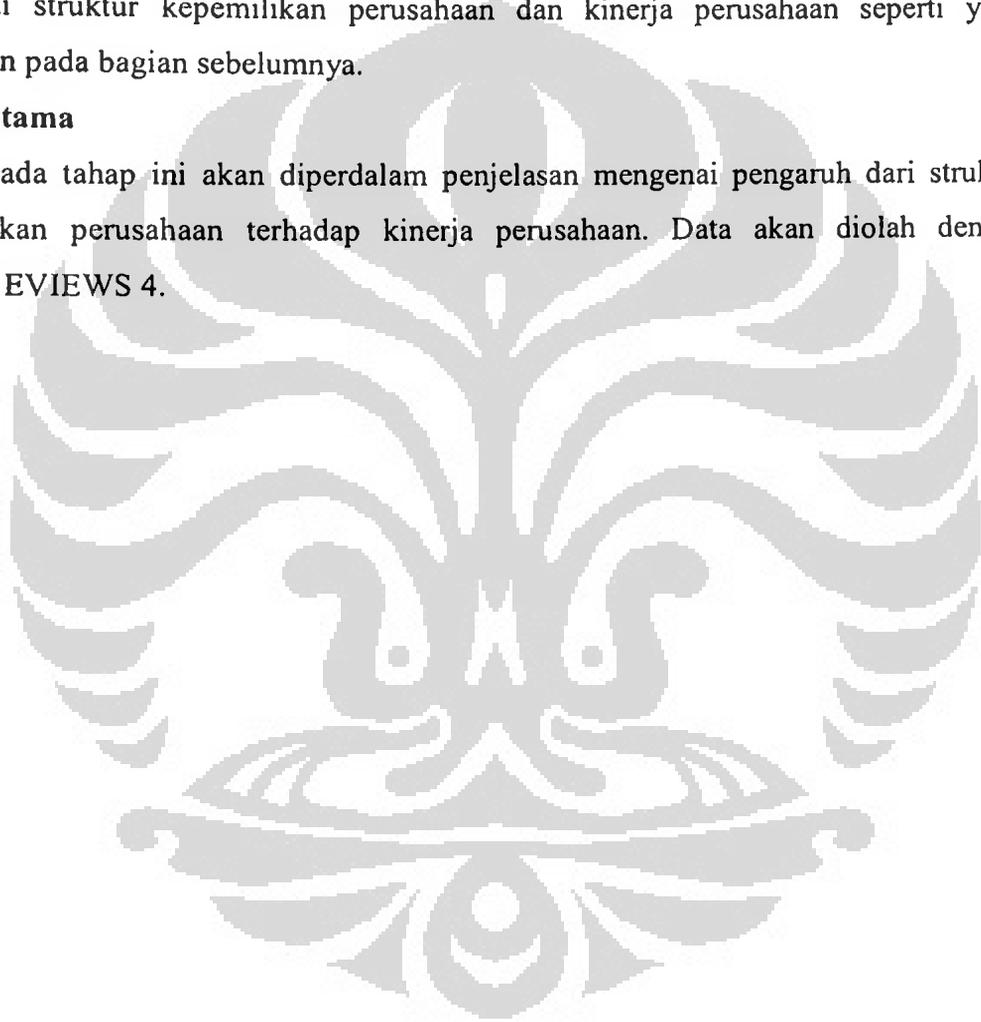
Keseluruhan proses penelitian akan dilakukan dengan tahap-tahap sebagai berikut:

1. Pendahuluan

Pada tahap ini akan dilakukan penelitian untuk memperoleh deskriptif mengenai struktur kepemilikan perusahaan dan kinerja perusahaan seperti yang dijelaskan pada bagian sebelumnya.

2. Tahap utama

Pada tahap ini akan diperdalam penjelasan mengenai pengaruh dari struktur kepemilikan perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Data akan diolah dengan program EVIEWS 4.



BAB IV ANALISIS HASIL PENELITIAN

A. Statistik Deskriptif Variabel-variabel Penelitian

Sampel penelitian terdiri dari perusahaan industri bahan dasar dan kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2003-2006 selama 4 tahun yang terdiri dari 45 perusahaan.

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif Variabel Dependen

	PROF	PROD
Mean	0.254833	1.448928
Sum	45.86992	260.8071
Median	0.067405	0.856462
Maximum	28.27351	28.27469
Minimum	-0.576436	-0.617240
Sum Sq. Dev.	807.8136	1761.904
Std. Dev.	2.108939	2.780632
Skewness	13.13644	6.861759
Kurtosis	175.0266	59.91360
Jarque-Bera	227125.5	25706.19
Probability	0.000000	0.000000
Observations	180	180
Cross sections	45	45

Keterangan:

PROF: Ukuran profitabilitas perusahaan yang didefinisikan sebagai *gross operating profit* dibagi *net fixed assets* ditambah *inventory*

PROD: Ukuran produktivitas perusahaan yang didefinisikan sebagai laba bersih per karyawan

Berdasarkan Tabel 4.1 di atas dapat dilihat bahwa dari jumlah sampel 45 perusahaan, profitabilitas berkisar antara -0,576436 sampai 28,27351 dengan nilai rata-rata 0,254833 dan nilai tengah 0,067405. Produktivitas per karyawan (dalam ratusan juta) berkisar antara -0,617240 sampai 28,27469 dengan nilai rata-rata sebesar 1,448928 dan nilai tengah sebesar

0,856462. Hal tersebut menunjukkan bahwa secara rata-rata, profitabilitas dan produktivitas dari industri yang diteliti menunjukkan nilai yang positif.

Tabel 4.2
Statistik Deskriptif Variabel Independen Konsentrasi Kepemilikan

	LSH	PUBLIK
Mean	0.408682	0.296538
Sum	73.56270	53.37679
Median	0.414500	0.274770
Maximum	0.778300	0.968600
Minimum	0.031400	0.042400
Sum Sq. Dev.	36.21886	20.35389
Std. Dev.	0.185435	0.159006
Skewness	0.202448	1.509022
Kurtosis	2.184114	7.866398
Jarque-Bera	6.222082	245.9281
Probability	0.044555	0.000000
Observations	180	180
Cross sections	45	45

Keterangan:

LSH :Persentase kepemilikan pemegang saham terbesar

PUBLIK: Persentase kepemilikan saham publik

Berdasarkan Tabel 4.2 di atas dapat dilihat bahwa dari jumlah sampel 45 perusahaan, kepemilikan pemegang saham terbesar berkisar antara 0,031400 sampai 0,778300 dengan nilai rata-rata 0,408682 dan nilai tengah 0,414500. Sedangkan kepemilikan saham publik berkisar antara 0,042400 sampai 0,968600 dengan nilai rata-rata sebesar 0,296538 dan nilai tengah sebesar 0,274770. Hal tersebut menunjukkan konsentrasi kepemilikan saham dalam perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel cukup tinggi.

Tabel 4.3
Statistik Deskriptif Variabel Independen Komposisi Kepemilikan

	BANK	NONBANK	LOCSTRAT	FORSTRAT	GOVT
Mean	0.032804	0.071822	0.422445	0.165056	0.011336
Sum	5.904700	12.92801	76.04008	29.71002	2.040400
Median	0.000000	0.000000	0.438100	0.000000	0.000000
Maximum	0.448980	0.809300	0.894500	0.921600	0.510100
Minimum	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum Sq. Dev.	1.653994	5.870042	43.48008	14.73935	1.040808
Std. Dev.	0.090322	0.166151	0.251891	0.234408	0.075401
Skewness	3.066571	3.011408	-0.294490	1.421487	6.482494
Kurtosis	11.94469	12.09699	2.014155	4.167511	43.02273
Jarque-Bera	882.1715	892.7211	9.890918	70.84185	13274.32
Probability	0.000000	0.000000	0.007116	0.000000	0.000000
Observations	180	180	180	180	180
Cross sections	45	45	45	45	45

Keterangan:

BANK : Kepemilikan saham oleh dana yang disponsori bank

NONBANK: Kepemilikan saham oleh dana yang disponsori perusahaan keuangan non-bank

LOCSTRAT : Kepemilikan saham oleh investor strategis lokal

FORSTRAT : Kepemilikan saham oleh investor strategis asing

GOVT : Kepemilikan saham oleh negara atau pemerintah daerah

Dari tabel 4.3 dapat dilihat dalam perusahaan yang dijadikan sampel pada umumnya dimiliki oleh investor strategis dalam negeri dengan rata-rata sebesar 0,422445.

Tabel 4.4
Statistik Deskriptif Variabel Independen Penerapan *Corporate Governance*

	EXEDIR	NONEXE	INDDIR	AUDCOM
Mean	4.677778	4.088889	1.072222	0.138889
Sum	842.0000	736.0000	193.0000	25.00000
Median	4.000000	3.000000	1.000000	0.000000
Maximum	14.00000	11.00000	5.000000	1.000000
Minimum	2.000000	2.000000	0.000000	0.000000
Sum Sq. Dev.	4760.000	3708.000	417.0000	25.00000
Std. Dev.	2.142039	1.975517	1.083294	0.346795
Skewness	1.862734	1.872955	1.786577	2.088370
Kurtosis	7.240658	6.476313	7.062419	5.361290
Jarque-Bera	238.9672	195.8744	219.5301	172.6564
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Observations	180	180	180	180
Cross sections	45	45	45	45

Keterangan

EXEDIR : Jumlah anggota dewan direksi
NONEXE : Jumlah anggota dewan komisaris
INDDIR : Proporsi komisaris independen
AUDCOM : Keberadaan audit komite

Tabel 4.4 menunjukkan bahwa ukuran dewan direksi berkisar antara 2 hingga 14, komisaris berkisar antara 2 hingga 11, komisaris independen berkisar antara 0 dan 5. Dan komite audit terdapat di 13,89% data yang disampel. Hal tersebut menunjukkan bahwa di dalam sampel yang diteliti, masih banyak perusahaan yang belum memiliki komite audit walaupun sudah diwajibkan oleh Bapepam-LK.

Analisis korelasi dilakukan dengan menggunakan metode *pearson correlation test*. Hasil dari pengujian tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel 4.5
Analisis Korelasi Variabel Terikat Profitabilitas
dengan Variabel Bebas Konsentrasi Kepemilikan

		PROF	LSH	PUBLIK
PROF	Pearson Correlation	1	-,084	-,028
	Sig. (2-tailed)	.	,264	,705
LSH	Pearson Correlation	-,084	1	-,419(**)
	Sig. (2-tailed)	,264	.	,000
PUBLIK	Pearson Correlation	-,028	-,419(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,705	,000	.

** Korelasi signifikan pada tingkat 0.01 (2-tailed).

Tabel 4.6
Analisis Korelasi Variabel Terikat Produktivitas
dengan Variabel Bebas Konsentrasi Kepemilikan

		PROD	LSH	PUBLIK
PROD	Pearson Correlation	1	-,006	-,109
	Sig. (2-tailed)	.	,934	,144
LSH	Pearson Correlation	-,006	1	-,419(**)
	Sig. (2-tailed)	,934	.	,000
PUBLIK	Pearson Correlation	-,109	-,419(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,144	,000	.

** Korelasi signifikan pada tingkat 0.01 (2-tailed).

Dapat dilihat bahwa terdapat korelasi negatif signifikan antara persentase kepemilikan saham terbesar (LSH), dan persentase kepemilikan saham publik (PUBLIK) Hal ini dapat dijelaskan karena sifat dari kedua variabel tersebut yang saling melengkapi. Semakin besar salah satu variabel, maka variabel yang lain akan semakin kecil. Berdasarkan analisis korelasi tidak terdapat hubungan yang signifikan antara kinerja perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan.

Tabel 4.7
Analisis Korelasi Variabel Terikat Profitabilitas
dengan Variabel Bebas Komposisi Kepemilikan

		PROF	BANK	NONBANK	LOCSTRAT	FORSTRAT	GOVT
PROF	Pearson	1					
	Correlation		-.031	.012	-.115	.145	.003
BANK	Sig. (2-tailed)		.678	.873	.124	.052	.970
	Pearson						
NONBANK	Correlation	-.031	1	-.008	-.243(**)	-.111	-.055
	Sig. (2-tailed)	.678		.916	.001	.137	.465
LOCSTRAT	Pearson						
	Correlation	.012	-.008	1	-.342(**)	-.168(*)	-.065
FORSTRAT	Sig. (2-tailed)	.873	.916		.000	.025	.383
	Pearson						
GOVT	Correlation	-.115	-.243(**)	-.342(**)	1	-.569(**)	-.253(**)
	Sig. (2-tailed)	.124	.001	.000		.000	.001
PROF	Pearson						
	Correlation	.145	-.111	-.168(*)	-.569(**)	1	.059
BANK	Sig. (2-tailed)	.052	.137	.025	.000		.428
	Pearson						
NONBANK	Correlation	.003	-.055	-.065	-.253(**)	.059	1
	Sig. (2-tailed)	.970	.465	.383	.001	.428	

** Korelasi signifikan pada tingkat 0.01 (2-tailed).

* Korelasi signifikan pada tingkat 0.05 (2-tailed).

Tabel 4.8
Analisis Korelasi Variabel Terikat Produktivitas
dengan Variabel Bebas Komposisi Kepemilikan

		PROD	BANK	NONBANK	LOCSTRAT	FORSTRAT	GOVT
PROD	Pearson	1					
	Correlation		-.059	-.020	-.089	.168(*)	.117
BANK	Sig. (2-tailed)		.435	.795	.235	.024	.117
	Pearson						
NONBANK	Correlation	-.059	1	-.008	-.243(**)	-.111	-.055
	Sig. (2-tailed)	.435		.916	.001	.137	.465
LOCSTRAT	Pearson						
	Correlation	-.020	-.008	1	-.342(**)	-.168(*)	-.065
FORSTRAT	Sig. (2-tailed)	.795	.916		.000	.025	.383
	Pearson						
GOVT	Correlation	-.089	-.243(**)	-.342(**)	1	-.569(**)	-.253(**)
	Sig. (2-tailed)	.235	.001	.000		.000	.001
PROD	Pearson						
	Correlation	.168(*)	-.111	-.168(*)	-.569(**)	1	.059
BANK	Sig. (2-tailed)	.024	.137	.025	.000		.428
	Pearson						
NONBANK	Correlation	.117	-.055	-.065	-.253(**)	.059	1
	Sig. (2-tailed)	.117	.465	.383	.001	.428	

** Korelasi signifikan pada tingkat 0.01 (2-tailed).

* Korelasi signifikan pada tingkat 0.05 (2-tailed).

Tidak terdapat korelasi yang signifikan antara profitabilitas dengan variabel-variabel bebas komposisi kepemilikan. Hal itu menunjukkan bahwa dengan menggunakan analisis korelasi, tidak ditemukan hubungan antara profitabilitas dengan komposisi kepemilikan. Sedangkan, terdapat hubungan yang signifikan pada tingkat keyakinan 5% antara produktivitas dan variabel kepemilikan asing. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang kuat antara kepemilikan asing dengan produktivitas.

Dari analisis hubungan antar variabel independen, dapat dilihat bahwa kepemilikan investor strategis lokal memiliki hubungan yang signifikan dengan semua variabel independen yang lain. Hal ini mungkin terjadi karena kepemilikan investor strategis lokal cukup dominan pada sampel yang diteliti.

Tabel 4.9
Analisis Korelasi Variabel Terikat Profitabilitas
dengan Variabel Bebas Penerapan *Corporate Governance*

		PROF	EXEDIR	NONEXE	INDDIR	AUDCOM
PROF	Pearson Correlation	1	-,070	-,015	-,011	-,028
	Sig. (2-tailed)	.	,352	,843	,880	,711
EXEDIR	Pearson Correlation	-,070	1	,688(**)	,448(**)	,060
	Sig. (2-tailed)	,352	.	,000	,000	,426
NONEXE	Pearson Correlation	-,015	,688(**)	1	,712(**)	-,010
	Sig. (2-tailed)	,843	,000	.	,000	,894
INDDIR	Pearson Correlation	-,011	,448(**)	,712(**)	1	-,027
	Sig. (2-tailed)	,880	,000	,000	.	,720
AUDCOM	Pearson Correlation	-,028	,060	-,010	-,027	1
	Sig. (2-tailed)	,711	,426	,894	,720	.

** Korelasi signifikan pada tingkat 0.01 (2-tailed).

Tabel 4.10
Analisis Korelasi Variabel Terikat Produktivitas
dengan Variabel Bebas Penerapan *Corporate Governance*

		PROD	EXEDIR	NONEXE	INDDIR	AUDCOM
PROD	Pearson	1	,303(**)	,233(**)	,158(*)	,106
	Correlation Sig. (2-tailed)		,000	,002	,034	,157
EXEDIR	Pearson	,303(**)	1	,688(**)	,448(**)	,060
	Correlation Sig. (2-tailed)	,000	.	,000	,000	,426
NONEXE	Pearson	,233(**)	,688(**)	1	,712(**)	-,010
	Correlation Sig. (2-tailed)	,002	,000	.	,000	,894
INDDIR	Pearson	,158(*)	,448(**)	,712(**)	1	-,027
	Correlation Sig. (2-tailed)	,034	,000	,000	.	,720
AUDCOM	Pearson	,106	,060	-,010	-,027	1
	Correlation Sig. (2-tailed)	,157	,426	,894	,720	.

** Korelasi signifikan pada tingkat 0.01 (2-tailed).

* Korelasi signifikan pada tingkat 0.05 (2-tailed).

Tidak terdapat korelasi yang signifikan antara profitabilitas dengan variabel-variabel bebas penerapan *corporate governance*. Hal itu menunjukkan bahwa tidak ditemukan hubungan antara profitabilitas dengan penerapan *corporate governance*, apabila menggunakan analisis korelasi. Sedangkan terdapat hubungan yang signifikan pada tingkat 1% antara produktivitas dengan jumlah dewan direksi dan dewan komisaris, dan signifikan pada tingkat 5% antara produktivitas dengan proporsi komisaris independen.

Variabel-variabel independen jumlah direksi, jumlah komisaris, dan komposisi komisaris independen saling berkorelasi secara signifikan pada tingkat 1% satu sama lain. Hal ini mungkin terjadi karena sifat masing-masing variabel tersebut yang terkait satu sama lain, dan kecenderungan perusahaan untuk menjaga komposisi antara direksi dan komisaris.

B. Hasil Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas.

Uji normalitas dapat dilakukan dengan menggunakan uji Jarque-Bera. Dimana pada angka Jarque-Bera diatas 0,8637 (lebih besar dari 5%), tidak dapat menolak H_0 bahwa data berdistribusi normal.

Tabel 4.11
Uji Normalitas

	Jarque-Bera
PROF	227125.5
PROD	25706.19
ROA	6.233.289
LSH	6.222.082
PUBLIK	2.459.281
BANK	8.821.715
NONBANK	8.927.211
LOCSTRAT	9.890.918
FORSTRAT	7.084.185
GOVT	13274.32
SIZE	1.967.568
EXEDIR	2.389.672
NONEXE	1.958.744
INDDIR	2.195.301
AUDCOM	1.726.564

Dari tabel 4.5 di atas, dapat dilihat bahwa nilai Jarque-Bera dari variabel-variabel yang digunakan semuanya lebih besar dari 0,8637. Sehingga, kita tidak dapat menolak H_0 bahwa data berdistribusi normal.

2. Uji Autokorelasi

Dari hasil pengolahan data, pada tabel 4.6 berikut ini diperoleh nilai Durbin-Watson untuk variabel-variabel dependen untuk setiap persamaan regresi.

Tabel 4.12
Uji Autokorelasi

Variabel	Regresi	Durbin-Watson
PROD	Konsentrasi kepemilikan	1.715756
PROF	Konsentrasi kepemilikan	1.297542
PROD	Komposisi kepemilikan	1.765089
PROF	Komposisi kepemilikan	1.308453
PROD	Penerapan <i>Corporate Governance</i>	1.816572
PROF	Penerapan <i>Corporate Governance</i>	1.292964

Nilai Durbin-Watson tersebut masih berada diantara 1,10 dan 2,90 sehingga tidak bisa dikatakan terdapat autokorelasi dalam persamaan yang diregresikan.

3. Uji Multikolinieritas

Pengujian multikolinieritas dilakukan dengan melihat nilai Value Inflation Factor (VIF) dan *tolerance*. Jika nilai VIF kurang dari 10 maka tidak terjadi multikolinieritas dan jika nilai *tolerance* semua variabel independen dalam penelitian lebih besar dari 0,10 maka hal ini menunjukkan tidak ada korelasi antar variabel bebas. Dari tabel dibawah ini dapat dilihat bahwa pada penelitian ini bebas dari masalah multikolinieritas.

Tabel 4.13
Uji Multikolinieritas

Variabel	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
LSH	0,824	1,213
PUBLIK	0,824	1,213
BANK	0,725	1,379
NONBANK	0,568	1,760
LOCSTRAT	0,309	3,235
FORSTRAT	0,401	2,495
GOVT	0,811	1,232
EXEDIR	0,519	1,928
NONEXE	0,322	3,107
INDDIR	0,489	2,044
AUDCOM	0,991	1,009

4. Uji Heterokedastisitas

Tabel 4.8 menunjukkan bahwa bahwa tidak terjadi heteroskedasitas pada model regresi yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 4.8
Uji Heterokedastisitas

Variabel	Regresi	Bartlett	Levene	Brown-Forsythe
PROD	Konsentrasi kepemilikan	479.5795	8.155851	1.337002
PROF	Konsentrasi kepemilikan	793.6969	8.831972	1.137995
PROD	Komposisi kepemilikan	461.0706	8.106949	1.321180
PROF	Komposisi kepemilikan	804.2161	8.819109	1.140027
PROD	Penerapan <i>Corporate Governance</i>	431.3989	7.873040	1.422224
PROF	Penerapan <i>Corporate Governance</i>	758.9005	8.804376	1.134298

C. Hasil Pengujian Data

Berdasarkan hasil pengolahan data, dapat dibentuk persamaan-persamaan sebagai berikut:

$$\text{PROF} = 1.096611584 - 1.318926937 \cdot \text{LSH} - 1.020974225 \cdot \text{PUBLIK}$$

$$\text{PROD} = 2.535053457 - 0.9340729078 \cdot \text{LSH} - 2.375369094 \cdot \text{PUBLIK}$$

$$\text{PROF} = 0.3803374845 - 0.8889435766 \cdot \text{BANK} + 0.03446321192 \cdot \text{NONBANK} - 0.58194324 \cdot \text{LOCSTRAT} + 0.9343013053 \cdot \text{FORSTRAT} - 0.6344431916 \cdot \text{GOVT}$$

$$\text{PROD} = 0.5218491028 - 0.2175804888 \cdot \text{BANK} + 0.8924831099 \cdot \text{NONBANK} + 0.9276777557 \cdot \text{LOCSTRAT} + 2.569562644 \cdot \text{FORSTRAT} + 4.772861914 \cdot \text{GOVT}$$

$$\text{PROF} = 0.5039459064 - 0.1098414285 \cdot \text{EXEDIR} + 0.07500064685 \cdot \text{NONEXE} - 0.02317508247 \cdot \text{INDDIR} - 0.1232616715 \cdot \text{AUDCOM}$$

$$\text{PROD} = -0.5348278201 + 0.3384367566 \cdot \text{EXEDIR} + 0.06623582599 \cdot \text{NONEXE} + 0.02548173788 \cdot \text{INDDIR} + 0.7377930168 \cdot \text{AUDCOM}$$

Nilai koefisien dan signifikansi statistik dari tiap variabel dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.15
Hasil Regresi

Variabel	Profitabilitas			Produktivitas		
	Ekpektasi tanda	Koefisien	Probabilitas	Ekspektasi Tanda	Koefisien	Probabilitas
LSH	+	-1.318927	0.1599	+	-0.934073	0.2243
PUBLIK	-	-1.020974	0.1751	-	-2.375369*	0.0498
BANK	+	-0.888944	0.3328	+	-0.217580	0.4677
NONBANK	+	0.034463	0.4891	+	0.892483	0.2941
LOCSTRAT	+	-0.581943	0.3028	+	0.927678	0.2642
FORSTRAT	+	0.934301	0.1898	+	2.569563**	0.0326
GOVT	+	-0.634443	0.3928	+	4.772862*	0.0590
EXEDIR	-	-0.109841	0.1438	-	0.338437**	0.0048
NONEXE	+	0.075001	0.2987	+	0.066236	0.3550
INDDIR	+	-0.023175	0.4561	+	0.025482	0.4615
AUDCOM	+	-0.123262	0.3946	+	0.737793	0.1015

Keterangan:

** : Signifikan pada tingkat keyakinan 5%

** : Signifikan pada tingkat keyakinan 10%

1. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan

Dari uji statistik terlihat bahwa kepemilikan saham terbesar (LSH) memiliki pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan baik dari sisi profitabilitas, maupun dari sisi produktivitas (tidak dapat menolak hipotesis 1 dan 2). Hasil ini mendukung pendapat Demsetz dan Lehn (1985) serta Prowse (1992) yang menunjukkan tidak adanya hubungan yang secara statistik signifikan antara tingkat keuntungan akuntansi dan konsentrasi kepemilikan saham.

Dalam uji statistik, walaupun tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan, namun terdapat pengaruh yang negatif baik dari jumlah kepemilikan terbesar maupun kepemilikan saham publik. Hal ini menunjukkan kembali mendukung pendapat Demsetz dan Lehn (1985) bahwa konsentrasi kepemilikan yang ada saat ini telah dioptimalkan melalui seleksi alami.

Pengaruh yang tidak signifikan tersebut dapat dijelaskan apabila melihat kondisi *corporate governance* di Indonesia. Perusahaan yang diambil untuk sampel pada umumnya dikuasai oleh investor lokal dan memiliki konsentrasi kepemilikan yang cukup tinggi. Kepemilikan yang cukup tinggi tersebut memberikan hak bagi para pemegang saham terbesar untuk menaruh wakil mereka dalam dewan direksi dan dewan komisaris. Namun, orang-orang yang mengisi jabatan tersebut biasanya bukan orang-orang profesional, melainkan anggota keluarga atau orang-orang yang dekat dengan para pemilik modal. Sehingga kurang ada tekanan bagi para anggota dewan komisaris dan dewan direksi, yang merupakan anggota keluarga atau orang-orang yang dekat dengan para pemilik modal, untuk bekerja dengan maksimal.

Kepemilikan saham publik (PUBLIK) memiliki pengaruh negatif yang signifikan pada $\alpha=5\%$ apabila diukur dengan produktivitas (menolak hipotesis 4), selaras dengan hasil penemuan Claessens dan Djankov (1999) yang mengatakan bahwa tingkat kepemilikan yang lebih terkonsentrasi dihubungkan dengan tingkat produktivitas pekerja yang lebih tinggi. Hal ini memperlihatkan adanya masalah *free-rider*, seperti yang dikatakan oleh Shleifer dan Vishny (1986), di mana para pemegang

saham publik tidak memiliki insentif untuk melakukan pengawasan terhadap kinerja perusahaan. Hal ini ditambah lagi dengan kondisi *corporate governance* di Indonesia yang cenderung lemah dalam hal perlindungan hak pemegang saham minoritas dengan konsentrasi kepemilikan saham yang relatif besar.

2. Pengaruh Komposisi Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan

Pengaruh negatif yang tidak signifikan dari kepemilikan bank (BANK) terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan produktivitas sejalan dengan temuan Claessens dan Djankov (1999) terhadap perusahaan di Republik Ceko, namun jika diukur dengan menggunakan profitabilitas, hasil yang ditemukan bertolak belakang, dimana Claessens dan Djankov (1999) menemukan pengaruh positif yang tidak signifikan, sedangkan hasil pengujian menunjukkan pengaruh negatif yang tidak signifikan (Tidak bisa menolak hipotesis 5 dan 6). Pengaruh ini dapat dijelaskan dengan melihat mekanisme pemberian dana oleh bank di Indonesia, yang pada umumnya dilakukan lewat pemberian pinjaman, dan bukan penanaman modal, yang menyebabkan tingkat kepemilikan bank terhadap perusahaan di Indonesia tidak tinggi.

Penelitian ini tidak menemukan signifikansi dalam pengaruh positif dari kepemilikan institusi keuangan non-bank (NONBANK) terhadap kinerja perusahaan, seperti yang ditemukan Thomsen dan Pedersen (2000). Karena walaupun penelitian ini juga menunjukkan pengaruh yang positif, namun pengaruh tersebut tidak signifikan secara statistik (Tidak bisa menolak hipotesis 7 dan 8). Hal tersebut dapat dijelaskan karena kecilnya porsi kepemilikan oleh institusi keuangan non-bank dalam perusahaan-perusahaan sampel, sehingga lembaga keuangan non-bank tidak memiliki kekuatan yang cukup dalam mempengaruhi keputusan operasi perusahaan.

Pengaruh positif yang tidak signifikan dari kepemilikan pihak lokal terhadap kinerja perusahaan yang ditemukan Claessens dan Djankov (1999) juga ditemukan dalam penelitian ini. (Tidak bisa menolak hipotesis 9 dan 10). Hal itu mungkin terjadi karena kurang ketatnya pengawasan terhadap perilaku manajemen oleh pihak investor lokal.

Pengujian statistik yang dilakukan menghasilkan hasil selaras dengan pendapat Chibber dan Majumar (1999) serta Sarkar dan Sarkar (2000) mengenai kepemilikan pihak asing (FORSTRAT), karena kepemilikan asing memiliki pengaruh positif yang signifikan pada $\alpha=5\%$ terhadap produktivitas perusahaan (menolak hipotesis 12), tetapi tidak terdapat signifikansi pada hubungan antara kepemilikan asing dan profitabilitas (Tidak bisa menolak hipotesis 11). Hal ini dapat dijelaskan karena pada umumnya investor asing strategis yang menanamkan uangnya di Indonesia berasal dari negara-negara yang lebih maju dibanding Indonesia, dan mereka biasanya mengambil bagian yang cukup besar dari kepemilikan non publik, sehingga mereka dapat menaruh orang-orangnya di dalam jajaran dewan direksi dan komisaris. Penerapan teknologi yang lebih maju, ditambah dengan pengelolaan oleh orang-orang yang profesional dengan koneksi yang luas, berpengaruh positif pada produktivitas perusahaan. Sedangkan profitabilitas perusahaan masih dipengaruhi oleh faktor-faktor lain.

Penelitian ini menemukan pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap profitabilitas perusahaan (tidak bisa menolak hipotesis 13) dan pengaruh positif yang signifikan pada $\alpha=10\%$ dari kepemilikan pemerintah terhadap produktivitas perusahaan. Temuan ini mendukung pendapat Brown dan Earle (2000) yang mengatakan bahwa perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah biasanya memiliki kinerja lebih baik. Produktivitas yang lebih baik tersebut dapat terjadi karena pemerintah, sebagai pembuat kebijakan, dapat melindungi perusahaan yang dimilikinya dari persaingan.

3. Pengaruh Penerapan *Corporate Governance* terhadap Kinerja Perusahaan

Berdasarkan uji statistik, ukuran dewan direksi (EXEDIR) memiliki pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan profitabilitas. Namun menimbulkan pengaruh positif yang signifikan, apabila diukur dengan produktivitas. Hubungan antara profitabilitas dan ukuran dewan direksi selaras dengan pendapat Yemark (1996) yang menyatakan bahwa ukuran dewan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kinerja perusahaan. Namun Yemark (1996) menemukan signifikansi dalam pengaruh negatif tersebut. Pengaruh yang signifikan

dari produktivitas terhadap jumlah anggota direksi dapat dijelaskan dengan pendapat Brickley dan James (1987) dan Weisbach (1988) yang menyatakan bahwa direksi perusahaan dapat memberikan kontribusi terhadap nilai perusahaan melalui aktivitas evaluasi dan keputusan strategik, serta pengurangan inefisiensi dan kinerja yang rendah.

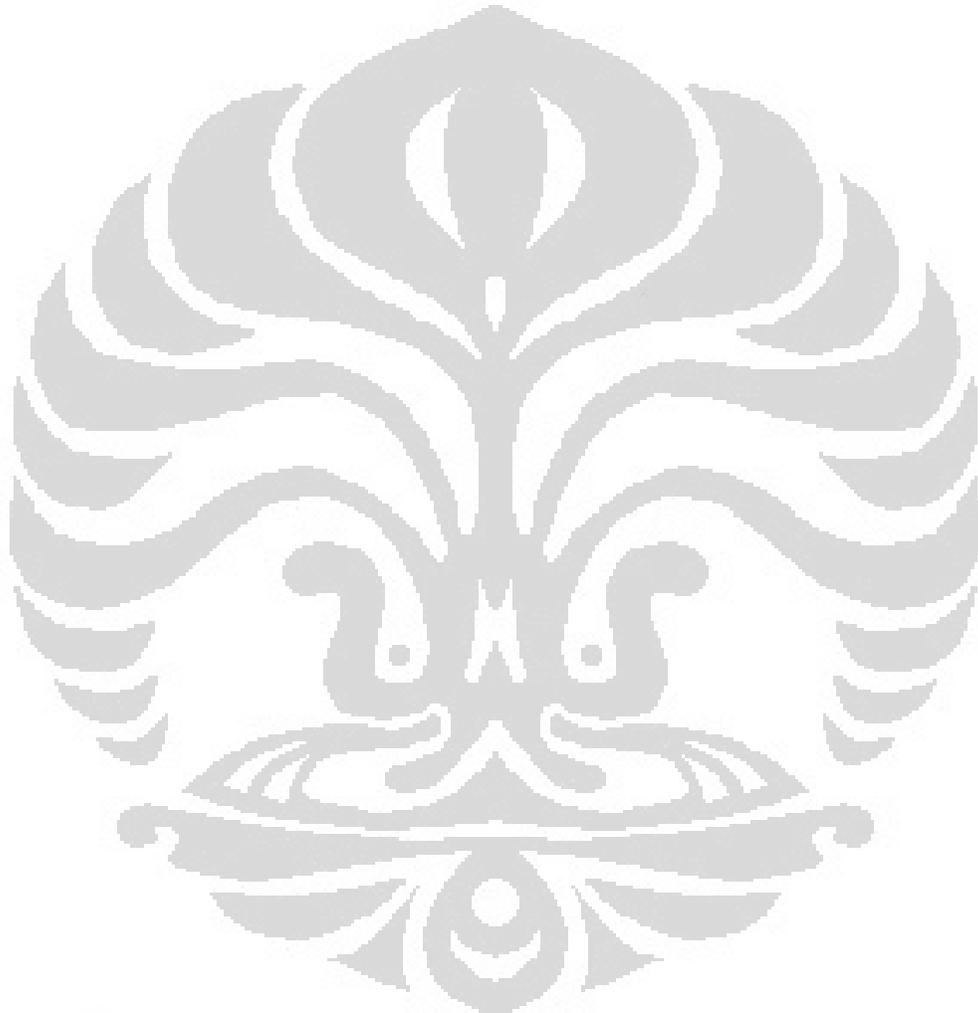
Pengaruh positif yang signifikan dari jumlah anggota dewan terhadap produktivitas perusahaan dapat dijelaskan karena dalam perusahaan-perusahaan sampel jumlah anggota dewan direksi masih relatif kecil, sehingga tidak terdapat kesulitan dalam berkomunikasi satu dan lainnya. Hal tersebut membuat para direksi dapat melakukan fungsinya dengan baik. Sedangkan pengaruh negatif yang tidak signifikan dari jumlah anggota dewan terhadap profitabilitas perusahaan dapat menjadi indikasi bahwa, walaupun tidak selalu, terjadi pengeluaran yang berlebihan dalam gaji, tunjangan, maupun fasilitas yang diberikan kepada dewan direksi.

Hasil uji statistik tidak menemukan pengaruh yang signifikan dari jumlah dewan komisaris (NONEXE) terhadap kinerja perusahaan, baik yang diukur dengan profitabilitas, maupun produktivitas. Hal ini sejalan dengan penelitian Chen dkk. (2002) yang tidak menemukan hubungan signifikan antara komposisi dewan dan kinerja perusahaan. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa pada perusahaan yang dijadikan sampel, fungsi dari dewan komisaris belum dijalankan secara baik.

Jumlah komisaris independen (INDDIR) berpengaruh negatif secara tidak signifikan terhadap profitabilitas, dan berpengaruh positif secara tidak signifikan terhadap produktivitas. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Chen dkk. (2002) yang tidak menemukan pengaruh signifikan antara proporsi komisaris independen dengan kinerja perusahaan. Sehingga, dapat diartikan bahwa fungsi dari komisaris independen dalam perusahaan belum dijalankan dengan baik.

Keberadaan komite audit (AUDCOM) berpengaruh negatif secara tidak signifikan terhadap profitabilitas, dan berpengaruh positif secara tidak signifikan terhadap produktivitas. Temuan ini serupa dengan hasil penelitian Chen dkk. (2002) yang tidak menemukan pengaruh signifikan antara keberadaan komite audit dengan

kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa, dalam perusahaan yang dijadikan obyek penelitian, komite audit belum berfungsi secara baik.



BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Terdapat banyak penelitian mengenai pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan. Namun penelitian-penelitian-penelitian tersebut biasanya menggunakan variabel harga saham, atau nilai perusahaan sebagai pengukur kinerja. Penelitian ini berusaha untuk melihat ukuran kinerja dari sudut pandang yang lain, yaitu profitabilitas dan produktivitas, seperti yang dilakukan oleh Claessens dan Djankov (1999).

Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja operasi perusahaan, dan juga meneliti pengaruh *corporate governance* (ukuran dewan komisaris dan direksi, komposisi dewan komisaris independen, dan keberadaan komite audit) terhadap kinerja perusahaan.

Dari hasil penelitian, ditemukan bahwa terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara kepemilikan saham publik dan kinerja perusahaan yang diukur dengan produktivitas pekerja, sesuai dengan pendapat Claessens dan Djankov (1999). Namun, tidak ditemukan pengaruh positif dari kepemilikan saham terbesar terhadap kinerja perusahaan. Hal ini memperlihatkan kurangnya pengawasan, baik dari pemegang saham terbesar maupun dari pemegang saham minoritas, terhadap pengelola perusahaan. Kurangnya pengawasan dari pemegang saham terbesar dapat terjadi karena orang-orang yang mereka taruh di dewan direksi dan komisaris tidak selalu merupakan orang terbaik untuk mengisi posisi tersebut namun kadang merupakan sanak keluarga atau orang yang dekat dengan pemilik saham terbesar. Sedangkan kurangnya pengawasan dari pemegang saham minoritas terjadi karena biaya pengawasan yang dikeluarkan oleh pemegang saham minoritas tidak sesuai dengan *return* yang didapatkan oleh mereka.

Tidak signifikannya pengaruh variabel-variabel pengawas internal (komisaris, komisaris independen, komite audit) terhadap kinerja perusahaan menunjukkan kurang dijalankannya *corporate governance* yang baik. Pengaruh positif yang signifikan dari jumlah anggota dewan direksi terhadap produktivitas perusahaan, yang disertai pengaruh negatif yang

tidak signifikan dari jumlah anggota dewan direksi terhadap profitabilitas perusahaan, mengindikasikan bahwa walaupun dewan direksi telah menjalankan tugasnya, terdapat kemungkinan terjadi pemborosan dalam gaji, tunjangan, maupun fasilitas yang diberikan kepada dewan direksi.

Pengaruh positif yang signifikan dari kepemilikan asing terhadap produktivitas dapat terjadi karena teknologi investor asing yang lebih baik, modal yang lebih besar, manajemen yang lebih baik, dan koneksi yang lebih luas. Sedangkan, pengaruh positif yang signifikan dari kepemilikan pemerintah terhadap produktivitas dapat terjadi karena pemerintah, sebagai pembuat kebijakan, dapat melindungi perusahaan yang dimilikinya dari persaingan.

B. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan-keterbatasan antara lain:

1. Penelitian hanya menggunakan perusahaan-perusahaan industri dasar dan kimia, dan belum memasukkan perusahaan industri-industri lain sebagai sampel penelitian.
2. Periode waktu yang digunakan masih pendek yaitu dari tahun 2003 sampai dengan 2006.
3. Ukuran dari konsentrasi kepemilikan yang digunakan hanya menggunakan kepemilikan saham terbesar dan kepemilikan saham publik, sehingga tidak dapat dilihat secara jelas derajat konsentrasi kepemilikan di perusahaan.
4. Penelitian ini tidak memisahkan antara perusahaan besar dan kecil. Pemisahan ini akan memungkinkan analisis pengaruh struktur kepemilikan dan penerapan *corporate governance* relatif terhadap perusahaan besar dan perusahaan kecil.

C. Saran

Ada beberapa hal yang harus diteliti lebih mendalam dalam penelitian ini. Yang dapat memperiki penelitian selanjutnya.

1. Memasukkan perusahaan-perusahaan dari industri lain agar diperoleh gambaran yang lebih jelas mengenai pengaruh struktur kepemilikan sahan terhadap kinerja perusahaan yang ada di Indonesia.

2. Memperpanjang tahun penelitiannya. Untuk melihat lebih jelas apakah memang terjadi perubahan pengaruh seiring meningkatnya nilai IHSG.
3. Menggunakan ukuran dari konsentrasi kepemilikan yang lebih tepat, seperti *Herfindahl index* dari kepemilikan saham perusahaan.
4. Memasukkan indikator ukuran perusahaan.

D. Implikasi Hasil Penelitian

1. Bagi Investor

Untuk investor yang ingin mendirikan perusahaan, atau menanamkan modal di Indonesia, khususnya dalam industri dasar dan kimia, perlu melihat dengan cermat komposisi dewan direksi dari perusahaan tempat mereka akan berinvestasi. Jumlah dari anggota dewan direksi berpengaruh positif secara signifikan terhadap produktivitas, namun berpengaruh negatif secara tidak signifikan terhadap profitabilitas. Hal ini menunjukkan perlunya perhitungan yang matang mengenai jumlah dewan direksi.

2. Bagi Investor Perorangan

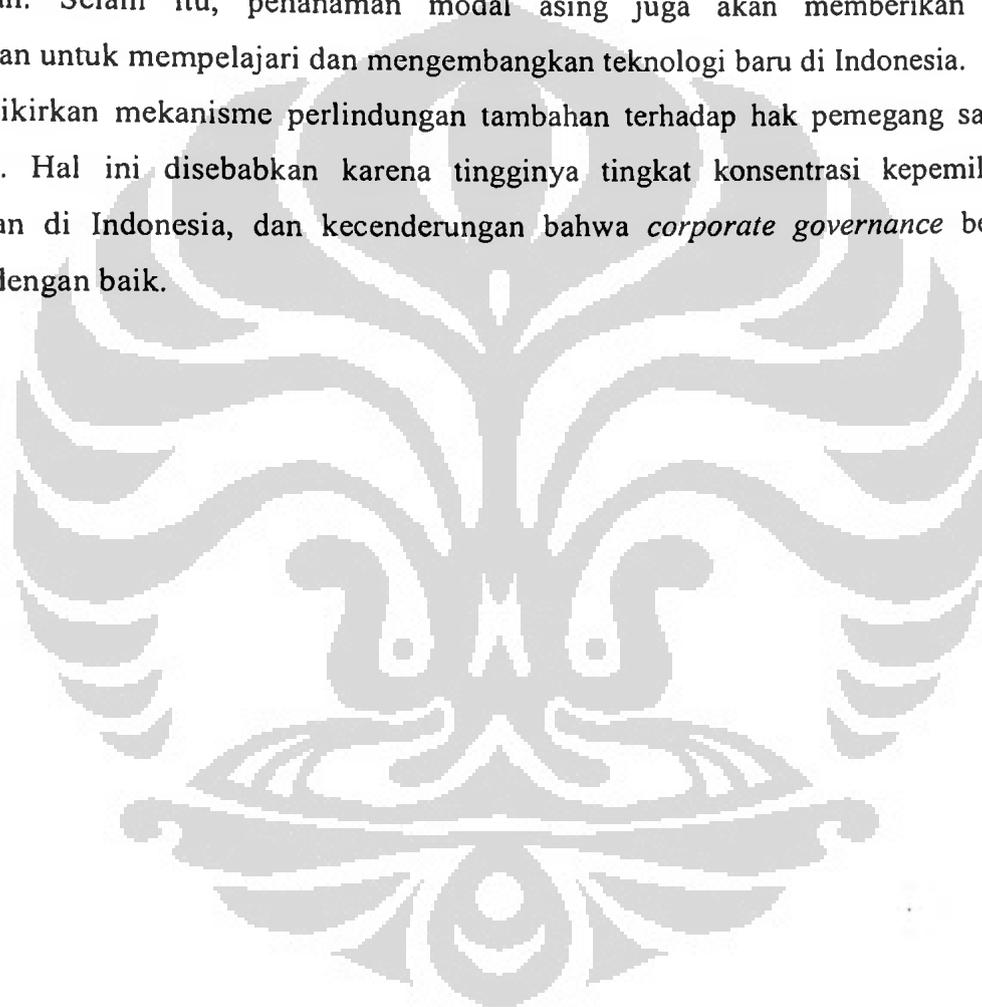
Untuk investor perseorangan yang ingin membeli saham pada penawaran saham perdana, sebaiknya melihat prospektus emiten secara seksama. Kepemilikan saham publik berpengaruh negatif terhadap profitabilitas. Sehingga perlu dicermati ulang prospek dari perusahaan yang akan melakukan penawaran saham perdana.

3. Bagi Perusahaan

Gaji, tunjangan, maupun fasilitas yang diberikan kepada dewan direksi perlu diperhitungkan dengan teliti. Hal ini disebabkan karena dewan direksi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap produktivitas perusahaan tapi pengaruh negatif terhadap profitabilitas. Hal ini mungkin disebabkan karena gaji direksi cukup besar sehingga menimbulkan tekanan pada profitabilitas perusahaan.

4. Bagi Regulator

- Pemerintah sebaiknya mempermudah proses penanaman modal dari luar negeri. Kepemilikan investor strategis asing berpengaruh signifikan terhadap produktivitas perusahaan. Selain itu, penanaman modal asing juga akan memberikan kita kesempatan untuk mempelajari dan mengembangkan teknologi baru di Indonesia.
- Perlu dipikirkan mekanisme perlindungan tambahan terhadap hak pemegang saham minoritas. Hal ini disebabkan karena tingginya tingkat konsentrasi kepemilikan perusahaan di Indonesia, dan kecenderungan bahwa *corporate governance* belum berjalan dengan baik.



DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal A. & Charles R. Knoeber. *Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders*. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 31, No. 3 (Sep., 1996), 377-397
- Barclay, M. & Clifford G. Holderness. *Private Benefits from Control of Public Corporations*. Journal of Financial Economics, Volume 25, Issue 2, December 1989, 371-395
- Bekaert, G. & Campbell R. Harvey. *Foreign Speculators and Emerging Equity Markets*. The Journal of Finance, Vol. 55, No. 2 (Apr., 2000), 565-613
- Burkart, L., Denis Gromb & Fausto Panunzi. *Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 112, No. 3 (Aug., 1997), 693-728
- Chhibber P.K. & Sumit K. Majumdar. *Foreign Ownership and Profitability: Property Rights, Control, and the Performance of Firms in Indian Industry*. Journal of Law and Economics, Vol. 42, No. 1 (Apr., 1999), 209-238
- Claessens, S. & Simeon Djankov. *Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic*. Journal of Comparative Economics, Volume 27, Issue 3, September 1999, 498-513
- Claessens, S., Simeon Djankov & Larry H. P. Lang. *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*. Journal of Financial Economics, Volume 58, Issues 1-2, 2000, 81-112
- Demsetz, H. & Kenneth Lehn. *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*. The Journal of Political Economy, Vol. 93, No. 6, Dec. 1985, 1155-1177
- Demsetz, H. *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*. Journal of Law and Economics, Vol. 26, No. 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (Jun., 1983), 375-390
- Fama, F.E. & Michael C. Jensen. *Separation of Ownership and Control*. Journal of Law and Economics, Vol. 26, No. 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (Jun., 1983), 301-325

- Holderness C.G., Randall S. Kroszner & Dennis P. Sheehan. *Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression*. The Journal of Finance, Vol. 54, No. 2 (Apr., 1999), 435-469
- Holmstrom, B. & Jean Tirole. *Market Liquidity and Performance Monitoring*. The Journal of Political Economy, Vol. 101, No. 4 (Aug., 1993), 678-709
- Jensen, M.C. & William H. Meckling. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, Volume 3, Issue 4, October 1976, 305-360
- Khanna T. & Krishna Palepu. *Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups*. The Journal of Finance, Vol. 55, No. 2 (Apr., 2000), 867-891
- McConnell, J.J. & Henri Servaes. *Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value*. Journal of Financial Economics, Volume 27, Issue 2, October 1990, 595-612
- Morck, R., Andrei Shleifer & Robert W. Vishny. *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*. Journal of Financial Economics, Volume 20, January-March 1988, 293-315
- Porta, R.L. et al. *Law and Finance*. The Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6 Dec. 1998, 1113-1155
- Prowse, S.D. *The Structure of Corporate Ownership in Japan*. The Journal of Finance, Vol. 47, No. 3, Papers and Proceedings of the Fifty-Second Annual Meeting of the American Finance Association, New Orleans, Louisiana January 3-5, 1992 (Jul., 1992), 1121-1140
- Shleifer, A. & Robert W. Vishny. *A Survey of Corporate Governance*. The Journal of Finance, Vol. 52, No. 2 (Jun., 1997), 737-783
- Thomsen, S. & Torben Pedersen. *Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies*. Strategic Management Journal, Vol. 21, No. 6, Jun. 2000, 689-705

LAMPIRAN 1 HASIL REGRESI DENGAN MENGGUNAKAN EIEWS

1. Regresi antara profitabilitas dan variabel-variabel konsentrasi kepemilikan

Dependent Variable: PROF?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 08/20/08 Time: 04:05
 Sample: 2003 2006
 Included observations: 4
 Number of cross-sections used: 45
 Total panel (balanced) observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.096612	0.614506	1.784542	0.0760
LSH?	-1.318927	0.934415	-1.411499	0.1599
PUBLIK?	-1.020974	1.089728	-0.936908	0.3501
R-squared	0.011947	Mean dependent var	0.254833	
Adjusted R-squared	0.000783	S.D. dependent var	2.108939	
S.E. of regression	2.108113	Sum squared resid	786.6130	
F-statistic	1.070110	Durbin-Watson stat	1.297542	
Prob(F-statistic)	0.345179			

2. Regresi antara produktivitas dan variabel-variabel konsentrasi kepemilikan

Dependent Variable: PROD?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 08/20/08 Time: 04:05
 Sample: 2003 2006
 Included observations: 4
 Number of cross-sections used: 45
 Total panel (balanced) observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.535053	0.808853	3.134133	0.0020
LSH?	-0.934073	1.229939	-0.759447	0.4486
PUBLIK?	-2.375369	1.434371	-1.656035	0.0995
R-squared	0.015291	Mean dependent var	1.448928	
Adjusted R-squared	0.004164	S.D. dependent var	2.780632	
S.E. of regression	2.774837	Sum squared resid	1362.851	
F-statistic	1.374232	Durbin-Watson stat	1.715756	
Prob(F-statistic)	0.255720			

3. Regresi antara profitabilitas dan variabel-variabel komposisi kepemilikan

Dependent Variable: PROF?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 08/20/08 Time: 04:07
 Sample: 2003 2006
 Included observations: 4
 Number of cross-sections used: 45
 Total panel (balanced) observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.380337	0.746990	0.509160	0.6113
BANK?	-0.888944	2.052334	-0.433138	0.6655
NONBANK?	0.034463	1.259965	0.027353	0.9782
LOCSTRAT?	-0.581943	1.124620	-0.517458	0.6055
FORSTRAT?	0.934301	1.060455	0.881038	0.3795
GOVT?	-0.634443	2.327349	-0.272603	0.7855
R-squared	0.024236	Mean dependent var		0.254833
Adjusted R-squared	-0.003803	S.D. dependent var		2.108939
S.E. of regression	2.112945	Sum squared resid		776.8295
F-statistic	0.864365	Durbin-Watson stat		1.308453
Prob(F-statistic)	0.506303			

4. Regresi antara produktivitas dan variabel-variabel komposisi kepemilikan

Dependent Variable: PROD?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 08/20/08 Time: 04:07
 Sample: 2003 2006
 Included observations: 4
 Number of cross-sections used: 45
 Total panel (balanced) observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.521849	0.975083	0.535184	0.5932
BANK?	-0.217580	2.679013	-0.081217	0.9354
NONBANK?	0.892483	1.644695	0.542644	0.5881
LOCSTRAT?	0.927678	1.468022	0.631924	0.5283
FORSTRAT?	2.569563	1.384264	1.856267	0.0651
GOVT?	4.772862	3.038003	1.571052	0.1180
R-squared	0.043601	Mean dependent var		1.448928
Adjusted R-squared	0.016119	S.D. dependent var		2.780632
S.E. of regression	2.758131	Sum squared resid		1323.668
F-statistic	1.586503	Durbin-Watson stat		1.765089
Prob(F-statistic)	0.166240			

5. Regresi antara profitabilitas dan variabel-variabel penerapan *corporate governance*

Dependent Variable: PROF?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 08/20/08 Time: 04:00
 Sample: 2003 2006
 Included observations: 4
 Number of cross-sections used: 45
 Total panel (balanced) observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.503946	0.415383	1.213208	0.2267
EXEDIR?	-0.109841	0.102949	-1.066955	0.2875
NONEXE?	0.075001	0.141699	0.529295	0.5973
INDDIR?	-0.023175	0.209628	-0.110554	0.9121
AUDCOM?	-0.123262	0.460096	-0.267904	0.7891
R-squared	0.007438	Mean dependent var		0.254833
Adjusted R-squared	-0.015249	S.D. dependent var		2.108939
S.E. of regression	2.124957	Sum squared resid		790.2026
F-statistic	0.327864	Durbin-Watson stat		1.292964
Prob(F-statistic)	0.858995			

6. Regresi antara produktifitas dan variabel-variabel penerapan *corporate governance*

Dependent Variable: PROD?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 08/20/08 Time: 04:01
 Sample: 2003 2006
 Included observations: 4
 Number of cross-sections used: 45
 Total panel (balanced) observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.534828	0.521117	-1.026311	0.3062
EXEDIR?	0.338437	0.129154	2.620421	0.0096
NONEXE?	0.066236	0.177768	0.372597	0.7099
INDDIR?	0.025482	0.262987	0.096893	0.9229
AUDCOM?	0.737793	0.577212	1.278202	0.2029
R-squared	0.101390	Mean dependent var		1.448928
Adjusted R-squared	0.080850	S.D. dependent var		2.780632
S.E. of regression	2.665856	Sum squared resid		1243.688
F-statistic	4.936307	Durbin-Watson stat		1.816573
Prob(F-statistic)	0.000855			

LAMPIRAN 2
HASIL UJI MULTIKOLINERITAS

1. Uji multikolinieritas regresi antara profitabilitas dan variabel-variabel konsentrasi kepemilikan

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1,099	,617		1,780	,077		
	LSH	-1,324	,940	-,116	-1,408	,161	,824	1,213
	PUBLIK	-1,020	1,090	-,077	-,936	,351	,824	1,213

a Dependent Variable: PROF

2. Uji multikolinieritas regresi antara produktivitas dan variabel-variabel konsentrasi kepemilikan

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	2,540	,813		3,125	,002		
	LSH	-,950	1,237	-,063	-,768	,444	,824	1,213
	PUBLIK	-2,371	1,435	-,136	-1,652	,100	,824	1,213

a Dependent Variable: PROD

3. Uji multikolinieritas regresi antara profitabilitas dan variabel-variabel komposisi kepemilikan

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,384	,748		,513	,609		
	BANK	-,888	2,054	-,038	-,432	,666	,725	1,379
	NONBANK	,043	1,260	,003	,034	,973	,568	1,760
	LOCSTRAT	-,588	1,125	-,070	-,522	,602	,309	3,235
	FORSTRAT	,925	1,064	,103	,870	,385	,401	2,495
	GOVT	-,641	2,325	-,023	-,276	,783	,811	1,232

a Dependent Variable: PROF

4. Uji multikolineritas regresi antara produktivitas dan variabel-variabel komposisi kepemilikan

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,529	,977		,542	,589		
	BANK	-,215	2,681	-,007	-,080	,936	,725	1,379
	NONBANK	,891	1,645	,053	,542	,589	,568	1,760
	LOCSTRAT	,912	1,469	,083	,621	,535	,309	3,235
	FORSTRAT	2,557	1,388	,216	1,842	,067	,401	2,495
	GOVT	4,740	3,036	,129	1,561	,120	,811	1,232

a Dependent Variable: PROD

5. Uji multikolineritas regresi antara profitabilitas dan variabel-variabel penerapan corporate governance

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,508	,417		1,219	,225		
	EXEDIR	-,110	,103	-,112	-1,067	,287	,519	1,928
	NONEXE	,075	,142	,070	,529	,597	,322	3,107
	INDDIR	-,023	,210	-,012	-,111	,912	,489	2,044
	AUDCOM	-,127	,461	-,021	-,275	,784	,991	1,009

a Dependent Variable: PROF

6. Uji multikolineritas regresi antara produktifitas dan variabel-variabel penerapan corporate governance

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-,527	,523		-1,009	,315		
	EXEDIR	,337	,130	,260	2,604	,010	,519	1,928
	NONEXE	,067	,178	,048	,376	,707	,322	3,107
	INDDIR	,025	,264	,010	,096	,923	,489	2,044
	AUDCOM	,733	,579	,091	1,266	,207	,991	1,009

a Dependent Variable: PROD

LAMPIRAN 3
HASIL UJI HETEROKEDASTISITAS

1. Uji heterokedastisitas regresi antara profitabilitas dan variabel-variabel konsentrasi kepemilikan

Test for Equality of Variances Between Series

Date: 08/20/08 Time: 13:15

Sample: 2003 2006

Included observations: 4

Method	df	Value	Probability
Bartlett	44	793.6969	0.0000
Levene	(44, 135)	8.831972	0.0000
Brown-Forsythe	(44, 135)	1.137995	0.2836

2. Uji heterokedastisitas regresi antara produktivitas dan variabel-variabel konsentrasi kepemilikan

Test for Equality of Variances Between Series

Date: 08/20/08 Time: 13:17

Sample: 2003 2006

Included observations: 4

Method	df	Value	Probability
Bartlett	44	479.5795	0.0000
Levene	(44, 135)	8.155851	0.0000
Brown-Forsythe	(44, 135)	1.337002	0.1058

3. Uji heterokedastisitas regresi antara profitabilitas dan variabel-variabel komposisi kepemilikan

Test for Equality of Variances Between Series

Date: 08/20/08 Time: 13:23

Sample: 2003 2006

Included observations: 4

Method	df	Value	Probability
Bartlett	44	804.2161	0.0000
Levene	(44, 135)	8.819109	0.0000
Brown-Forsythe	(44, 135)	1.140027	0.2811

4. Uji heterokedastisitas regresi antara produktivitas dan variabel-variabel komposisi kepemilikan

Test for Equality of Variances Between Series

Date: 08/20/08 Time: 13:22

Sample: 2003 2006

Included observations: 4

Method	df	Value	Probability
Bartlett	44	461.0706	0.0000
Levene	(44, 135)	8.106949	0.0000
Brown-Forsythe	(44, 135)	1.321180	0.1154

5. Uji heterokedastisitas regresi antara profitabilitas dan variabel-variabel penerapan *corporate governance*

Test for Equality of Variances Between Series

Date: 08/20/08 Time: 13:14

Sample: 2003 2006

Included observations: 4

Method	df	Value	Probability
Bartlett	44	758.9005	0.0000
Levene	(44, 135)	8.804376	0.0000
Brown-Forsythe	(44, 135)	1.134298	0.2882

6. Uji heterokedastisitas regresi antara produktifitas dan variabel-variabel penerapan *corporate governance*

Test for Equality of Variances Between Series

Date: 08/20/08 Time: 13:12

Sample: 2003 2006

Included observations: 4

Method	Df	Value	Probability
Bartlett	44	431.3989	0.0000
Levene	(44, 135)	7.873040	0.0000
Brown-Forsythe	(44, 135)	1.422224	0.0652

LAMPIRAN 4 ANALISIS KORELASI

1. Analisis Korelasi Variabel Terikat Profitabilitas dengan Variabel Bebas Konsentrasi Kepemilikan

		PROF	LSH	PUBLIK
PROF	Pearson Correlation	1	-.084	-.028
	Sig. (2-tailed)	.	,264	,705
	N	180	180	180
LSH	Pearson Correlation	-.084	1	-.419(**)
	Sig. (2-tailed)	,264	.	,000
	N	180	180	180
PUBLIK	Pearson Correlation	-.028	-.419(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,705	,000	.
	N	180	180	180

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

2. Analisis Korelasi Variabel Terikat Produktivitas dengan Variabel Bebas Konsentrasi Kepemilikan

		PROD	LSH	PUBLIK
PROD	Pearson Correlation	1	-.006	-.109
	Sig. (2-tailed)	.	,934	,144
	N	180	180	180
LSH	Pearson Correlation	-.006	1	-.419(**)
	Sig. (2-tailed)	,934	.	,000
	N	180	180	180
PUBLIK	Pearson Correlation	-.109	-.419(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,144	,000	.
	N	180	180	180

* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

3. Analisis Korelasi Variabel Terikat Profitabilitas dengan Variabel Bebas Komposisi Kepemilikan

		PROF	BANK	NONBANK	LOCSTRAT	FORSTRAT	GOVT
PROF	Pearson	1					
	Correlation		-.031	.012	-.115	.145	.003
	Sig. (2-tailed)		.678	.873	.124	.052	.970
	N	180	180	180	180	180	180
BANK	Pearson		1				
	Correlation	-.031		-.008	-.243(**)	-.111	-.055
	Sig. (2-tailed)	.678		.916	.001	.137	.465
	N	180	180	180	180	180	180
NONBANK	Pearson			1			
	Correlation	.012	-.008		-.342(**)	-.168(*)	-.065
	Sig. (2-tailed)	.873	.916		.000	.025	.383
	N	180	180	180	180	180	180
LOCSTRAT	Pearson				1		
	Correlation	-.115	-.243(**)	-.342(**)		-.569(**)	-.253(**)
	Sig. (2-tailed)	.124	.001	.000		.000	.001
	N	180	180	180	180	180	180
FORSTRAT	Pearson					1	
	Correlation	.145	-.111	-.168(*)	-.569(**)		.059
	Sig. (2-tailed)	.052	.137	.025	.000		.428
	N	180	180	180	180	180	180
GOVT	Pearson						1
	Correlation	.003	-.055	-.065	-.253(**)	.059	
	Sig. (2-tailed)	.970	.465	.383	.001	.428	
	N	180	180	180	180	180	180

* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
 Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

4. Analisis Korelasi Variabel Terikat Produktivitas dengan Variabel Bebas Komposisi Kepemilikan

		PROD	BANK	NONBANK	LOCSTRAT	FORSTRAT	GOVT
PROD	Pearson Correlation	1	-.059	-.020	-.089	,168(*)	,117
	Sig. (2-tailed)	.	,435	,795	,235	,024	,117
	N	180	180	180	180	180	180
BANK	Pearson Correlation	-.059	1	-.008	-.243(**)	-.111	-.055
	Sig. (2-tailed)	,435	.	,916	,001	,137	,465
	N	180	180	180	180	180	180
NONBANK	Pearson Correlation	-.020	-.008	1	-.342(**)	-.168(*)	-.065
	Sig. (2-tailed)	,795	,916	.	,000	,025	,383
	N	180	180	180	180	180	180
LOCSTRAT	Pearson Correlation	-.089	-.243(**)	-.342(**)	1	-.569(**)	-.253(**)
	Sig. (2-tailed)	,235	,001	,000	.	,000	,001
	N	180	180	180	180	180	180
FORSTRAT	Pearson Correlation	,168(*)	-.111	-.168(*)	-.569(**)	1	,059
	Sig. (2-tailed)	,024	,137	,025	,000	.	,428
	N	180	180	180	180	180	180
GOVT	Pearson Correlation	,117	-.055	-.065	-.253(**)	,059	1
	Sig. (2-tailed)	,117	,465	,383	,001	,428	.
	N	180	180	180	180	180	180

Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

5. Analisis Korelasi Variabel Terikat Profitabilitas dengan Variabel Bebas Penerapan
Corporate Governance

		PROF	EXEDIR	NONEXE	INDDIR	AUDCOM
PROF	Pearson					
	Correlation	1	-.070	-.015	-.011	-.028
	Sig. (2-tailed)	.	.352	.843	.880	.711
	N	180	180	180	180	179
EXEDIR	Pearson					
	Correlation	-.070	1	.688(**)	.448(**)	.060
	Sig. (2-tailed)	.352	.	.000	.000	.426
	N	180	180	180	180	179
NONEXE	Pearson					
	Correlation	-.015	.688(**)	1	.712(**)	-.010
	Sig. (2-tailed)	.843	.000	.	.000	.894
	N	180	180	180	180	179
INDDIR	Pearson					
	Correlation	-.011	.448(**)	.712(**)	1	-.027
	Sig. (2-tailed)	.880	.000	.000	.	.720
	N	180	180	180	180	179
AUDCOM	Pearson					
	Correlation	-.028	.060	-.010	-.027	1
	Sig. (2-tailed)	.711	.426	.894	.720	.
	N	179	179	179	179	179

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

6. Analisis Korelasi Variabel Terikat Produktivitas dengan Variabel Bebas Penerapan
Corporate Governance

		PROD	EXEDIR	NONEXE	INDDIR	AUDCOM
PROD	Pearson					
	Correlation	1	,303(**)	,233(**)	,158(*)	,106
	Sig. (2-tailed)	.	,000	,002	,034	,157
	N	180	180	180	180	179
EXEDIR	Pearson					
	Correlation	,303(**)	1	,688(**)	,448(**)	,060
	Sig. (2-tailed)	,000	.	,000	,000	,426
	N	180	180	180	180	179
NONEXE	Pearson					
	Correlation	,233(**)	,688(**)	1	,712(**)	-,010
	Sig. (2-tailed)	,002	,000	.	,000	,894
	N	180	180	180	180	179
INDDIR	Pearson					
	Correlation	,158(*)	,448(**)	,712(**)	1	-,027
	Sig. (2-tailed)	,034	,000	,000	.	,720
	N	180	180	180	180	179
AUDCOM	Pearson					
	Correlation	,106	,060	-,010	-,027	1
	Sig. (2-tailed)	,157	,426	,894	,720	.
	N	179	179	179	179	179

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

LAMPIRAN 4

DAFTAR PERUSAHAAN SAMPEL

PT Argha Karya Prima Inds. Tbk
PT Alumindo Light Metal Inds. Tbk
PT Asahimas Flat Glass Tbk
PT Asiaplast Industries Tbk
PT Arwana Citramulia Tbk
PT Berlina Tbk
PT Barito Pacific Tbk
PT Betonjaya Manunggal Tbk
PT Budi Acid Jaya Tbk
PT Colorpak Indonesia Tbk
PT Citra Tubindo Tbk
PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk
PT Daya Sakti Unggul Corp. Tbk
PT Dynaplast Tbk
PT Ekadharma International Tbk
PT Eterindo Wahanatama Tbk
PT Fajar Surya Wisesa Tbk
PT Fatrapolindo Nusa Industri Tbk
PT Kageo Igar Jaya Tbk
PT Intikeramik Alamasri Inds. Tbk
PT Indal Aluminium Industry Tbk
PT Intanwijaya Internasional Tbk
PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk
PT Indocement Tunggal Prakasa Tbk
PT Jakarta Kyoei Steel Works Tbk.
PT JAPFA Tbk
PT Jaya Pari Steel Tbk
PT Resource Alam Indonesia Tbk
PT Lion Metal Works Tbk
PT Lion Mesh P. Tbk
PT Mulia Industrindo Tbk
PT Pelangi Indah Canindo Tbk
PT Surabaya Agung Industry P. Tbk
PT Siwani Makmur Tbk
PT Sierad Produce Tbk
PT Holcim Indonesia Tbk
PT Semen Gresik (Persero) Tbk
PT Sorini Agro Asia Corporindo
PT Suparma Tbk
PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk
PT Tembaga Mulia Semanan Tbk
PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk
PT Surya Toto Indonesia Tbk
PT Trias Sentosa Tbk
PT Unggul Indah Cahaya Tbk