



UNIVERSITAS INDONESIA

ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN
TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN BERDASARKAN
SIKLUS HIDUP (STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR,
IT DAN MULTIMEDIA YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK
INDONESIA PERIODE 2005-2010)

SKRIPSI

NUR FIRDAUS
0806317874

FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI
PROGRAM SARJANA REGULER
PROGRAM STUDI ILMU ADMINISTRASI NIAGA
DEPOK
APRIL, 2012



UNIVERSITAS INDONESIA

ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN
TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN BERDASARKAN
SIKLUS HIDUP (STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR,
IT DAN MULTIMEDIA YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK
INDONESIA PERIODE 2005-2010)

SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar sarjana

NUR FIRDAUS
0806317874

FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI
PROGRAM SARJANA REGULER
PROGRAM STUDI ILMU ADMINISTRASI NIAGA
DEPOK
APRIL, 2012

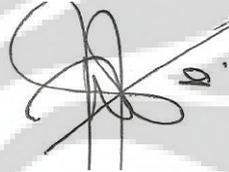
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Nur Firdaus

NPM : 0806317874

Tanda Tangan :



Tanggal : 23 April 2012

HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh:

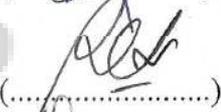
Nama : Nur Firdaus
NPM : 0806317874
Program Studi : Ilmu Administrasi Niaga
Judul Skripsi : Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan Berdasarkan Siklus Hidup (Studi Pada Perusahaan Manufaktur, IT dan Multimedia yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2010)

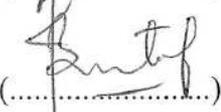
Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ilmu Administrasi Niaga pada Program Studi Ilmu Administrasi Niaga, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Ketua Sidang : **Drs. Pantius D. Soeling, M.Si.**  (.....)

Sekretaris Sidang : **Nurul Safitri, S.Sos., M.A.**  (.....)

Pembimbing : **Dra. Retno Kusumastuti, M.Si.**  (.....)

Penguji Ahli : **Ir. Bernardus Y. Nugroho, MSM, Ph.D**  (.....)

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 23 April 2012

KATA PENGANTAR

Alhamdulillahirabbilalamin. Segala puji dan syukur kehadiran Allah SWT atas berkat rahmat, hidayah, dan karunia-Nya, penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan Berdasarkan Siklus Hidup (Studi Pada Perusahaan Manufaktur, IT dan Multimedia yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2010)” sebagai salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana pada Program Studi Ilmu Administrasi Niaga, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia. Skripsi ini tidak dapat terselesaikan tanpa bantuan dari berbagai pihak yang telah memberikan perhatian, waktu, tenaga, dan buah pikirannya.

Penulis menyadari masih banyak kekurangan dalam penulisan skripsi ini. Oleh karena itu, penulis terbuka terhadap segala kritik dan masukan. Pada kesempatan ini, penulis menyampaikan ucapan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu dalam pengerjaan skripsi ini, diantaranya:

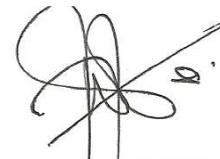
1. Prof. Dr. Bambang Shergi Laksmono, M.Sc, selaku Dekan Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia.
2. Dr. Roy Valiant Salomo, M.Soc. Sc., selaku Ketua Departemen Ilmu Administrasi Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia.
3. Prof. Dr. Irfan Ridwan Maksum, M.Si, selaku Ketua Program Sarjana Reguler dan Kelas Paralel Departemen Ilmu Administrasi Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia.
4. Umanto Eko P., S.Sos, M.Si, selaku Sekretaris Program Sarjana Reguler dan Kelas Paralel Departemen Ilmu Administrasi.
5. Ixora Lundia, S.Sos, M.S, selaku Ketua Program Studi Ilmu Administrasi Niaga.
6. Dra. Retno Kusumastuti, M.Si selaku pembimbing skripsi yang telah meluangkan waktunya untuk memberikan masukan dan arahan kepada penulis selama proses pembuatan skripsi ini.
7. Tim Dosen Departemen Ilmu Administrasi, khususnya dosen Ilmu Administrasi Niaga konsentrasi keuangan, yaitu Prof. Dr. Ferdinand D.

Saragih, MA, Prof. Dr. Chandra Wijaya, M.Si., MM, Ir. Bernardus Yuliarto Nugroho, MSM, Ph.D, serta Fibria Indriati, S.Sos., M.Si.

8. Dra. Febrina Rosinta, M.Si, selaku Penasehat Akademik yang telah memberikan masukan dan arahan untuk penulis selama menjalani masa kuliah.
9. Keluarga penulis: Ayah, Ibu, ketiga kakak, serta keponakan penulis (Zaki), atas doa dan dukungannya yang luar biasa sehingga dapat membangkitkan semangat penulis untuk mengerjakan skripsi ini.
10. Dra. Rachma Fitriati, M.Si, selaku redaktur pelaksana Jurnal Bisnis dan Birokrasi yang telah mengajarkan penulis mengenai cara menulis yang baik dan teman-teman "*rangers*" yang di jurnal, yaitu Isnaeni Fitrahadi, Asty Cyntia Paty, Ranynda Niarachma, Achmad Rhesa, serta Mba Eli..
11. Teman-teman Ilmu Administrasi Niaga 2008, khususnya konsentrasi keuangan yang selalu memberikan dukungan.
12. Teman yang selalu berbagi kebahagiaan, seperti Almaz, Azis, Dina, Haqi, Isnen, Henki, Imam, Kamal, Lia, Ririn, Viranti, serta Tika.
13. Teman-teman asisten Pengantar Akuntansi, Metode Penelitian Sosial dan Metode Penelitian Administrasi.
14. Pak Ahmad, selaku pegawai BAPEPAM-LK yang telah memberikan bantuan dalam mengakses data penelitian.
15. Seluruh karyawan Departemen Ilmu Administrasi FISIP UI yang telah membantu segala keperluan perkuliahan.

Dengan segala keterbatasan dan kekurangan yang ada, penulis berharap agar skripsi ini mampu memberikan manfaat dan pengetahuan bagi pembacanya. Untuk semua kesalahan yang penulis lakukan, penulis memohon maaf yang sebesar-besarnya.

Depok, April 2012



Penulis

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Nur Firdaus
NPM : 0806317874
Program Studi : Ilmu Administrasi Niaga
Departemen : Ilmu Administrasi
Fakultas : Ilmu Sosial dan Ilmu Politik
Jenis karya : Skripsi

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneklusif (Non-exclusive Royalty-Free Right)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN BERDASARKAN SIKLUS HIDUP (STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR, IT DAN MULTIMEDIA YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2005-2010)

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok
Pada tanggal : 23 April 2012

Yang menyatakan,



(Nur Firdaus)

ABSTRAK

Nama : Nur Firdaus
Program Studi : Ilmu Administrasi Niaga
NPM : 0806317874
Judul : Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan Berdasarkan Siklus Hidup (Studi Pada Perusahaan Manufaktur, IT dan Multimedia yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2010)

Struktur kepemilikan dinilai sebagai faktor yang mempunyai pengaruh paling kuat terhadap *corporate governance* dan juga memiliki hubungan dengan kinerja perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh struktur kepemilikan (*insider ownership—board and managerial ownership, blockholder ownership*; dan *institutional ownership concentration—pressure-insensitive dan pressure-sensitive*) terhadap kinerja perusahaan (*industry adjusted return on asset/IAROA*) berdasarkan siklus hidup. Penggunaan siklus hidup bertujuan untuk menguji apakah pengaruh struktur kepemilikan pada kinerja perusahaan berbeda untuk setiap tahap siklus hidup. Penelitian ini menggunakan data panel tidak seimbang sejumlah 695 observasi dari sampel perusahaan yang bergerak di sektor manufaktur, IT, dan multimedia periode 2005-2010. Hasil penelitian menunjukkan bahwa: (1) *insider ownership* memiliki pengaruh yang non linear terhadap IAROA secara signifikan, di mana pengaruh tersebut ditunjukkan dengan kurva yang membentuk huruf U (*U-shaped*), (2) *blockholder* memiliki pengaruh positif terhadap IAROA secara signifikan pada perusahaan tahap *mature*, sebaliknya, pada perusahaan tahap *growth* berpengaruh negatif dan signifikan, (3) *institutional ownership concentration* memiliki pengaruh negatif terhadap IAROA secara signifikan pada seluruh sampel dan sebaliknya pada perusahaan tahap *mature*, memiliki pengaruh positif secara signifikan, serta (4) kepemilikan institusi *pressure-insensitive* dan *pressure-sensitive* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap IAROA pada perusahaan tahap *mature*, dan sebaliknya pada perusahaan tahap *growth*, memiliki pengaruh negatif dan signifikan.

Kata kunci: struktur kepemilikan, kinerja perusahaan, tahapan siklus hidup, panel tidak seimbang

ABSTRACT

Name : Nur Firdaus
Study Program : *Business Administration*
NPM : 0806317874
Title : *Analysis of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance Based on Life Cycle (A Study of Manufacturing, IT, and Multimedia Firms Listed in Indonesia Stock Exchange for the Period of 2005-2010)*

Ownership structure is assessed as a factor that has the strongest effect on corporate governance and has a relation with firm performance as well. This research aims to analyze the effect of ownership structure (insider ownership—board and managerial ownership, blockholder ownership; and institutional ownership concentration—pressure-insensitive and pressure-sensitive) on firm performance (industry adjusted return on asset/IAROA) based on the firm's life cycle. The using of life cycle aims to examine whether the effect of ownership structure on firm performance will be different for each life cycle stages. This research uses an unbalanced panel data of 695 observations of manufacturing, IT, and multimedia firms for the period 2005-2010. The result shows: (1) insider ownership has a significant non linear effect on IAROA shown by the U-shaped curve, (2) blockholder has a significant positive effect on IAROA in a mature firms, however, it has a significant negative effect on growing firms (3) institutional ownership concentration has a significant negative effect on IAROA for all samples, while in mature firms has a significant positive effect, and (4) institutional ownership for pressure-insensitive and pressure-sensitive have significant positive effect on IAROA in mature firms, otherwise, growing firms has a significant negative effect.

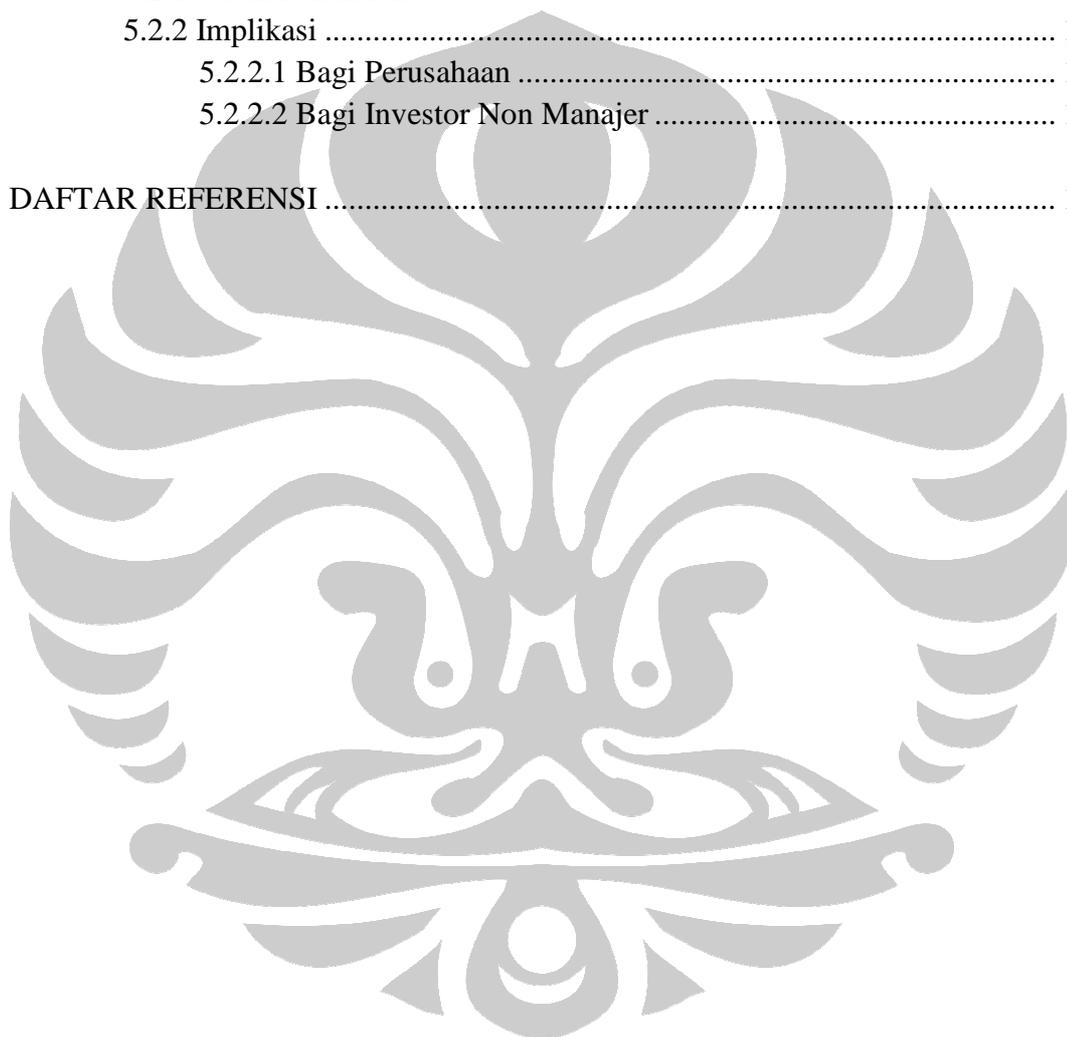
Keywords: ownership structure, firm performance, life cycle stage, unbalanced panel

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
LEMBAR PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	vi
ABSTRAK	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	12
1.3 Tujuan Penelitian	13
1.4 Manfaat Penelitian	13
1.5 Batasan Penelitian.....	14
1.6 Sistematika Penelitian.....	14
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	15
2.1 Penelitian Terdahulu	15
2.2 Kerangka Teori	23
2.2.1 Struktur Kepemilikan (<i>Ownership Structure</i>).....	23
2.2.2 Kepemilikan Orang Dalam (<i>Insider Ownership</i>).....	24
2.2.3 Kepemilikan Institusional (<i>Institutional Ownership</i>)	25
2.2.4 Kepemilikan Blok (<i>Blockholders</i>) dan Konsentrasi Kepemilikan (<i>Concentrated Ownership</i>)	28
2.2.5 Permasalahan Keagenan (<i>Agency Problem</i>).....	29
2.2.6 Siklus Hidup Perusahaan (<i>Firm's Life Cycle</i>).....	31
2.2.7 Kinerja Perusahaan (<i>Firm's Performance</i>)	37
BAB 3 METODE PENELITIAN.....	40
3.1 Pendekatan Penelitian	40
3.2 Jenis Penelitian.....	40
3.2.1 Tujuan	40
3.2.2 Manfaat	41
3.2.3 Dimensi Waktu	41
3.2.4 Teknik Pengumpulan Data.....	43

3.3 Pengolahan Data	43
3.4 Populasi dan Sampel	44
3.5 Variabel dan Model Penelitian.....	45
3.5.1 Variabel Penelitian.....	45
3.5.2 Model Penelitian	52
3.6 Hipotesis Penelitian	54
3.7 Teknik Analisis Data.....	57
3.7.1 Statistik Deskriptif	57
3.7.2 Uji Asumsi Klasik.....	57
3.7.2.1 Uji Normalitas	57
3.7.2.2 Uji Multikolinearitas	58
3.7.2.3 Uji Heteroskedastisitas	59
3.7.2.4 Uji Autokorelasi	59
3.7.3 Pengujian Data Panel	60
3.7.4 Kriteria Statistik Model.....	62
3.7.4.1 R^2 dan <i>Adjusted R²</i> (Koefisien Determinasi).....	63
3.7.4.2 Signifikansi Linear Berganda (<i>F-stat</i>).....	63
3.7.4.3 Signifikansi Parsial (<i>T-stat</i>).....	64
3.8 Tahapan Penelitian.....	65
BAB 4 PEMBAHASAN	66
4.1 Gambaran Umum dan Deskriptif Data	66
4.1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian.....	66
4.1.2 Deskriptif Data.....	67
4.1.2.1 Kinerja Perusahaan	70
4.1.2.2 Kepemilikan Orang Dalam (<i>Insider Ownership</i>)	70
4.1.2.3 Kepemilikan Institusi (<i>Institutional Ownership</i>).....	71
4.1.2.4 <i>Size, Leverage, R&D Expenditure, Marketing Expenditure,</i> <i>serta Asset Growth</i>	72
4.2 Pengujian Asumsi Klasik.....	73
4.2.1 Uji Normalitas.....	73
4.2.2 Uji Multikolinearitas.....	77
4.2.3 Uji Heteroskedastisitas.....	82
4.2.4 Uji Autokorelasi.....	83
4.3 Pengujian Data Panel	87
4.3.1 Uji Chow	87
4.3.2 Uji Hausman	88
4.4 Uji Statistik Model.....	89
4.4.1 R^2 dan <i>Adjusted R²</i> (Koefisien Determinasi)	89
4.4.2 Signifikansi Linear Berganda (<i>F-stat</i>)	91
4.4.3 Signifikansi Parsial (<i>T-stat</i>)	93
4.4.3.1 Kepemilikan Orang Dalam (<i>Insider Ownership</i>)	95

4.4.3.2 Kepemilikan Institusi (<i>Institutional Ownership</i>).....	100
4.4.3.3 <i>Size, Leverage, R&D Expenditure, Marketing Expenditure,</i> <i>serta Asset Growth</i>	106
4.5 Ringkasan Hasil	108
BAB 5 SIMPULAN DAN SARAN	109
5.1 Simpulan	109
5.2 Saran dan Implikasi.....	110
5.2.1 Saran Penelitian	110
5.2.2 Implikasi	111
5.2.2.1 Bagi Perusahaan	111
5.2.2.2 Bagi Investor Non Manajer	111
DAFTAR REFERENSI	112



DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Perbandingan Penelitian Terdahulu	18
Tabel 2.2	Karakteristik Fase Siklus Hidup Perusahaan	34
Tabel 2.3	Variabel Siklus Hidup Perusahaan	35
Tabel 3.1	Variabel Penelitian.....	50
Tabel 3.2	Deskripsi Variabel dan Pengukuran Tahap Siklus Hidup	52
Tabel 3.3	Aturan Membandingkan DW-stat dengan Tabel DW	60
Tabel 4.1	Pemilihan Sampel	66
Tabel 4.2	Data Observasi Perusahaan.....	67
Tabel 4.3	Statistik Deskriptif Indikator Siklus Hidup Perusahaan (<i>Firm's Life Cycle</i>).....	68
Tabel 4.4	Statistik Deskriptif Sampel	69
Tabel 4.5	Statistik Deskriptif Sampel per Siklus	69
Tabel 4.6	Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Seluruh Sampel.....	74
Tabel 4.7	Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Perusahaan Tahap <i>Growth</i>	75
Tabel 4.8	Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Perusahaan Tahap <i>Mature</i>	76
Tabel 4.9	Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Perusahaan Tahap <i>Stagnation</i>	77
Tabel 4.10	Nilai Matriks Korelasi Model 1 Seluruh Sampel.....	78
Tabel 4.11	Nilai Matriks Korelasi Model 2 Seluruh Sampel.....	79
Tabel 4.12	Nilai Matriks Korelasi Model 1 Perusahaan <i>Growth</i>	79
Tabel 4.13	Nilai Matriks Korelasi Model 2 Perusahaan <i>Growth</i>	80
Tabel 4.14	Nilai Matriks Korelasi Model 1 Perusahaan <i>Mature</i>	80
Tabel 4.15	Nilai Matriks Korelasi Model 2 Perusahaan <i>Mature</i>	81
Tabel 4.16	Nilai Matriks Korelasi Model 1 Perusahaan <i>Stagnation</i>	81
Tabel 4.17	Nilai Matriks Korelasi Model 2 Perusahaan <i>Stagnation</i>	82
Tabel 4.18	Nilai SSR	82
Tabel 4.19	Nilai Durbin-Watson.....	83
Tabel 4.20	Nilai DW Tabel untuk Model 1 Seluruh Sampel.....	84
Tabel 4.21	Nilai DW Tabel untuk Model 2 Seluruh Sampel.....	84
Tabel 4.22	Nilai DW Tabel untuk Model 1 Perusahaan <i>Growth</i>	84
Tabel 4.23	Nilai DW Tabel untuk Model 2 Perusahaan <i>Growth</i>	85
Tabel 4.24	Nilai DW Tabel untuk Model 1 Perusahaan <i>Mature</i>	85
Tabel 4.25	Nilai DW Tabel untuk Model 2 Perusahaan <i>Mature</i>	85
Tabel 4.26	Nilai DW Tabel untuk Model 1 Perusahaan <i>Stagnant</i>	86
Tabel 4.27	Nilai DW Tabel untuk Model 2 Perusahaan <i>Stagnant</i>	86
Tabel 4.28	Hasil Uji Chow	87
Tabel 4.29	Hasil Uji Hausman.....	88
Tabel 4.30	Penggunaan Model Estimasi.....	88
Tabel 4.31	Ringkasan R^2 dan Adjusted R^2	89

Tabel 4.31	Ringkasan <i>F-Stat</i> dan <i>Prob. F-Stat</i>	91
Tabel 4.32	Hasil Regresi Model 1	94
Tabel 4.32	Hasil Regresi Model 2	95
Tabel 4.33	Ringkasan Hasil Uji Statistik.....	108



DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1	Kontribusi Industri terhadap PDB Indonesia 2000-2010.....	10
Gambar 1.2	Pertumbuhan Produksi Industri Manufaktur Menengah dan Besar Triwulan I 2001-2011 (<i>y-on-y</i>).....	11
Gambar 3.1	Alur Proses Penentuan Sampel.....	45
Gambar 3.2	Alur Penelitian.....	65
Gambar 4.1	Normal Probability Plot Variabel IAROA Seluruh Sampel.....	73
Gambar 4.2	Normal Probability Plot Variabel IAROA untuk Perusahaan Tahap <i>Growth</i>	74
Gambar 4.3	Normal Probability Plot Variabel IAROA untuk Perusahaan Tahap <i>Mature</i>	75
Gambar 4.4	Normal Probability Plot Variabel IAROA untuk Perusahaan Tahap <i>Stagnation</i>	76
Gambar 4.5	Hubungan Kinerja Perusahaan dan Kepemilikan Orang Dalam.....	97
Gambar 4.6	<i>Strategic ‘Threshold’ and the Roles of Corporate Governance</i>	104

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Daftar Sampel Perusahaan.....	119
Lampiran 2	Siklus Hidup Perusahaan per Tahun	123
Lampiran 3	Pengujian Model Data Panel Seluruh Sampel untuk Model 1 dan 2	127
Lampiran 4	Pengujian Model Data Panel Sampel <i>Growth</i> untuk Model 1 dan 2.....	131
Lampiran 5	Pengujian Model Data Panel Sampel <i>Mature</i> untuk Model 1 dan 2.....	135
Lampiran 6	Pengujian Model Data Panel Sampel <i>Stagnant</i> untuk Model 1 dan 2...	139
Lampiran 7	Pengujian Model Data Panel dengan Var. <i>Dummy Growth</i> untuk Model 1a.....	143
Lampiran 8	Pengujian Model Data Panel dengan Var. <i>Dummy Mature</i> untuk Model 1a.....	145
Lampiran 9	Pengujian Model Data Panel dengan Var. <i>Dummy Stagnant</i> untuk Model 1a.....	147
Lampiran 10	Pengujian Model Data Panel Seluruh Sampel untuk Model 1b.....	149
Lampiran 11	Daftar Riwayat Hidup.....	151

BAB 1

PENDAHULUAN

Pada bab ini, akan dijelaskan tentang latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan, manfaat, batasan penelitian, serta sistematika penelitian.

1.1 Latar Belakang

Corporate Governance merupakan isu yang sedang hangat diperbincangkan dalam dunia bisnis global. Krisis keuangan yang melanda Asia di tahun 1997 dan tekanan keuangan global tahun 2008 serta runtuhnya perusahaan Enron tahun 2001 dan Worldcom tahun 2002 di Amerika Serikat menjadi titik awal perhatian akan pentingnya praktik *good corporate governance* (Solomon, 2007; Liang *et al.*, 2011). *Corporate governance* sendiri merupakan aspek inti dan dinamis dari bisnis (Solomon, 2007). Menurut Parkinson (1994, dalam Solomon 2007) *corporate governance* adalah proses supervisi dan kontrol yang dimaksudkan untuk memastikan bahwa manajemen perusahaan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Mukadimah *Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) Principles of Corporate Governance* menyatakan bahwa *corporate governance* dinilai sebagai elemen kunci dalam meningkatkan efisiensi ekonomi dan pertumbuhan seperti halnya meningkatkan kepercayaan diri investor (Holm dan Schøler, 2008). Ramaswamy *et al.*, (2008) menambahkan bahwa *corporate governance* memiliki beberapa manfaat, yaitu kemudahan dalam mengakses modal, meningkatkan kinerja, dan mengurangi risiko perusahaan. Senada dengan OECD dan Ramaswamy *et al.*, (2008), Fazlzadeh *et al.*, (2011) menyatakan bahwa sistem *corporate governance* dilihat sebagai salah satu faktor esensial pertumbuhan dan perkembangan perusahaan.

Menurut paradigma keuangan tradisional, *corporate governance* hanya sebatas hubungan antara perusahaan dan pemiliknya (*shareholders*). Namun kini, *corporate governance* dilihat sebagai sebuah jaringan hubungan yang tidak hanya antara perusahaan dengan pemilik (*shareholders*) tetapi juga antara perusahaan dengan jangkauan pemegang kepentingan (*stakeholders*) lainnya yang lebih luas,

seperti karyawan, *customer*, *suppliers*, serta *bondholders* (Solomon, 2007). Di sini terlihat bahwa *corporate governance* memiliki lingkup yang lebih luas.

Corporate governance secara umum dihubungkan dengan keberadaan permasalahan keagenan (*agency problem*) dan akarnya dapat ditelusuri kembali pada pemisahan kepemilikan dan kontrol perusahaan. Permasalahan keagenan muncul sebagai akibat dari hubungan antara pemegang saham dan manajer yang didasarkan pada konflik kepentingan dalam perusahaan (Fazlzadeh *et al.*, 2011). Konflik kepentingan terjadi ketika pihak agen (manajer) membuat keputusan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan (prinsipal). Sebagaimana dalam teori keuangan, tujuan utama perusahaan adalah untuk memakmurkan pemegang saham. Namun dalam praktiknya tidak terjadi demikian, justru yang terjadi adalah pihak agen mengambil suatu keputusan untuk kepentingan pribadinya, seperti memperoleh bonus setinggi-tingginya dengan mengabaikan kepentingan pemegang saham. Di sini manajer mempunyai kecenderungan bersikap egois (Solomon, 2007). Konflik keagenan dapat dikendalikan melalui mekanisme *governance*.

Permasalahan keagenan menimbulkan biaya atau dikenal dengan *agency cost*. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan *agency cost* sebagai keseluruhan biaya yang mencakup: (1) pengeluaran monitoring yang dilakukan oleh prinsipal, (2) pengeluaran atas ikatan perusahaan dengan agen, dan (3) kerugian residual. Untuk mengontrol *agency cost*, literatur teoritis telah menjelaskan mengenai 6 (enam) mekanisme utama dalam proses *corporate governance* (Fazlzadeh *et al.*, 2011). Mekanisme tersebut meliputi (1) struktur kepemilikan, (2) struktur modal, (3) struktur dewan perusahaan, (4) remunerasi manajerial, (5) persaingan pasar produk/barang (*product market competition*), serta (6) pengambilalihan pasar (*takeover market*).

Dari keenam mekanisme *corporate governance* yang dinyatakan oleh Fazlzadeh *et al.*, struktur kepemilikan-lah yang telah banyak menjadi fokus perhatian, terutama dikalangan akademisi dan praktisi. Hal ini didukung oleh Solomon (2007) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan perusahaan merupakan faktor yang mempunyai pengaruh paling kuat terhadap *corporate governance*. Senada dengan Solomon, OECD (2004, dalam Holm dan Schøler,

2008) menjelaskan bahwa struktur kepemilikan seperti dispersi kepemilikan saham secara langsung mempengaruhi komposisi mekanisme *corporate governance*. Hal ini yang kemudian berimplikasi pada penyelarasan kepentingan antara perusahaan dan penyedia keuangan. Selain itu, sebagai mekanisme internal inti *corporate governance* (Liang *et al.*, 2011), struktur kepemilikan juga dinilai memiliki hubungan dengan kinerja perusahaan. Hubungan antara struktur kepemilikan saham dan kinerja perusahaan menurut Sari (2004) telah menjadi persoalan utama dalam memahami efektivitas mekanisme *corporate governance*.

Selanjutnya, Perrini *et al.*, (2008) juga menegaskan bahwa pengaruh struktur kepemilikan pada kinerja perusahaan telah menjadi subyek yang penting dan terus menjadi perdebatan dalam literatur keuangan perusahaan. Hal ini berangkat dari penelitian yang dilakukan oleh Berle dan Means (1932) serta Chandler (1962) yang dikutip oleh Perrini *et al.*, (2008) mengenai hubungan antara konsentrasi kepemilikan dan kinerja perusahaan serta mendiskusikan peran dari tangan “nyata” manajemen. Penelitian yang sama juga dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) serta Jensen dan Ruback (1983) sebagaimana yang dikutip oleh Liang *et al.*, (2011) di mana dinyatakan bahwa tingkat taruhan/bagian atas modal dalam suatu perusahaan menggambarkan hubungan yang positif atau berlawanan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan serta memunculkan hipotesis *convergence-of-interest* dan *managerial entrenchment*.

Secara garis besar struktur kepemilikan memiliki dua dimensi, yaitu kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) atau kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional (*institutional ownership*). Kedua dimensi kepemilikan ini telah banyak yang menginvestigasi, terutama dalam hubungannya dengan kinerja perusahaan. Morck *et al.*, (1988) menginvestigasi hubungan antara kepemilikan manajemen dan nilai pasar perusahaan yang hasilnya menunjukkan hubungan non-monotonic. Hubungan tersebut terlihat ketika nilai perusahaan pertama meningkat, kemudian menurun, dan akhirnya meningkat sedikit seiring dengan meningkatnya kepemilikan dari dewan direktur. Penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Hermalin dan Weisbach (1991) serta Holderness *et al.*, (1999) menunjukkan hasil yang sama dengan Morck *et al.*, (1988), yaitu ketika persentase kepemilikan manajerial rendah, kinerja perusahaan meningkat, serta

dengan bertambahnya persentase kepemilikan manajerial, kinerja perusahaan menurun. Anderson dan Reeb (2003), Adams dan Santos (2006), serta Drakos dan Bekiris (2010) juga menemukan hubungan yang signifikan positif antara pemegang saham orang dalam (*managerial ownership*) dan kinerja perusahaan perusahaan. Selain itu, McCornell dan Servaes (1990) dalam penelitiannya menemukan hubungan yang *curvilinear* yang signifikan antara kinerja perusahaan dengan fraksi kepemilikan saham oleh orang dalam perusahaan. Namun, hasil yang berbeda ditemukan oleh Damsetz dan Villalonga (2001) di mana tidak ada hubungan yang signifikan secara statistik antara kepemilikan manajemen terhadap kinerja perusahaan.

Kepemilikan orang dalam (manajerial) pada dasarnya merupakan salah satu cara untuk mengurangi biaya keagenan. Hal ini sebagaimana yang dinyatakan oleh Rose (2005), yaitu bahwa untuk menyelaraskan kepentingan antara manajemen dan investor dari luar perusahaan adalah dengan pemberian insentif kepada manajemen, yaitu manajemen menjadi *co-owner* dari perusahaan. Pemberian insentif kepada manajer dalam bentuk kepemilikan saham perusahaan diharapkan setidaknya dapat mengurangi biaya keagenan. Manajer akan menjalankan kebijakan sesuai dengan tujuan perusahaan, yaitu memaksimalkan nilai pemegang saham, termasuk dirinya.

Di sisi lain, penelitian yang membahas mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan telah dilakukan oleh Pound (1988; dalam Liang *et al.*, 2011). Pound mengajukan tiga hipotesis terkait hubungan kepemilikan saham investor institusional dan kinerja perusahaan, yaitu hipotesis pemantauan efisien, hipotesis konflik kepentingan, dan hipotesis keselarasan strategis. Hipotesis tersebut menyatakan hubungan yang positif (hipotesis pemantauan efisien) dan negatif (hipotesis konflik kepentingan dan hipotesis keselarasan strategis). McCornell dan Servaes (1990) melakukan pengujian hubungan antara Tobin's Q dan kepemilikan ekuitas (*insider ownership, blockholders and institutional investor*) yang hasilnya adalah hubungan *curvilinear* yang signifikan pada *insider ownership* dan hubungan positif pada konsentrasi kepemilikan saham besar/*blockholders* dan kepemilikan investor institusional (*institutional ownership*). Sebaliknya, penelitian Barnhart dan

Rosenstein (1988) serta Faccio dan Lasfer (2000) menunjukkan hubungan yang negatif antara kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan. Sementara Cornet et al., (2007) menemukan hubungan yang signifikan positif antara pengembalian arus kas operasi dan kepemilikan saham institusional.

Investor institusional merepresentasikan mekanisme lain yang kuat dari *corporate governance* yang dapat memantau manajemen perusahaan. Investor institusi juga memainkan peran untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan kelompok pemegang saham. Ini sejalan dengan pendapat dari Pound (1992; dalam Jones et al., 1997) yang menyatakan bahwa investor institusional akan memunculkan *corporate governance* melalui “pendekatan politik”, yaitu peran investor institusional adalah untuk memotivasi guna mendukung monitoring manajemen. Tindakan monitoring oleh investor institusi dapat mendorong manajemen untuk bertindak sesuai tujuan perusahaan, yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Selain kepemilikan manajerial dan institusional, ada bentuk struktur kepemilikan yang juga berhubungan dengan kinerja perusahaan, yaitu konsentrasi kepemilikan. Claesens et al., (2000, dalam Wasef, 2010) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel perusahaan yang ada di delapan negara ekonomi Asia Timur yang mana menunjukkan bahwa nilai perusahaan ditingkatkan dengan *cash flow rights* pemegang saham terbesar. Penemuan Claesens et al., konsisten dengan hipotesis pengaruh kepemilikan yang terpusat. Perrini et al., (2008) dalam penelitiannya terhadap lima pemegang saham terbesar pada perusahaan-perusahaan yang ada di Italia juga menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki keuntungan terhadap nilai perusahaan. Konsentrasi kepemilikan memungkinkan pemegang saham untuk dapat lebih memonitor dan mendisiplinkan manajemen, sehingga manajemen akan membuat kebijakan sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Implikasi dari hal yang demikian adalah manajemen akan memaksimalkan nilai perusahaan atau kinerja perusahaan dapat meningkat. Sebaliknya, Jones (1997) dan Selarka (2005) menemukan hasil yang berbeda, yaitu terdapat hubungan yang negatif antara konsentrasi kepemilikan dengan nilai perusahaan. Hal yang sama juga ditemukan dalam penelitian

Fazlzadeh *et al.*, (2011), yaitu konsentrasi kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang negatif terhadap kinerja perusahaan.

Berbeda dengan penelitian sebelumnya, Liang *et al.*, (2011) melakukan penelitian mengenai peran dimensi struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan dengan mempertimbangkan siklus hidup perusahaan (*firm's life cycle*). Liang *et al.*, melihat bahwa siklus hidup perusahaan sama halnya dengan siklus hidup produk. Siklus tersebut terdiri dari tahap *start-up* (awal), *growth* (pertumbuhan), *maturity* (dewasa), *renewal* (bangkit kembali/bertumbuh), serta *decline* (menurun). Tahap *start-up* merupakan tahap awal di mana suatu perusahaan dibentuk, dana dikumpulkan, dan rencana bisnis ditetapkan. Tahap *growth* digambarkan dengan produk/jasa sedang dipasarkan, pendapatan meningkat, serta pekerjaan dan aset sedang bertumbuh. Tahap *maturity*, perusahaan telah secara penuh mengembangkan pasar dan produknya, pertumbuhan pendapatan telah mendatar/rata, ada penurunan margin laba secara perlahan. Tahap *renewal*, yaitu tahap di mana ada “suntikan” manajemen baru, ide baru, baik produk dan pendanaan. Tahap ini, perusahaan memasuki fase atau tahap pertumbuhan kedua yang kemudian mendorong pendapatan dan produk yang lebih tinggi. Terakhir, tahap *decline* (atau *stagnation*), yaitu perubahan ekonomi dalam perusahaan di mana penjualan dan laba menurun, arus kas negatif, serta pangsa pasar yang menyusut (Black, 1998; Ramaswamy *et al.*, 2008). Siklus hidup perusahaan ini kemudian dijadikan sebagai kategori untuk melakukan pengujian pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan.

Tahap siklus hidup perusahaan dapat diketahui melalui sejumlah variabel. *Pertama*, masa waktu perusahaan (*years of life*). Perusahaan yang sedang berada pada tahap pertumbuhan awal biasanya adalah perusahaan yang masa waktu/usianya masih relatif baru. *Kedua*, pertumbuhan penjualan (*sales of growth*). Perusahaan yang tumbuh memiliki pertumbuhan penjualan yang meningkat, sedangkan perusahaan pada tahap *maturity* memiliki pertumbuhan yang tetap/stagnan, dan perusahaan pada tahap *decline*, pertumbuhan penjualannya menurun. *Ketiga*, pembayaran dividen. Perusahaan pada tahap *growth* membayar sedikit dividen (konservatif) sedangkan pada tahap *maturity* dan kebangkitan kembali, perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi.

Keempat, investasi modal (*capital investment*), yaitu perusahaan pada tahap *growth* akan memiliki sumberdaya untuk berinvestasi dalam jumlah yang besar. *Kelima*, arus kas, yaitu perusahaan pada tahap *growth* memiliki arus kas operasi dan pendanaan yang positif, namun negatif pada arus kas investasi. *Terakhir*, pengeluaran biaya pemasaran (*marketing expenditure*), yaitu perusahaan pada tahap *growth* memiliki pengeluaran untuk pemasaran yang lebih besar. Keenam variabel tersebut menjadi acuan pada penelitian yang dilakukan oleh Ramaswamy *et al.*, (2008), Liang dan Lin (2008) serta Liang *et al.*, (2011).

Penelitian mengenai pengaruh siklus hidup perusahaan (*firm's life cycle*) dalam hubungannya antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan memang jarang dan masih mendapat sedikit perhatian. Penelitian sebelumnya, yaitu Smith *et al.*, (1985), Miles *et al.*, (1993), dan Beldona *et al.*, (1997, dalam Liang *et al.*, 2011), serta Gumanti dan Puspitasari (2008) menggunakan konsep siklus hidup untuk menganalisis strategi operasi dan kinerja perusahaan. Penelitian Smith *et al.*, (1985) dan Miles *et al.*, (1993) membahas mengenai prioritas atau strategi yang dilakukan oleh manajemen level atas terkait dengan siklus hidup perusahaan dan hubungan antara variasi industri berdasarkan siklus hidup dengan kinerja perusahaan. Gumanti dan Puspitasari (2008) menguji pengaruh kinerja perusahaan (*dividend yield, leverage, profitabilitas dan risiko sistematis*) terhadap *investment opportunity set* (diukur dengan menggunakan *market to book value of assets ratio*) pada masing-masing tahap siklus hidup. Sementara Beldona *et al.*, (1997, dalam Liang *et al.*, 2011) menggunakan siklus hidup perusahaan dalam menganalisis *value-relevance* antara strategi operasi dan kinerja perusahaan. Namun, keempat penelitian tersebut belum menghubungkannya dengan *corporate governance* atau pun struktur kepemilikan. Penelitian lainnya yang juga menggunakan konsep siklus hidup adalah Juniarti dan Limanjaya (2005) serta Razzaq (2007), yaitu melakukan pengujian terhadap tahapan siklus hidup dengan relevansi informasi laba dan arus kas.

Berbeda dengan penelitian lainnya, Ramaswamy *et al.*, (2008) melakukan pengujian mengenai hubungan antara pertumbuhan perusahaan, siklus hidup perusahaan, dan karakteristik *corporate governance*. Karakteristik *corporate governance* di tiap tahap siklus hidup berbeda-beda. Pada tahap pertumbuhan

awal, *corporate governance* masih rendah, sebaliknya pada tahap selanjutnya justru *corporate governance*-nya tinggi. Roche (2008) menguji peran dan komposisi dewan dalam hubungannya dengan siklus hidup perusahaan dan *corporate governance*. Hasil penelitian Roche menunjukkan bahwa peran dewan pada tahap *growth* lebih dibutuhkan yang memiliki kemampuan dalam hal strategi operasi perusahaan dan pada tahap *mature* maupun *stagnant*, justru yang dibutuhkan adalah dewan yang memiliki kemampuan monitoring yang baik. Ramaswamy *et al.*, (2008) dan Roche (2008) memiliki kesamaan pandangan, yaitu perusahaan tahap *growth* lebih berorientasi pada pertumbuhan sehingga *corporate governance*, terutama aktivitas *monitoring* masih belum menjadi perhatian utama. Hal ini memiliki kesamaan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Filatochev *et al.*, (2006) yang menghubungkan antara *corporate governance* dan siklus hidup. Penelitian Filatochev *et al.*, (2006) menggunakan kerangka konseptual yang mencoba mengintegrasikan *strategic dynamics* perusahaan dengan perubahan (siklus hidup) sistem *corporate governance*.

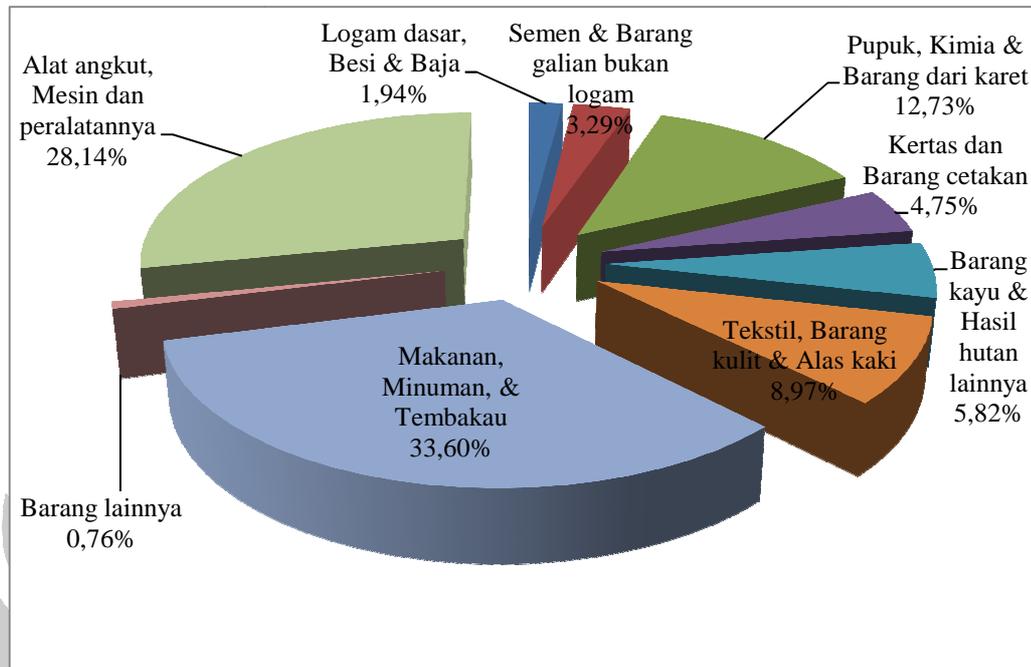
Selanjutnya, Liang *et al.*, (2011) meneliti peran dimensi struktur kepemilikan: *insider ownership*—termasuk anggota dewan, manajer, dan konsentrasi kepemilikan; dan kepemilikan investor institusional—termasuk investor dengan *pressure-sensitive* dan *pressure-insensitive*, terhadap kinerja perusahaan dengan mempertimbangkan siklus hidup perusahaan (*firm's life cycle*). Penelitian Liang *et al.*, dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Taiwan selama periode di antara dua krisis keuangan dunia—tahun 1999-2008. Fokus siklus hidup yang digunakan adalah tahap *growth*, *maturity*, dan *stagnation*. Pembagian siklus tersebut mengacu pada Liang dan Lin (2008). Sementara metode pengklasifikasian perusahaan ke dalam siklus hidup mengacu pada Anthony dan Ramesh (1992), Black (1998), Ramaswamy *et al.*, (2008), serta Liang dan Lin (2008). Asumsi yang digunakan adalah sensitivitas struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan mungkin berubah tidak hanya antar perusahaan, tetapi juga mungkin mengalami perubahan yang penting untuk tahap siklus hidup yang berbeda sepanjang waktu. Hasilnya menunjukkan potensi hubungan yang non linear antara kepemilikan orang dalam dan kinerja, serta pengaruh kepemilikan pada kinerja adalah fungsi pengaruh siklus hidup di mana

pengaruh lebih nyata di antara perusahaan dalam tahap dewasa selama periode yang sama.

Dalam konteks Indonesia, penelitian yang membahas mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja telah banyak dilakukan. Penelitian Suranta dan Midiastuty (2003) menganalisis hubungan struktur kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang linear dan negatif antara struktur kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan melalui pengujian yang menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS). Sari (2004) meneliti mengenai pengaruh struktur kepemilikan saham terhadap kinerja perusahaan pada periode 1993-2000 dan menemukan hasil yang berbeda-beda untuk tiap jenis kepemilikan. Secara umum penelitian Sari (2004) yang menggunakan variabel struktur kepemilikan, seperti kepemilikan saham terbesar, kepemilikan saham oleh publik, kepemilikan saham asing, kepemilikan saham institusi keuangan, kepemilikan saham perusahaan non keuangan, serta kepemilikan manajerial mempengaruhi kinerja perusahaan. Penelitian lainnya dilakukan oleh Sabrinna (2010) yang menguji hubungan antara *corporate governance* dan struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan. Dimensi struktur kepemilikan yang digunakan adalah kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Sementara ukuran kinerja perusahaan menggunakan Tobin's Q dan ROE. Hasilnya menunjukkan tidak terdapat hubungan yang signifikan antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan.

Penelitian Liang *et al.*, (2011) yang menggunakan konsep siklus hidup dilakukan pada seluruh perusahaan yang terdaftar di Taiwan Stock Exchange. Namun, untuk di Indonesia sendiri yang melakukan penelitian terhadap siklus hidup perusahaan, yaitu Juniarti dan Limanjaya (2005) serta Razzaq (2007) hanya pada sektor manufaktur, meskipun Gumanti dan Puspitasari (2008) menggunakan seluruh sampel perusahaan, kecuali sektor keuangan. Pada penelitian ini menggunakan sampel sektor manufaktur dan ditambah sektor IT dan multimedia. Pemilihan sektor ini berdasarkan pada data yang diperoleh dari Kementerian Perindustrian (Kemenperin) Republik Indonesia tahun 2011 yang menunjukkan bahwa industri manufaktur memberikan kontribusi besar terhadap PDB Indonesia

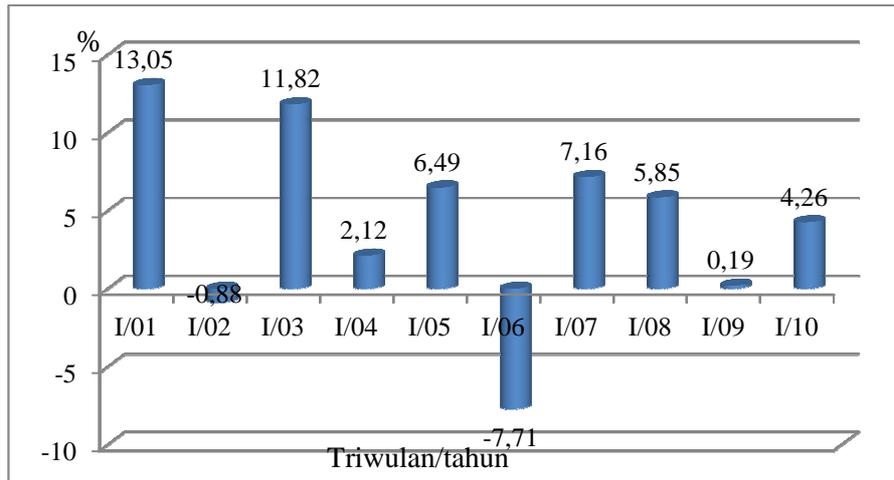
untuk periode 2000-2010 untuk sektor non migas, khususnya industri makanan, minuman, tembakau (33,60%), industri alat angkut, mesin, dan peralatannya (28,14%), dan industri pupuk, kimia & karet (12,73%). Sementara kontribusi untuk sektor industri lainnya dapat dilihat pada Gambar 1.1.



Sumber: Kemenperin (2011)

Gambar 1.1 Kontribusi Industri terhadap PDB Indonesia 2000-2010

Berdasarkan Gambar 1.1, industri manufaktur memang memberikan kontribusi yang besar bagi PDB Indonesia. Namun, untuk nilai produksinya sendiri cukup fluktuatif. Hal ini dinilai sebagai imbas dari krisis keuangan yang terjadi di tahun 1998. Meskipun demikian, berdasarkan data dari Badan Pusat Statistik (BPS), pada triwulan I tahun 2010 pertumbuhan produksi industri manufaktur naik 4,26% dan pertumbuhan triwulan I tahun 2009 naik 0,19% dari triwulan I tahun 2008. Secara umum pertumbuhan industri manufaktur dari tahun 2001-2010 menunjukkan trend yang positif, kecuali tahun 2002 dan 2006 yang tumbuh negatif. Pertumbuhan produksi industri manufaktur untuk tahun 2001-2010 dapat dilihat pada Gambar 1.2.



Sumber: BPS, diolah Kemenperin (2011)

Gambar 1.2 Pertumbuhan Produksi Industri Manufaktur Menengah dan Besar Triwulan I 2001-2011 (y-on-y)

Sementara itu tidak hanya industri manufaktur, industri sektor IT dan multimedia juga sedang berkembang. Hal ini didasarkan atas pernyataan dari Presiden Republik Indonesia di mana IT dan sektor telekomunikasi telah tumbuh pada tingkat dua digit (Kemenperin, 2011). Industri sektor IT dan multimedia juga kini tengah dijadikan sebagai industri penunjang pertumbuhan industri manufaktur, khususnya pada kluster industri kreatif.

Selain itu, pemilihan sektor manufaktur, IT dan multimedia sebagai sampel didasarkan pada literatur teoritis yang menyatakan bahwa siklus hidup perusahaan tergantung pada portofolio produk yang dihasilkannya (Black, 1998). Artinya, dinamika siklus hidup produk perusahaan mencerminkan siklus hidup perusahaan. Untuk sektor manufaktur sendiri di mana output yang dihasilkan berupa produk tentu sangat dinamis perkembangannya, terlebih intensitas penggunaan R&D atau pun inovasi yang tinggi. Hal ini didasarkan Ambar (2004; dalam Syafie, 2011) yang menyatakan bahwa industri manufaktur merupakan industri yang tergabung dalam *knowledge based economy* yaitu industri yang memanfaatkan inovasi-inovasi yang diciptakannya sehingga memberikan nilai tersendiri atas produk dan jasa yang dihasilkan bagi konsumen. Sektor IT dan multimedia juga memiliki kesamaan dengan industri manufaktur di mana sangat mengandalkan penggunaan teknologi atau pun inovasi tinggi sehingga memiliki kecenderungan pada kegiatan

R&D. Sektor IT dan multimedia termasuk juga ke dalam industri yang berbasis pengetahuan (*knowledge based economy*).

1.2 Perumusan Masalah

Penelitian mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan memiliki hasil yang bermacam-macam. Hal ini bisa karena penggunaan seperti Tobin's Q atau ROA sebagai ukuran kinerja perusahaan. Perbedaan dalam teknik estimasi mungkin juga memberikan penjelasan yang berbeda atas hasil yang diperoleh.

Penelitian yang dilakukan oleh Liang et al., (2011) dengan judul *Does multi-dimensional ownership structure matter in firm performance? A dynamic firm's life cycle perspective* menjadi dasar penulis untuk melakukan perumusan masalah. Penelitian Liang et al., (2011) dengan menganalisis pengaruh struktur kepemilikan dengan dimensi struktur kepemilikan yang mencakup: *insider ownership*—termasuk anggota dewan, manajer, dan konsentrasi kepemilikan; kepemilikan investor institusional—termasuk investor dengan *pressure-sensitive* dan *pressure-insensitive*, terhadap kinerja perusahaan dengan mengadopsi perspektif dinamis, yaitu melalui tahap siklus hidup perusahaan (*firm's life cycle*) sangat menarik diteliti di Indonesia. Sebab, belum ada penelitian yang menghubungkan antara struktur kepemilikan, kinerja perusahaan pada perusahaan-perusahaan berdasarkan siklus hidup perusahaan (*firm's life cycle*) di Indonesia.

Berdasarkan penjelasan di atas, untuk mengetahui sejauh mana pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan di Indonesia, maka yang menjadi pertanyaan dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah struktur kepemilikan (*insider ownership* dan *institutional ownership concentration*/ konsentrasi kepemilikan institusional) berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan untuk semua tahap siklus hidup perusahaan (*growth*, *maturity*, dan *stagnation*)?
2. Apakah pemecahan spesifikasi kepemilikan (*board and manager ownership*, *blockholder ownership*, *pressure-sensitive institutional ownership*, serta *pressure-insensitive institutional ownership*) berpengaruh

secara signifikan terhadap kinerja perusahaan untuk semua siklus hidup perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan pertanyaan penelitian yang sudah dijelaskan di atas, maka tujuan penelitian ini adalah:

1. Menganalisis pengaruh struktur kepemilikan (*insider ownership* dan *institutional ownership concentration*/ konsentrasi kepemilikan institusional) terhadap kinerja perusahaan di antara perusahaan-perusahaan dalam tahap pertumbuhan, *maturity*, ataupun *stagnation*.
2. Menganalisis pengaruh dari pemecahan spesifikasi kepemilikan (*board and manager ownership, blockholder ownership, pressure-sensitive institutional ownership*, serta *pressure-insensitive institutional ownership*) terhadap kinerja perusahaan untuk semua siklus hidup perusahaan.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini juga diharapkan dapat bermanfaat bagi para akademisi, perusahaan, investor, serta pihak lain yang berkepentingan. Manfaat dari penelitian ini antara lain:

1. Manfaat Akademis

Penelitian ini diharapkan dapat digunakan oleh para akademisi sebagai bahan pembantu untuk penelitian selanjutnya dan juga memperdalam pembahasan materi akademis yang berhubungan dengan struktur kepemilikan perusahaan, *business life cycle*, dan kinerja perusahaan.

2. Manfaat Praktis

Ada dua manfaat praktis yang diharapkan dalam penelitian ini, yaitu: (a) memberikan bukti empiris tentang pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan dalam kaitannya dengan *business life cycle*, dan (b) memperkaya wawasan pengetahuan dalam bidang *corporate governance*, yaitu meningkatkan pemahaman lebih mendalam mengenai bagaimana menyingkapi permasalahan antara pemegang saham manajer dalam hubungannya memaksimalkan nilai perusahaan dengan memperhatikan *business life cycle*.

1.5 Batasan Penelitian

Penelitian ini terbatas hanya pada perusahaan-perusahaan yang berada pada sektor manufaktur, IT, dan multimedia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2005-2010. Siklus hidup yang digunakan pada penelitian ini meliputi *growth*, *mature*, dan *stagnant*.

1.6 Sistematika Penelitian

Sistematika penelitian ini dibagi menjadi beberapa bab, yaitu:

BAB I PENDAHULUAN

Bagian ini membahas latar belakang permasalahan, pokok permasalahan, tujuan dari penelitian, manfaat penelitian, batasan penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini mengurai teori-teori dan kajian literatur lainnya yang berkaitan dengan struktur kepemilikan dan kinerja keuangan perusahaan, termasuk di dalamnya temuan-temuan dari penelitian terdahulu.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini menguraikan metode penelitian seperti karakteristik data dan sampel yang akan dianalisis serta teknik analisis data, kriteria statistik data, termasuk variabel-variabel penelitian, model penelitian, dan hipotesis-hipotesis yang akan diuji

BAB IV PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan hasil penelitian yang diperoleh dari metode penelitian yang telah dijelaskan dalam BAB II dan III.

BAB V SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini merupakan bab penutup yang terdiri atas simpulan akhir dari penelitian dan rekomendasi kepada pihak-pihak yang berkepentingan.

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

Pada bab ini, akan dijelaskan tentang penelitian terdahulu dan kerangka teori penelitian.

2.1 Penelitian Terdahulu

Terdapat sejumlah penelitian sejenis yang berhubungan dengan penelitian ini. Sari (2004) menguji hubungan struktur kepemilikan saham dan kinerja perusahaan-perusahaan di Indonesia pada periode 1993-2000. Struktur kepemilikan dibedakan menjadi kepemilikan yang terkonsentrasi dan tipe-tipe kepemilikannya yang meliputi kepemilikan oleh pihak asing, institusi keuangan, perusahaan non keuangan, dan manajerial perusahaan. Ukuran kinerja keuangan yang digunakan adalah *Return on Asset* (ROA) dan rasio Q. Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) kepemilikan terkonsentrasi memiliki hubungan negatif signifikan terhadap tingkat ROA, namun tidak memiliki hubungan dengan rasio Q, (2) kepemilikan saham oleh asing memiliki hubungan positif terhadap rasio Q, namun tidak ditemukan hubungan pada nilai ROA, (3) kepemilikan saham oleh institusi keuangan memiliki hubungan positif signifikan terhadap tingkat rasio Q, namun tidak ada hubungan dengan nilai ROA, (4) kepemilikan saham oleh perusahaan non keuangan memiliki hubungan negatif signifikan terhadap nilai ROA, namun memiliki pengaruh positif terhadap rasio Q, serta (5) kepemilikan saham oleh manajerial memiliki hubungan negatif yang signifikan terhadap nilai ROA dan rasio Q perusahaan.

Adams dan Santos (2006) meneliti hubungan antara pemisahan struktur kepemilikan (orang dalam dan pengendali/kontrol) dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q. Sampel yang digunakan adalah institusi perbankan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada hubungan yang signifikan positif secara lintang waktu (*cross-sectional*) antara kepemilikan dengan nilai perusahaan. Penelitian Adams dan Santos bertolak belakang dengan keyakinan bahwa kontrol manajerial merugikan secara alami.

Cornett *et al.*, (2007) dalam penelitiannya yang berjudul *The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance* menjelaskan mengenai hubungan keterlibatan investor institutional dengan kinerja operasi perusahaan (dihitung dengan menggunakan laba tahunan sebelum bunga dan pajak (EBIT) ditambah penyusutan dibagi dengan total aset diakhir periode) pada perusahaan yang terdaftar di S&P 100 periode 1993-2000. Investor institusional dengan persentase kepemilikan yang besar akan menggunakan hak kepemilikannya untuk menekan manajer agar melakukan tindakan yang terbaik dalam mencapai kepentingan para pemegang saham. Investor institutional terbagi menjadi investor *pressure-sensitive* dan investor *pressure-insensitive*. Investor *pressure-sensitive* adalah investor yang berasal dari perusahaan asuransi atau bank yang berinvestasi melalui *trust department*-nya dan telah atau berpotensi memiliki relasi bisnis dengan perusahaan yang diinvestasikannya, serta dalam rangka melindungi relasi bisnis, kurang bersedia untuk menentang keputusan manajemen. Sementara investor *pressure-insensitive* adalah investor institusi yang merupakan perusahaan investasi dan penasihat investasi independen yang kurang tunduk pada tekanan dari perusahaan di mana mereka berinvestasi, dan oleh karena itu lebih cocok/tepat untuk melakukan monitoring, mendisiplinkan, dan memaksakan kontrol pada manajer perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara pengembalian arus kas operasi perusahaan dengan kepemilikan saham institusional, namun signifikan hanya pada investor institusional *pressure-insensitive*.

Perrini *et al.*, (2008) meneliti hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan. Struktur kepemilikan yang digunakan adalah fraksi saham yang dimiliki oleh lima pemegang saham terbesar dan fraksi saham yang dimiliki oleh manajemen. Penelitian Perrini *et al.*, menggunakan data panel untuk periode 2000-2003 pada 297 perusahaan Italia. Dari 297 perusahaan dibagi ke dalam dua, yaitu perusahaan terkonsentrasi dan tidak terkonsentrasi. Hasil penelitian menemukan bahwa konsentrasi kepemilikan oleh lima pemegang saham terbesar memiliki keuntungan terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, kepemilikan manajerial menguntungkan hanya pada perusahaan yang tidak terkonsentrasi. Hal ini karena pemilik yang melakukan pengendalian dapat menggunakan posisinya

dalam perusahaan untuk memaksakan keuntungan pribadinya pada pemegang saham lainnya dengan mengangkat manajer yang dapat mewakili kepentingannya.

Drakos dan Bekiris (2010) melakukan penelitian mengenai hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan pada 146 perusahaan yang terdaftar di Athens Stock Exchange tahun 2000-2004. Kepemilikan manajerial didefinisikan sebagai persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan dewan yang ada di perusahaan. Analisis yang digunakan adalah dengan kerangka persamaan simultan. Kinerja keuangan diukur dengan menggunakan Tobin's Q. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang positif pada nilai perusahaan.

Fazlzadeh *et al.*, (2011) melakukan penelitian mengenai peran pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan pada 137 perusahaan yang terdaftar di Tehran Stock Exchange periode 2001-2006. Penelitian Fazlzadeh menggunakan analisis regresi data panel dan variabel yang digunakan meliputi konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, dan konsentrasi kepemilikan institusional. Konsentrasi kepemilikan diukur dengan menggunakan Herfindahl Index. Sementara kinerja perusahaan diukur dengan menggunakan dua variabel, yaitu *net income to asset ratio* dan *ordinary income to total asset ratio*. Hasil penelitian menunjukkan konsentrasi kepemilikan tidak memiliki pengaruh yang signifikan pada kinerja perusahaan, tetapi dua variabel lainnya memiliki pengaruh yang signifikan: kepemilikan institusional memiliki pengaruh signifikan positif pada kinerja perusahaan sedangkan konsentrasi kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang negatif.

Liang *et al.*, (2011) meneliti pengaruh struktur kepemilikan multi-dimensional terhadap kinerja perusahaan pada 641 perusahaan yang terdaftar di bursa Taiwan dengan menggunakan *unbalanced panel pooled* (4.443 *firm-year observations*) dan *fixed effect regression*. Periode penelitian dilakukan dari tahun 1999-2008. Struktur kepemilikan multi-dimensional yang dimaksud meliputi kepemilikan orang dalam (*insider ownership*)—anggota dewan, manajer, dan blockholder (pemegang saham dengan jumlah besar); dan kepemilikan institusional—*investor pressure-sensitive* dan *pressure-insensitive*. Penelitian Liang *et al.*, mengadopsi perspektif dinamis untuk mengeksplorasi persistensi

hubungan seluruh tahapan siklus hidup perusahaan dari waktu ke waktu. Perspektif dinamis tersebut digunakan oleh Liang *et al.*, untuk menguji apakah pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan berubah pada tahap siklus hidup yang berbeda dan juga apakah hasil pengujian tersebut akan berlangsung sama/tidak berubah dari waktu ke waktu. Untuk melihat persistensi hubungan, maka periode penelitian dibagi ke dalam dua periode, yaitu 1999-2003 dan 2004-2008. Hasil penelitian menunjukkan sebuah potensi hubungan yang non linear antara kepemilikan dan kinerja perusahaan. Selain itu, bukti penelitian juga menunjukkan bahwa (1) *insider ownership* dan *institutional ownership* berhubungan positif dengan kinerja perusahaan untuk semua tahap siklus hidup, (2) *insider ownership* berhubungan dengan kinerja perusahaan dengan membentuk kurva U terbalik (*inverted U-shaped*), (3) pengaruh pemecahan kepemilikan institusi (*pressure-insensitive* dan *pressure-sensitive*) terhadap kinerja lebih nyata pada perusahaan dalam tahap *mature*, serta (4) pengaruh kepemilikan terhadap kinerja perusahaan adalah fungsi pengaruh siklus hidup di mana pengaruh tersebut lebih nyata terlihat di antara perusahaan yang berada pada tahap dewasa (*mature*) dari waktu ke waktu dalam periode yang sama..

Secara keseluruhan penelitian terdahulu yang menjadi rujukan dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 2.1.

Tabel 2.1 Perbandingan Penelitian Terdahulu

No.	Nama Peneliti dan Judul Penelitian	Variabel	Metode	Hasil
1.	Sari (2004) Analisa Hubungan Struktur Kepemilikan Saham dan Kinerja Perusahaan-Perusahaan di Indonesia	Variabel Independen: Konsentrasi kepemilikan saham, Kepemilikan saham oleh asing, Kepemilikan oleh institusi keuangan, Kepemilikan saham oleh perusahaan-perusahaan non keuangan, Kepemilikan saham oleh manajerial Variabel Dependen: <i>Firm performance</i>	Multivariate Regression (<i>Pooled Least Square, Fixed Effect Model</i>)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kepemilikan terkonsentrasi memiliki hubungan negatif signifikan terhadap tingkat ROA, namun tidak memiliki hubungan dengan rasio Q ▪ Kepemilikan saham oleh asing memiliki hubungan positif terhadap rasio Q, namun tidak

(Lanjutan)

No.	Nama Peneliti dan Judul Penelitian	Variabel	Metode	Hasil
		(Tobin's Q dan ROA) Variabel Kontrol: <i>Leverage dan Firm Size</i>		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kepemilikan saham oleh institusi keuangan memiliki hubungan positif signifikan terhadap tingkat rasio Q, namun tidak ada hubungan dengan nilai ROA ▪ Kepemilikan saham oleh perusahaan non keuangan memiliki hubungan negatif signifikan terhadap nilai ROA, namun memiliki pengaruh positif terhadap rasio Q, serta ▪ Kepemilikan saham oleh manajerial memiliki hubungan negatif yang signifikan terhadap nilai ROA dan rasio Q perusahaan.
2.	Adams dan Santos (2006) <i>Identifying the Effect of Managerial Control on Firm Performance</i>	Variabel Independen: <i>Inside ownership and control</i> Variabel Dependen: <i>Firm performance</i> (Tobin's Q dan ROA) Variabel Kontrol: <i>Firm size, rasio modal terhadap aset</i>	OLS Regression	Terdapat hubungan yang signifikan positif secara lintang waktu (<i>cross-sectional</i>) antara kepemilikan dengan nilai perusahaan.

(Lanjutan)

No.	Nama Peneliti dan Judul Penelitian	Variabel	Metode	Hasil
3.	Cornett <i>et al.</i> , (2007) <i>The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance</i>	Variabel Independen: Institutional investor (<i>pressure-sensitive</i> dan <i>pressure-insensitive</i>) Variabel Dependen: <i>Firm Performance</i> (operating cash flow/ Cash Flow ROA dan <i>industri adjusted ROA/IAROA</i>) Variabel Kontrol: Internal corporate governance mechanism (kepemilikan saham direktur dan <i>executive officer, board characteristics, age and tenure of CEO, CEO's pay-performance sensitivity</i> , serta <i>firm size</i>)	OLS Multivariate Regression	Terdapat hubungan yang signifikan antara pengembalian arus kas operasi perusahaan dengan kepemilikan saham institusional, namun hanya pada investor institusional <i>pressure-insensitive</i> .
4.	Perrini <i>et al.</i> , (2008) <i>Does Ownership Structure Affect Performance? Evidence from Italian Market</i>	Variabel Independen: - <i>Five largest ownership</i> - <i>Managerial ownership</i> Variabel Dependen: <i>Firm Performance</i> (Tobin's Q) Variabel Kontrol: <i>ROA, Growth, Debt to Assets, Liquidity ratio, Firm Size, Board Size, Directorship per director, Market risk</i> , serta <i>Firm risk</i>	<i>Robust Regression with Clusters (OLS Pooled, 2SLS, serta Random Effect Model)</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Konsentrasi kepemilikan oleh lima pemegang saham terbesar memiliki keuntungan dalam penilaian perusahaan. ▪ Kepemilikan manajerial menguntungkan hanya pada perusahaan yang tidak terkonsentrasi. Hal ini karena pemilik yang melakukan pengendalian dapat menggunakan

(Lanjutan)

No.	Nama Peneliti dan Judul Penelitian	Variabel	Metode	Hasil
				<p>posisinya dalam perusahaan untuk memaksakan keuntungan pribadinya pada pemegang saham lainnya dengan mengangkat manajer yang dapat mewakili kepentingannya.</p>
5.	<p>Drakos dan Bekiris (2010) <i>Corporate Performance, Managerial Ownership and Endogeneity: A Simultaneous Equations Analysis for Athens Stock Exchange</i></p>	<p>Variabel Independen: <i>Manajerial ownership (Board Ownership, Institutional Investor Ownership, CEO Ownership, Free Float, and Family Ownership)</i></p> <p>Variabel Dependen: <i>Firm performance (Tobin's Q)</i></p> <p>Variabel Kontrol: <i>Firm size, leverage, dividend policy, market risk</i></p>	<p><i>Regression with model of simultaneous equations specified</i> <i>2SLS and 3SLS</i> <i>econometric techniques</i></p>	<p>Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang positif pada nilai perusahaan</p>
6.	<p>Fazlzadeh <i>et al.</i>, (2011) <i>The Examination of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance in Listed Firms of Tehran Stock Exchange Based on the Type of the Industry</i></p>	<p>Variabel Independen: <i>Ownership concentration, Institutional ownership, dan Institutional ownership concentration</i></p> <p>Variabel Dependen: <i>Firm performance (ROA: net income to total assets ratio/NIA and ordinary income to total assets ratio/OIA)</i></p> <p>Variabel Kontrol: <i>Firm size, leverage, equity to total assets,</i></p>	<p><i>Multivariable Regression</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Konsentrasi kepemilikan tidak memiliki pengaruh yang signifikan pada kinerja perusahaan. ▪ Kepemilikan institusional memiliki pengaruh signifikan positif pada kinerja perusahaan. ▪ Konsentrasi kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang negatif pada

(Lanjutan)

No.	Nama Peneliti dan Judul Penelitian	Variabel	Metode	Hasil
		<i>liquidity ratio, firm risk, inventory to total assets</i>		perusahaan
7.	Liang <i>et al.</i> , (2011) <i>Does Multi-Dimensional Ownership Structure Matter in Firm Performance? A Dynamic Firm's Life Cycle Perspective</i>	<p>Variabel Independen: <i>Insider ownership concentration, Board and manager ownership concentration, Blockholder ownership concentration, Institutional ownership concentration (Pressure-sensitive and pressure-insensitive)</i></p> <p>Variabel Dependen: <i>Firm performance (ROA and Industry adjusted ROA/IAROA)</i></p> <p>Variabel Kontrol: <i>Controlling board-seat ratio, Deviation of cash flow rights, Firm size, Leverage, R&D expenditure rate, Marketing expenditure rate, Asset growth rate</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pooled Least Square Regression untuk hasil utama ▪ <i>Fixed effect model</i> untuk menguji <i>robustness</i> 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Insider ownership</i> dan <i>institutional ownership</i> berhubungan positif dengan kinerja perusahaan untuk semua tahap siklus hidup, ▪ <i>Insider ownership</i> berhubungan positif dengan kinerja perusahaan pada tahap siklus dewasa (<i>maturity</i>) dan sebaliknya <i>institutional ownership</i> berhubungan positif pada tahap siklus pertumbuhan (<i>growth</i>), Hubungan yang non linear antara kepemilikan dan kinerja perusahaan. ▪ Pengaruh kepemilikan terhadap kinerja perusahaan adalah fungsi pengaruh siklus hidup di mana pengaruh tersebut lebih nyata terlihat di antara perusahaan yang berada pada

(Lanjutan)

No.	Nama Peneliti dan Judul Penelitian	Variabel	Metode	Hasil
				tahap dewasa (<i>mature</i>) dari waktu ke waktu dalam periode yang sama.

Sumber: Olahan Penulis (2012)

2.2 Kerangka Teori

2.2.1 Struktur Kepemilikan (*Ownership Structure*)

Menurut Fan dan Wong (2002), kepemilikan saham perusahaan dapat dilihat sebagai susunan hak kekayaan yang terdiri dari tiga kategori, yaitu (1) hak keputusan penyebaran aset perusahaan (hak kendali atau *voting/ control or voting right*), (2) hak memperoleh laba (hak arus kas/ *cash flow right*), dan (3) hak untuk memindahkan/mentransfer saham terkait dengan hak kendali dan arus kas kepada pihak lain. Pihak manajemen perusahaan harus memberikan seluruh hak atas kepemilikan saham. Ketika hak tersebut telah terpenuhi dan ditegakkan pelaksanaannya, maka tujuan perusahaan dapat terwujud, dalam hal ini kekayaan pemegang saham dapat dimaksimalkan.

Mintzberg (1983, dalam Chaganti dan Damanpour, 1991) menyatakan dua dimensi utama kepemilikan, yaitu “keterlibatan (*involvement*)” atau “ketidakterlibatan (*detachment*)” dan konsentrasi (*concentration*) atau tersebar (*dispersion*). Dimensi keterlibatan atau ketidakterlibatan membedakan antara pemilik yang mempengaruhi keputusan atau tindakan perusahaan dan yang tidak. Sementara dimensi konsentrasi membedakan perusahaan yang saham-sahamnya dipegang terpusat atau tersebar/dimiliki oleh banyak orang. Dari kedua dimensi kemudian diklasifikasikan kembali secara silang yang menghasilkan empat tipe kepemilikan, yaitu *dispersed-detached*, *dispersed-involved*, *concentrated-detached*, serta *concentrated-involved*. Dimensi kepemilikan menurut Mintzberg ini menunjukkan bahwa semakin pemilik terlibat dan semakin terkonsentrasinya kepemilikan, maka akan semakin besar pula kekuatan pemegang saham dalam mempengaruhi perusahaan. Dengan demikian apabila pengaruh pemegang saham semakin kuat, maka masalah agensi akan semakin dapat ditekan (Pratomo, 2009).

Solomon (2007) menyatakan bahwa struktur kepemilikan perusahaan merupakan faktor yang mempunyai pengaruh paling kuat terhadap *corporate governance*. Struktur kepemilikan perusahaan juga berkaitan dengan tindakan kontrol terhadap manajemen perusahaan. Artinya adalah struktur kepemilikan menegaskan bagaimana pemisahan dan kontrol dilaksanakan di suatu perusahaan. Hal ini ditunjukkan ketika kepemilikan perusahaan tersebar, maka manajemen perusahaan bisa melakukan tindakan yang tidak mementingkan pemegang saham, justru yang dilakukan adalah mewujudkan kepentingannya sendiri. Sementara itu, ketika pemegang saham memiliki kontrol, maka akan memiliki insentif yang lebih dekat untuk memonitor perusahaan serta manajemen dan implikasinya adalah memberikan pengaruh positif pada penerapan *corporate governance* (Surya dan Yustiavandana, 2008).

2.2.2 Kepemilikan Orang Dalam (*Insider Ownership*)

Kepemilikan orang dalam didefinisikan sebagai fraksi atas saham yang dimiliki oleh orang dalam perusahaan. Menurut McConnell *et al.*, (2008), yang dimaksud orang dalam perusahaan adalah manajer dan anggota dewan dari perusahaan. Kepemilikan orang dalam umumnya disebut juga sebagai kepemilikan manajerial, yaitu kepemilikan oleh para manajer perusahaan. Kepemilikan manajerial pada dasarnya dimaksudkan untuk mengurangi masalah agensi. Artinya, ketika pihak manajemen perusahaan memiliki saham perusahaan, maka manajemen menjadi lebih merasa memiliki perusahaan sehingga setiap kebijakan yang dilakukan ditujukan untuk meningkatkan nilai pemegang saham. Hal ini didukung oleh Crutchley dan Hansen (1989) yang menyatakan bahwa meningkatkan kepemilikan saham manajer di perusahaan adalah salah satu cara untuk mengurangi biaya keagenan.

Senada dengan Crutchley dan Hansen (1989), Rose (2005) menjelaskan bahwa untuk menyelaraskan kepentingan antara manajemen dan investor dari luar perusahaan adalah dengan pemberian insentif kepada manajemen, yaitu manajemen menjadi *co-owner* dari perusahaan. Pemberian insentif kepada manajer dalam bentuk kepemilikan saham perusahaan diharapkan setidaknya dapat mengurangi biaya keagenan. Manajer akan menjalankan kebijakan sesuai

dengan tujuan perusahaan, yaitu memaksimalkan nilai pemegang saham, termasuk dirinya.

Berkaitan dengan kinerja perusahaan, ada dua hipotesis yang digunakan untuk mengukur bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan di antaranya (Rose, 2005):

1. Hipotesis kovergensi kepentingan (*convergence of interests hypothesis*)

Hipotesis ini menyatakan hubungan yang positif antara kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan. Hal ini didasarkan pada pemikiran bahwa remunerasi manajer tergantung pada total penciptaan nilai perusahaan dalam bentuk klaim residual. Ketika kepemilikan manajer meningkat, maka manajer harus membayar bagian yang lebih besar atas biaya dari aktivitas yang mengurangi nilai perusahaan. Dengan demikian permasalahan keagenan yang dinyatakan oleh Jensen dan Meckling (1976) menjadi berkurang.

2. *Entrenchment hypothesis*

Hipotesis ini menyatakan hubungan yang negatif antara kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan. Hal ini didasarkan pada manajer yang mengendalikan sebagian substansi modal perusahaan dapat memiliki pengaruh yang cukup untuk mengamankan kondisi hubungan kerja yang diinginkan termasuk gaji yang atraktif. Satu hal bisa diargumentasikan adalah keuntungan yang didapatkan dari reputasinya (kualifikasi superior dan *personality* yang dimiliki) dengan bebas menentukan seberapa besar kekuatan voting-nya (*voting power*) yang merupakan kendali seorang manajer atas kepemilikannya pada perusahaan.

Kedua hipotesis di atas menjelaskan bahwa ada dua hal yang bisa terjadi ketika manajemen memiliki saham perusahaan, yaitu kinerja perusahaan dapat meningkat atau pun sebaliknya (*positive or negative relationship on firm performance*).

2.2.3 Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

Kepemilikan saham institusional adalah kepemilikan saham suatu perusahaan oleh institusi, baik yang bergerak dalam bidang keuangan atau non keuangan atau badan hukum lain (Pratomo, 2009). Menurut Solomon (2007),

investor institusional merepresentasikan mekanisme lain yang kuat dari *corporate governance* yang dapat memantau manajemen perusahaan, sebagaimana pengaruhnya pada manajemen perusahaan menjadi penting dan dapat digunakan untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan kelompok pemegang saham. Investor institusional memainkan peran yang penting dalam proses pemantauan manajemen perusahaan. Pound (1992; dalam Jones *et al.*, 1997) menyatakan bahwa investor institusional akan memunculkan *corporate governance* melalui “pendekatan politik”, yaitu peran investor institusional adalah untuk memotivasi guna mendukung monitoring manajemen.

Investor institusional dapat melakukan pemantauan terkait dengan hak kepemilikan atas perusahaan dengan cara menekan manajer agar mewujudkan kepentingan pemegang saham. Penekanan akan semakin tinggi dilakukan apabila persentase kepemilikan dari investor institusional besar. Cornett *et al.*, (2007) menyatakan bahwa pemegang saham yang besar memiliki insentif yang lebih besar pula untuk melakukan pemantauan terhadap manajer perusahaan dibandingkan yang dilakukan oleh anggota dewan direksi yang barangkali memiliki sedikit kekayaannya yang telah diinvestasikan ke dalam perusahaan.

Almazan *et al.*, (2005) membagi investor institusional ke dalam dua kelompok, yaitu:

1. Investor berpotensi aktif

Investor ini termasuk tipe institusi yang berharap memiliki tenaga kerja terampil, lebih mungkin untuk mengumpulkan informasi, menghadapi sedikit batasan regulasi dan hukum atas investasinya, dan memiliki sedikit potensi terkait hubungan bisnis dengan perusahaan. Cornett *et al.*, (2007) menyebut kelompok investor ini adalah investor institusional *pressure-insensitive* dan David *et al.*, (1998) dengan mengacu pada Brickley *et al.*, (1988) menyebutnya sebagai investor *pressure-resistant*. Investor institusional *pressure-insensitive/resistant* tidak memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan atau sifatnya hanya investasi (Jara-Bertin *et al.*, 2012). Investor ini kurang tunduk terhadap tekanan yang berasal dari manajemen perusahaan, sebab tidak memiliki relasi bisnis, sehingga memiliki kemampuan lebih dalam memonitoring, mendisiplinkan, serta memaksakan kontrol terhadap manajer perusahaan. Contoh investor institusional

pressure-resistant adalah *endowment funds*, yayasan, *hedge funds*, *investor advisors*, dana pensiun, *private equity firms*, *venture capital firms*, *brokerage firms*, perusahaan riset, dan reksadana (Huse, 2007; Jara-Bertin *et al.*, 2012).

2. Investor berpotensi pasif

Investor ini terdiri dari departemen *trust* bank dan perusahaan asuransi baik yang telah memiliki atau pun berpotensi memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan. Hubungan bisnis bisa dalam bentuk penjualan/piutang, pembelian/utang, pinjaman, dan lain sebagainya. Cornett *et al.*, (2007) menyebut kelompok investor ini adalah investor institusional *pressure-sensitive*. Investor ini kurang bersedia menentang keputusan manajemen karena ingin melindungi relasi bisnisnya. Dengan kata lain, investor *pressure-sensitive* tunduk terhadap manajemen perusahaan. Contoh investor institusional *pressure-sensitive* adalah bank dan *trust*, perusahaan induk dan group, perusahaan asuransi, dan perusahaan non keuangan yang memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan (Jara-Bertin *et al.*, 2012).

Kelompok investor aktif memiliki biaya yang lebih rendah terkait dengan biaya *monitoring* manajemen, sebaliknya kelompok investor pasif memiliki biaya *monitoring* yang lebih besar. Hal ini didasarkan biaya yang harus dikeluarkan guna memperoleh informasi mengenai perusahaan. Ini tentunya sesuai dengan tingkat hubungan yang terjadi antara perusahaan dengan investor institusional.

Pound (1988; dalam McConnell dan Servaes, 1990) mengajukan tiga hipotesis hubungan antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan, yaitu (1) hipotesis *efficient-monitoring*, (2) hipotesis *conflict-of-interest*, dan (3) hipotesis *strategic-alignment*. Hipotesis *efficient-monitoring* menjelaskan bahwa investor institusional memiliki keahlian yang lebih baik dan dapat memonitor manajemen pada tingkat biaya yang rendah. Hipotesis ini memprediksi hubungan yang positif antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan. Hipotesis *conflict-of-interest* menjelaskan bahwa investor institusional merasa memiliki hubungan bisnis lain yang *profitable* dengan perusahaan, maka investor institusional melakukan penekanan ke dalam hak votingnya kepada manajemen. Sementara hipotesis *strategic-alignment* menjelaskan bahwa antara investor institusional dan manajer memiliki kepentingan yang sama atau terdapatnya

keuntungan yang bersamaan pada perusahaan sehingga keduanya melakukan tindakan yang kooperatif. Tindakan tersebut pada akhirnya akan mengurangi pengaruh keuntungan terkait monitoring yang dilakukan oleh investor institusional. Hipotesis *conflict-of-interest* dan hipotesis *strategic-alignment* memprediksi hubungan negatif antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan.

Selain Pound (1988), Agrawal dan Knoeber (1996, dalam Solomon, 2007) menyatakan bahwa keterlibatan investor institusional dapat memiliki pengaruh yang positif pada kinerja keuangan perusahaan. Hal ini didukung oleh Cornett *et al.*, (2007) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara keterlibatan investor institusi dengan pengembalian arus kas operasi perusahaan meskipun hanya pada investor institusional *pressure-insensitive*. Fazlzadeh *et al.*, (2011) dalam penelitiannya juga menunjukkan terdapat pengaruh yang positif dan signifikan dari kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan.

2.2.4 Kepemilikan Blok (*Blockholders*) dan Konsentrasi Kepemilikan (*Concentrated Ownership*)

Abor dan Biekpe (2006) menyatakan bahwa pemegang blok saham adalah pemegang saham yang memegang minimal lima persen (5%) dari seluruh modal perusahaan, termasuk pemegang blok saham investor institusional. Pemegang blok saham memiliki kemampuan untuk mengendalikan perusahaan. Menurut Craswell *et al.*, (1997), dengan mengacu pada hipotesis *efficient-monitoring*, pemegang saham besar (pemegang blok saham) mampu menciptakan insentif yang lebih besar dalam memonitor manajemen sehingga dapat mencapai biaya yang efisien terkait dengan keahliannya memonitor manajemen. Dengan demikian, pemegang blok saham dapat memastikan bahwa manajer telah memaksimalkan nilai pemegang saham. Selanjutnya La Porta *et al.*, (1999) menyatakan bahwa pemegang blok saham perusahaan mampu mengurangi masalah agensi antara manajemen perusahaan dengan investor eksternal serta mampu memonitor manajer dengan lebih baik sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Sementara itu, menurut Earle et al., (2004), konsentrasi kepemilikan diukur berdasarkan persentase kepemilikan saham terbesar di dalam struktur kepemilikan perusahaan. Konsentrasi kepemilikan yang tinggi dan dominasi, khususnya oleh pemegang saham eksternal memiliki kontrol/kendali yang kuat terhadap manajemen sehingga masalah agensi dapat dikurangi dan dapat meningkatkan kinerja perusahaan dibandingkan struktur pemegang saham yang tersebar. Hal ini senada dengan yang dinyatakan oleh Lee (2008; dalam Pratomo, 2009) di mana kepemilikan saham yang terpecah mampu meningkatkan masalah agensi karena kemampuan pemegang saham mengontrol dan mengendalikan manajemen kurang. Kepemilikan saham yang kecil, cenderung mendorong rasa kepemilikan atau pengendalian terhadap perusahaan kurang. Selain menggunakan pemegang saham terbesar dalam mengukur konsentrasi kepemilikan, ukuran Herfindahl Index dapat pula digunakan (Mínguez-Vera dan Martín-Ugedo, 2007; Fazlzadeh et al., 2011).

Surya dan Yustiavandana (2008) menegaskan bahwa satu keuntungan dengan hadirnya pengendali perusahaan adalah kemampuannya dalam memonitor dan mendisiplinkan manajemen. Selain itu, pengendali perusahaan juga tidak hanya mampu menekan agar manajemen memberikan laporan berkala kepada pengendali tersebut secara langsung, tetapi juga adanya kesempatan mempengaruhi kepengurusan secara langsung.

2.2.5 Permasalahan Keagenan (*Agency Problem*)

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai kontrak satu atau lebih orang (prinsipal) dengan orang lain (agen) untuk menjalankan usaha atas kepentingan prinsipal yang melibatkan delegasi wewenang pembuatan keputusan. Prinsipal sendiri adalah pemegang saham sedangkan agen adalah manajemen perusahaan. Teori keagenan (*agency theory*) didasarkan pada keyakinan bahwa agen ekonomi individual melakukan tindakan yang memaksimalkan utilitas pribadinya (Denis et al., 1999). Wilamarta (2005) menyatakan bahwa teori keagenan memberikan pandangan yang *up to date* terhadap *good corporate governance*, yaitu para pendiri perusahaan dapat membuat perjanjian yang seimbang antara prinsipal dengan agen. Teori agensi

menekankan pentingnya pemilik perusahaan (pemegang saham) menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada tenaga-tenaga profesional yang lebih mengerti dalam menjalankan bisnis sehari-hari (*Forum for Corporate Governance in Indonesia*, dalam Wilamarta, 2005)

Hubungan antara prinsipal dan agen atau manajemen memunculkan suatu permasalahan keagenan, yaitu ketika agen membuat kebijakan manajemen yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Agen memiliki kecenderungan untuk mencapai kepentingannya sendiri, yaitu meningkatkan insentif (gaji dan bonus) atau dengan kata lain manajemen mempunyai kecenderungan bersikap egois (Solomon, 2007). Permasalahan keagenan menimbulkan biaya yang dikenal dengan biaya keagenan (*agency cost*). Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan biaya keagenan adalah keseluruhan jumlah dari: (1) pengeluaran monitoring yang dilakukan oleh prinsipal, (2) pengeluaran atas ikatan terhadap perusahaan oleh agen, dan (3) kerugian residual. Menurut Ross *et al.*, (2002), permasalahan keagenan tidak akan pernah terselesaikan secara sempurna dan sebagai konsekuensi, pemegang saham mengalami kerugian residual (kerugian kekayaan pemegang saham karena perilaku yang berlainan/divergen dari manajer).

Crutchley dan Hansen (1989) menyatakan bahwa teori keagenan mengusulkan beberapa cara untuk mengurangi biaya keagenan. *Pertama*, meningkatkan kepemilikan saham manajer di perusahaan. Hal ini dilakukan untuk menyelaraskan antara kepentingan manajer dan kepentingan pemegang saham. *Kedua*, meningkatkan dividen. Membayar dividen lebih besar akan meningkatkan peluang modal dari luar akan meningkat. Ketika modal meningkat, manajer akan diawasi oleh komisi pengawas pasar modal, bank investasi, dan penyedia modal baru. Pengawasan ini mempengaruhi manajer untuk bekerja sesuai dengan keinginan *stockholder*. Bagaimanapun, penggunaan dividen tetap membutuhkan biaya. Ketika modal meningkat untuk membayar dividen, *flotation cost* akan digunakan untuk membayar *investment banker*. *Ketiga*, menggunakan lebih banyak pendanaan utang (*debt financing*). Menggunakan lebih banyak utang dalam modal keuangan, mengurangi konflik manajer-*stockholder*. Pendanaan menggunakan utang akan menghadirkan konflik baru yaitu konflik kepentingan antara *stockholder* dan kreditur yang juga akan meningkatkan *biaya keagenan*.

Berdasarkan penjelasan dari Crutchley dan Hansen (1989), cara pertama-lah yang paling umum digunakan, yaitu memberikan sebagian kepemilikan saham perusahaan kepada manajemen. Kepemilikan saham oleh manajemen ini bisa mengurangi permasalahan dan biaya keagenan, sebab secara tidak langsung pemegang saham tidak perlu mengeluarkan biaya yang tinggi untuk memonitor manajemen. Hal ini karena manajemen perusahaan akan berusaha meningkatkan nilai pemegang saham di mana manajemen termasuk di dalamnya (pemegang saham perusahaan).

2.2.6 Siklus Hidup Perusahaan (*Firm's Life Cycle*)

Menurut Smith *et al.*, (1985), model tahapan siklus hidup organisasi— termasuk perusahaan telah lama dibahas oleh Mooney dan Reiley (1931), Haire (1959), dan Chandler (1962). Haire (1959; dalam Smith *et al.*, 1985) menjelaskan bahwa perkembangan organisasi mengikuti beberapa pola yang seragam. Chandler (1962) kemudian memperkenalkan tahapan model siklus hidup yang mengacu pada strategi dan struktur perusahaan. Tahapan siklus hidup perusahaan secara sederhana meliputi 3 (tiga) tahap, yaitu *inception and mobilization*, *high-growth*, dan *maturity* (Smith *et al.*, 1985). Tahap *inception and mobilization* terjadi ketika manager level atas berpikir mengenai dukungan pembangunan dari penyedia sumber daya dan juga mengenai aktivitas organisasi yang nantinya akan dilakukan. Tahap *growth*, terjadi ketika manager level atas berkonsentrasi pada pengelolaan permintaan ekspansi. Tahap *maturity*, terjadi ketika manager level atas mengumpulkan dukungan terhadap *status quo* atau untuk merestrukturisasi organisasi ke arah pertumbuhan yang baru. Ada tiga prioritas yang dilakukan oleh manager level atas terkait dengan siklus hidup, yaitu (1) prioritas efisiensi teknis— berkaitan dengan performa (semua tahap siklus hidup), (2) prioritas koordinasi organisasional (*high level of growth*), dan (3) prioritas dukungan politis (tahap dewasa).

Sebelumnya, Miller dan Friesen (1984) yang berdasarkan literatur tedahulu mengemukakan mengenai beberapa tahap siklus hidup perusahaan di antaranya:

1. *The Birth Phase* (Fase Kelahiran)

Tahap ini merupakan periode di mana sebuah perusahaan yang baru berdiri sedang mencoba menjadi entitas (kesatuan unit) yang layak. Ini dicirikan dengan banyaknya perjuangan yang harus dihadapi untuk tetap berdiri. Beberapa literatur seperti Scott (1971) menyebut tahap ini sebagai “*Stage One*”; Greiner (1972) “*Creativity Stage*”; Lippitt dan Schmidt's (1967) fase “*Birth*”; serta Quinn dan Cameron (1983) “*Entrepreneurial Stage*”. Bentuk utama yang menjadi pembeda bagi perusahaan yang berada pada tahap ini adalah bahwa perusahaan masih muda (usia perusahaan belumlah lama), masih dikelola oleh pemilik, dan memiliki struktur yang sederhana dan informal.

2. *The Growth Phase* (Fase Pertumbuhan)

Fase ini menunjukkan periode yang diperkirakan terjadi ketika perusahaan telah membentuk kompetensi yang khas dan menikmati beberapa kesuksesan awal atas produknya. Karakteristik tersebut oleh Downs (1967) dinamakan sebagai “*Rapid Growth Stage*”; Adizes (1979) “*Go-Go Organization Stage*”; dan Lyden (1975) “*Second Stage*”. Penekanan dalam fase ini adalah mencapai pertumbuhan penjualan yang cepat dan mengumpulkan sumberdaya dalam upaya untuk mewujudkan keuntungan yang diperoleh untuk skala yang lebih besar. Secara khas, struktur berdasarkan fungsional dibentuk, beberapa wewenang didelegasikan kepada manajer menengah, dan prosedur diformalisasikan.

3. *The Maturity Phase* (Fase Dewasa)

Fase dewasa mengikuti fase pertumbuhan di mana tingkat penjualan telah mencapai titik yang stabil, level inovasi menurun, dan struktur organisasi yang lebih birokratis dibentuk. Tujuan perusahaan menjadi lancar dicapai dan perusahaan telah efisien. Fase ini oleh Quinn dan Cameron (1983) disebut sebagai “*Formalization and Control Stage*”; Scott (1971) “*Stage 2*”; Greiner (1972) “*Direction Stage*”; Katz dan Kahn (1978) “*Stable Organization Stage*”; serta Adizes (1979) “*Maturity Stage*”.

4. *The Revival Phase* (Fase Bangkit Kembali)

Fase ini ditunjukkan dengan perusahaan yang melakukan diversifikasi dan ekspansi atas cakupan pasar produknya. Perusahaan pada fase ini mengadopsi struktur divisional yang ditujukan untuk mengatasi pasar perusahaan yang lebih

kompleks dan heterogen. Perusahaan juga memiliki sistem perencanaan dan kontrol yang lebih canggih. Quinn dan Cameron (1983) menyebut fase ini sebagai “*Elaboration of Structure Stage*”; Scott (1971) “*Stage 3*”; dan Greiner (1972) “*Coordination Stage*”.

5. *The Decline Phase* (Fase Menurun)

Pada fase ini perusahaan mulai mengalami penurunan, misalnya dalam hal profitabilitas. Penurunan profitabilitas bisa disebabkan karena perusahaan telah kalah bersaing atau pun kurangnya melakukan inovasi atas produknya. Downs (1967) menyebut fase ini sebagai “*Deceleration Stage*”; Lyden (1975) and Kimberly (1979) “*Fourth Stages*”; dan Adizes (1979) “*Prime Organization Stage*”.

Penjelasan mengenai siklus hidup perusahaan menurut Miller dan Friesen (1984) memiliki kesamaan dengan apa yang dijelaskan oleh Black (1998) dan Ramaswamy *et al.*, (2008), namun hanya sedikit ada perbedaan pada istilah yang digunakan. Black (1998) dan Ramaswamy *et al.*, (2008) menggunakan istilah *start-up* (awal), *growth* (pertumbuhan), *maturity* (dewasa), *renewal* (bangkit kembali/bertumbuh), serta *decline/ stagnation* (menurun) sebagai tahap atau fase siklus hidup perusahaan. Sementara itu, Liang *et al.*, (2011) membagi fase siklus hidup perusahaan sama dengan apa yang disebutkan oleh Black (1998) dan Ramaswamy *et al.*, (2008). Berikut ini adalah penjelasan dari masing-masing siklus hidup perusahaan menurut Black (1998), Ramaswamy *et al.*, (2008) dan Liang *et al.*, (2011):

1. Tahap *start-up*, yaitu tahap awal di mana suatu perusahaan dibentuk, dana dikumpulkan, dan rencana bisnis ditetapkan. Pada tahap ini, hanya ada sedikit aset di perusahaan (*assets in place*) dan arus kas atau laba positif. Porsi nilai perusahaan terdiri dari nilai peluang pertumbuhannya.
2. Tahap *growth* digambarkan dengan produk/jasa sedang dipasarkan, pendapatan meningkat, serta pekerjaan dan aset sedang bertumbuh. Pada tahap ini, investasi dalam peluang bertumbuh telah dimulai, dan beberapa pendanaan telah didapatkan. Rasio nilai aset di perusahaan terhadap nilai perusahaan lebih tinggi.

Tabel 2.2 Karakteristik Fase Siklus Hidup Perusahaan

Fase/Tahap	Situasi	Organisasi	Inovasi
Birth Phase (Scott (1971) "Stage One"; Greiner (1972) "Creativity Stage"; Lippitt dan Schmidt's (1967) "Birth"; Quinn dan Cameron (1983) "Entrepreneurial Stage"; Ramaswamy et al., (2008) "Start-up")	<ul style="list-style-type: none"> - Small firm - Didominasi oleh manajer yang sekaligus pemilik - Homogen, lingkungan tenang 	<ul style="list-style-type: none"> - Struktur informal - Tidak terdiferensiasi - Kekuasaan dengan sentralisasi yang tinggi - Metode pemrosesan informasi dan pembuatan keputusan sederhana 	<ul style="list-style-type: none"> - Inovasi cukup - Niche strategies - Substantial R&D
Growth Phase (Downs (1967) "Rapid Growth Stage"; Adizes (1979) "Go-Go Organization Stage"; Lyden (1975) "Second Stage"; Ramaswamy et al., (2008) "Growth Phase")	<ul style="list-style-type: none"> - Medium sized - Usia perusahaan lebih lama (older) - Pemegang saham telah beragam - Lebih heterogen dan lingkungan perusahaan lebih kompetitif 	<ul style="list-style-type: none"> - Formalisasi struktur - Organisasi berbasis fungsional - Diferensiasi moderat - Sedikit sentralisasi - Pengembangan awal untuk pemrosesan informasi secara formal dan pembuatan keputusan 	<ul style="list-style-type: none"> - Perluasan cakupan pasar - Inovasi yang signifikan - Pertumbuhan cepat
Maturity Phase (Quinn dan Cameron (1983) "Formalization and Control Stage"; Scott (1971) "Stage 2"; Greiner (1972) "Direction Stage"; Katz dan Kahn (1978) "Stable Organization Stage"; serta Adizes (1979) "Maturity Stage"; Ramaswamy et al., "Maturity" (2008); Liang et al., (2011) "Maturity and Stagnation")	<ul style="list-style-type: none"> - Ukuran perusahaan lebih besar - Usia perusahaan juga telah lama (still older) - Lingkungan perusahaan kompetitif dan lebih heterogen 	<ul style="list-style-type: none"> - Formal, struktur birokratis - Organisasi berbasis fungsional - Diferensiasi moderate - Sentralisasi moderat - Pemrosesan informasi dan pembuatan keputusan sama dengan fase pertumbuhan 	<ul style="list-style-type: none"> - Konsolidasi sumber daya - Berfokus pada efisiensi - di mana pasar sudah jenuh - Konservatif - Pertumbuhan lambat
Revival Phase Quinn dan Cameron (1983) menyebut fase ini sebagai "Elaboration of Structure Stage"; Scott (1971) "Stage 3"; dan Greiner (1972) "Coordination Stage" Ramaswamy et al., (2008) "Renewal Phase")	<ul style="list-style-type: none"> - Ukuran perusahaan sangat besar - Lingkungan sangat heterogen, kompetitif, dan dinamis 	<ul style="list-style-type: none"> - Organisasi berbasis divisional - Diferensiasi tinggi - Kontrol, scanning, dan komunikasi informasi canggih: analisis pembuatan keputusan lebih formal 	<ul style="list-style-type: none"> - Strategi diversifikasi - perpendahan pasar - berkaitan dengan inovasi - Level pengendalian yang lebih tinggi - perencanaan yang lebih matang - Pertumbuhan kembali
Decline Phase (Downs (1967) menyebut fase ini sebagai "Deceleration Stage"; Lyden (1975) dan Kimberly (1979) "Fourth Stages"; dan Adizes (1979) "Prime Organization Stage"; Ramaswamy et al., (2008) "Decline")	<ul style="list-style-type: none"> - Market size - Lingkungan homogen dan kompetitif 	<ul style="list-style-type: none"> - Formal, struktur birokratis - Organisasi hampir semua berbasis fungsional - Diferensiasi dan sentralisasi moderat - Informasi, sistem pemrosesan, dan metode pembuatan keputusan kurang canggih 	<ul style="list-style-type: none"> - Inovasi beracun - Konsolidasi pasar - Likuidasi atau kebangkrutan - Penghindaran utang - Pertumbuhan negatif

Sumber: Miller dan Friesen (1984); Black (1998); Ramaswamy et al., (2008); serta Liang et al., (2011)

3. Tahap *maturity*, perusahaan telah secara penuh dikembangkan pasar dan produknya, pertumbuhan pendapatan telah mendatar/rata, ada penurunan margin laba secara perlahan. Pada tahap ini, nilai peluang pertumbuhan dibandingkan dengan nilai aset perusahaan lebih sedikit.
4. Tahap *renewal*, yaitu tahap di mana ada “suntikan” manajemen baru, ide baru, baik produk dan pendanaan. Tahap ini, perusahaan memasuki fase atau tahap pertumbuhan kedua yang kemudian mendorong pendapatan dan produk yang lebih tinggi.
5. Tahap *decline* atau *stagnation*, yaitu perubahan ekonomi dalam perusahaan di mana penjualan dan laba menurun, arus kas negatif, serta pangsa pasar yang menyusut. Pada tahap ini, nilai aset di perusahaan, untuk sebagian besar, masih berupa nilai arus kas masa depan yang dihasilkan dari pengoperasian aset.

Penjelasan mengenai siklus hidup dari beberapa literatur tersebut dapat secara ringkas dilihat pada Tabel 2.2.

Dari berbagai penjelasan mengenai siklus hidup perusahaan, pada dasarnya yang menjadi poin penting adalah perkembangan dari suatu perusahaan. Perkembangan perusahaan tentu dapat dilihat dari masa/usia dari perusahaan dan performa atau kinerjanya. Anthony dan Ramesh (1992, dalam Ramaswamy *et al.*, 2008) memaparkan 4 (empat) variabel yang digunakan untuk menentukan posisi siklus hidup suatu perusahaan di antaranya masa waktu/ usia perusahaan (*years of life*), pertumbuhan penjualan (*sales growth rate*), tingkat pembayaran dividen (*dividend payout rate*), serta *capital investment*. Sementara itu, Liang dan Lin (2008) menambahkan variabel tambahan, yaitu pengeluaran untuk pemasaran (*marketing expenditure*).

Tabel 2.3 Variabel Siklus Hidup Perusahaan

No.	Variabel	Deskripsi
1.	Masa waktu perusahaan (<i>years of life</i>)	Tahap pertumbuhan awal terjadi di awal siklus hidup. Kebangkitan pertumbuhan kembali terjadi kemudian.
2.	Pertumbuhan penjualan (<i>sales growth rate</i>)	Perusahaan yang tumbuh memiliki pertumbuhan penjualan yang meningkat, perusahaan pada tahap

(Lanjutan)

No.	Variabel	Deskripsi
		<i>maturity</i> memiliki pertumbuhan yang tetap/stagnan, dan perusahaan pada tahap <i>decline</i> , pertumbuhan penjualannya menurun.
3.	Tingkat pembayaran dividen (<i>Dividen payout rate</i>)	Perusahaan pada tahap <i>growth</i> membayar sedikit dividen (konservatif). Sementara pada tahap <i>maturity</i> dan kebangkitan kembali, perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi untuk menghindari berita yang memberikan sinyal kemungkinan perusahaan akan mengalami pertumbuhan yang menurun daripada meningkatkan laba ditahan (Jones, 1996; Bodie <i>et al.</i> , 2009).
4.	<i>Capital investment</i>	Perusahaan pada tahap <i>growth</i> akan memiliki sumberdaya untuk berinvestasi dalam jumlah yang besar.
5.	Arus kas	Perusahaan pada tahap <i>growth</i> memiliki arus kas operasi dan pendanaan positif, serta arus kas negatif pada investasi.
6.	<i>Marketing expenditure</i>	Perusahaan pada tahap <i>growth</i> memiliki pengeluaran untuk pemasaran yang lebih besar.

Sumber: Ramaswamy *et al.*, (2008); Liang dan Lin (2008); Liang *et al.*, (2011)

Siklus hidup perusahaan bergerak siklikal mengikuti tahapan yang ada (*start-up, growth, maturity, dan decline*). Perusahaan pastinya akan mengikuti tahapan tersebut. Pergerakan siklus hidup perusahaan tentu tergantung dari kapasitas perusahaan dalam meningkatkan kinerjanya. Ada faktor yang mempunyai peran cukup penting dalam pergerakan siklus hidup suatu perusahaan, yaitu inovasi, baik itu produk, jasa, teknik, dan aktivitas penciptaan nilai lainnya (Liang dan Lin, 2008). Inovasi membuat perusahaan tetap tumbuh dan berkembang. Hal ini dapat terlihat ketika suatu perusahaan yang berada pada tahap *maturity*, kemudian melakukan inovasi dan pada akhirnya perusahaan kembali kepada tahap pertumbuhan. Inovasi dapat terjadi melalui dukungan pelatihan dan R&D (*Research and Development*) yang dilakukan oleh perusahaan.

2.2.7 Kinerja Perusahaan (*Firm's Performance*)

Kinerja perusahaan merupakan suatu gambaran yang merefleksikan terlaksana dan tercapainya suatu kegiatan/program/kebijakan/dan atau target yang berkaitan dengan tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Kinerja perusahaan dapat diukur baik secara non finansial dan finansial. Secara non finansial, kinerja perusahaan dapat terlihat pada pencapaian yang telah dilakukan atas pemanfaatan sumberdaya non finansial, seperti sumberdaya manusia. Sementara secara finansial, kinerja perusahaan dapat terlihat pada laporan keuangan perusahaan, khususnya pada laporan laba rugi. Sebagaimana yang diketahui bahwa tujuan dari perusahaan adalah memperoleh laba sebanyak-banyaknya. Dengan demikian, ketika perusahaan telah mencapai tujuannya, maka dapat dikatakan bahwa kinerja perusahaan adalah baik.

Kinerja perusahaan yang paling sering dan umum digunakan adalah kinerja keuangan, sebab kinerja keuangan dapat dikuantifikasikan sehingga lebih mudah dalam proses pengukuran. Kinerja keuangan dapat dinilai dengan alat ukur analisis laporan keuangan. Quiry *et al.*, (2005) menyatakan bahwa analisis keuangan adalah alat yang digunakan oleh pemegang saham, manager dan kreditur atau agen pemeringkat dalam menilai apakah perusahaan dapat menciptakan nilai. Analisis laporan keuangan juga digunakan untuk memantau kemajuan dari suatu perusahaan (Brealey *et al.*, 2007). Dengan demikian bahwa melalui analisis laporan keuangan, maka kinerja perusahaan dapat dinilai.

Analisis laporan keuangan mencakup analisis rasio keuangan. Sartono (2000) menjelaskan bahwa analisis rasio keuangan merupakan dasar untuk menilai dan menganalisis prestasi operasi perusahaan. Rasio keuangan bagi manajer dimanfaatkan untuk perencanaan dan mengevaluasi *performance* (kinerja/prestasi) manajemen dikaitkan dengan prestasi rata-rata industri. Sementara bagi investor, analisis rasio keuangan dipergunakan untuk mengvaluasi saham dan obligasi perusahaan serta mengukur jaminan atas keamanan dana yang ditanamkan dalam perusahaan. Analisis rasio keuangan mencakup hubungan antar item-item pada laporan keuangan—neraca dan laporan laba/rugi, (Saragih *et al.*, 2005).

Secara umum, analisis rasio keuangan mencakup:

1. Rasio Likuiditas

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka pendek tepat pada waktunya. Rasio ini mencakup Rasio Kas (*cash ratio*), Rasio Lancar (*current ratio*), dan Rasio Cepat (*quick ratio*).

2. Rasio Leverage

Rasio ini mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai dengan utang. Rasio ini terdiri dari rasio utang terhadap total aset (*Debt to Total Assets Ratio*), rasio laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan beban bunga (*Time Interest Earned Ratio*), rasio antara laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) ditambah pembayaran bunga dengan beban bunga dan pembayaran bunga (*Fixed Charge Coverage*), serta rasio antara aliran kas masuk dengan beban tetap setelah ditambah dengan dividen dan pembayaran angsuran utang atas dasar sebelum pajak (*Cash Flow Coverage*).

3. Rasio Aktivitas (*efficiency/turnover/asset management*)

Yaitu rasio yang mengukur sejauh mana efektivitas perusahaan dalam menggunakan sumberdayanya. Rasio ini terdiri dari *Inventory Turnover Ratio*, *Days Sales Outstanding*, *Fixed Asset Turnover*, Serta *Total Asset Turnover*.

4. Rasio Profitabilitas

Merupakan rasio yang mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi. Rasio ini mencakup *Gross Profit Margin*, *Net Profit Margin*, *Return On Investment (ROI)*/ *Return On Assets (ROA)*, *Return On Net Worth (return on stockholders)*/ *Return On Equity (ROE)*.

5. Rasio Pertumbuhan

Rasio ini mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam mempertahankan posisinya di dalam industri dan dalam perkembangan ekonomi secara umum. Rasio ini meliputi ukuran: penjualan, laba setelah pajak, laba per lembar saham, dividen per lembar saham, dan harga pasar per lembar saham.

6. Rasio Penilaian

Rasio ini merupakan rasio yang mencerminkan kombinasi pengaruh rasio risiko (*risk ratio*) dan rasio pengembalian (*return ratio*). Rasio ini juga juga dinamakan *Market-Value Ratios*, yaitu rasio penilaian investor terhadap

perusahaan pada pasar modal. Rasio ini mencakup PER (*price earning ratio*), *Dividend Yield*, dan DPR (*Dividend Payout Ratio*).

Analisis rasio keuangan memiliki beberapa keterbatasan, yaitu:

1. Rasio keuangan didasarkan atas data laporan keuangan akuntansi sehingga perlu dipertimbangkan atas dasar apakah data tersebut dikembangkan.
2. Perbandingan dengan data-data atau standar industri tidak menjamin bahwa prestasi perusahaan telah memuaskan dan beroperasi (dikelola) dengan baik.
3. Apabila terdapat penyimpangan antara rasio yang telah dicapai oleh perusahaan dengan rasio rata-rata atau standar industri, maka perlu dipertanyakan lebih jauh faktor yang menyebabkan penyimpangan tersebut. Hal ini disebabkan karena tidak jarang sistem akuntansi yang dipergunakan dalam industri tersebut berbeda antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya.
4. Pemilihan metode penilaian persediaan memberikan dampak yang besar terhadap tingkat profitabilitas perusahaan.

Pada penelitian ini yang berjudul “Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan Berdasarkan Siklus Hidup (Studi Pada Perusahaan Manufaktur, IT dan Multimedia yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2010)”, maka menggunakan analisis rasio keuangan untuk mengukur variabel dependen, yaitu kinerja keuangan. Rasio yang digunakan adalah rasio profitabilitas, yakni ROA sebagai variabel dependen, serta Rasio Leverage sebagai salah satu variabel kontrol. Dalam mengkategorikan siklus hidup perusahaan, penulis juga menggunakan analisis rasio keuangan, yaitu *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan rasio pertumbuhan (ukuran penjualan).

BAB 3

METODE PENELITIAN

Metode mengacu pada teknik dan prosedur yang digunakan untuk mendapatkan dan menganalisis data (Saunders *et al.*, 2009). Metode penelitian berarti teknik dan prosedur yang digunakan dalam penelitian untuk mendapatkan dan menganalisis data.

3.1 Pendekatan Penelitian

Pendekatan atau paradigma merupakan seperangkat asumsi, keyakinan, model dan teknik yang terintegrasi dalam rangka pengumpulan dan analisis data. Penelitian ini menggunakan pendekatan positivist atau kuantitatif dengan asumsi bahwa realitas sosial terbentuk berdasarkan fakta obyektif dan peneliti bebas nilai sehingga dapat mengukur dan menggunakan statistik untuk menguji teori (Neuman, 2007). Teori yang digunakan dan dilakukan pengujian meliputi struktur kepemilikan (*ownership structure*)—*managerial ownership* dan *institutional ownership concentration*, siklus hidup perusahaan (*firm life cycle*), dan kinerja perusahaan (*firm performance*).

3.2 Jenis Penelitian

Jenis penelitian dapat dilihat dari empat aspek, yaitu dari sisi tujuan, manfaat, dimensi waktu, dan teknik pengumpulan data (Neuman, 2007). Berdasarkan keempat aspek tersebut, berikut adalah uraian dari jenis penelitian ini:

3.2.1 Tujuan

Berdasarkan tujuan, penelitian ini tergolong sebagai penelitian eksplanatif. Penelitian eksplanatif merupakan penelitian yang melakukan pengujian terhadap sebuah prediksi teori atau prinsip (Neuman, 2007) dan juga menguji hubungan antar variabel. Penelitian ini mencoba menjelaskan pola hubungan antara variabel independen, yaitu struktur kepemilikan perusahaan (*managerial ownership* dan *institutional ownership concentration*) dengan variabel dependen, yaitu kinerja perusahaan.

Pengujian hubungan tersebut dengan menggunakan batasan yang terdiri dari beberapa variabel, yaitu ukuran perusahaan (*firm size*), rasio utang (*leverage*), tingkat pengeluaran penelitian (*research expenditure rate*), pengeluaran untuk pemasaran (*marketing expenditure*), serta tingkat pertumbuhan aset (*asset growth rate*).

3.2.2 Manfaat

Penelitian ini termasuk ke dalam penelitian murni. Saunders *et al.*, (2009) menyatakan bahwa penelitian dasar atau fundamental atau murni bertujuan untuk memperluas pengetahuan, menghasilkan prinsip umum, dan menemukan signifikansi atau nilai bagi masyarakat secara umum. Penelitian murni umumnya dilakukan dalam konteks agenda akademis. Penelitian ini dimaksudkan untuk mengembangkan ilmu pengetahuan, khususnya terkait dengan kajian tentang hubungan *corporate governance* (struktur kepemilikan) dengan kinerja perusahaan serta sebagai salah satu syarat dalam penyelesaian studi program sarjana.

3.2.3 Dimensi Waktu

Berdasarkan dimensi waktu, penelitian ini termasuk dalam penelitian *pooled data*—data observasi *time series* dan *cross-sectional*. Gujarati (2004) menyatakan bahwa data panel adalah data yang menggabungkan antara data kerat lintang atau *cross section* dan data deret waktu atau *time series*. Menurut Nachrowi dan Usman (2006), untuk mengestimasi parameter model dengan data panel, maka dapat digunakan beberapa teknik, yaitu *Pooled Least Square (PLS)*, *Fixed Effect Model (FEM)*, dan *Random Effect Model (REM)*.

Pada penelitian ini diuji variabel independen struktur kepemilikan perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan IAROA (*industry adjusted ROA*) selama periode tahun 2005-2010 (6 tahun). Pemilihan waktu periode 2005-2010 didasarkan pada periode setelah krisis keuangan yang terjadi pada tahun 1997-1999. Hady (2005) menyatakan bahwa krisis keuangan Asia tahun 1997 berimbas pada ekonomi Indonesia. Fakta dan data menunjukkan bahwa sejak krisis ekonomi moneter 1997-2004, Indonesia merupakan negara yang belum dapat keluar dari krisis ekonomi. Pemilihan periode penelitian tersebut dilakukan untuk menyesuaikan dengan periode penelitian yang dilakukan

oleh Liang *et al.*, (2011). Berkaitan dengan data panel, Hsiao (2003) dan Klevmarken (1989) dalam Baltagi (2005) mengemukakan beberapa kelebihan data panel, yaitu:

1. Pengontrolan terhadap heterogenitas individual (*controlling for individual heterogeneity*). Data panel memberikan masukan bahwa individu, perusahaan, kota, atau negara adalah bersifat heterogen. Studi *time series* dan *cross-section* yang tidak mengontrol heterogenitas ini menanggung risiko perolehan hasil yang bias. Metode estimasi data panel dapat memanfaatkan heterogenitas tersebut berdasarkan variabel yang spesifik.
2. Data panel memberikan lebih banyak data yang informatif, lebih variabilitas/banyak variabel, lebih sedikit kolinieritas di antara variabel, lebih banyak derajat kebebasan (*degree of freedom*) dan lebih efisien.
3. Data panel dapat lebih baik untuk mempelajari penyesuaian yang bersifat dinamik. Data panel juga penting untuk mengestimasi hubungan intertemporal, siklus hidup dan model *intergenerational*.
4. Data panel dapat lebih baik dalam mengidentifikasi dan mengukur pengaruh yang secara sederhana tidak dapat terdeteksi oleh data murni *cross-section* dan *time-series*.
5. Model data panel memperbolehkan untuk mengkonstruksi dan menguji model perilaku yang lebih kompleks dibandingkan data *cross-section* dan *time-series*.
6. Data panel mikro yang terkumpul pada individu, perusahaan dan rumah tangga bisa lebih akurat diukur dibandingkan variabel yang sama diukur pada level makro. Bias yang dihasilkan dari agregasi antar perusahaan atau individu dapat dikurangi atau dihilangkan.

Baltagi (2005) juga mengemukakan bahwa data panel memiliki keterbatasan, seperti (1) permasalahan rancangan dan kumpulan data, (2) distorsi kesalahan pengukuran, (3) permasalahan selektivitas/pemilihan, (4) dimensi deret waktu yang pendek (*short time-series dimension*), serta dependensi *cross-section*.

Penelitian Liang *et al.*, (2011) menggunakan *unbalanced panel*. *Unbalanced panel* merupakan data panel yang jumlah *time series* antar *cross-section*-nya berbeda. Perbedaan tersebut muncul karena ada beberapa data yang hilang atau

tidak lengkap. *Unbalanced panel* juga digunakan dalam penelitian ini. Hal ini mengingat observasi yang dilakukan tiap tahun dimana masing-masing perusahaan akan memiliki siklus hidup yang berbeda. Dengan kata lain yang menjadi acuan adalah data tahun perusahaan.

3.2.4 Teknik Pengumpulan Data

Berdasarkan teknik pengumpulan data, penelitian ini termasuk ke dalam teknik pengumpulan data kuantitatif, yaitu *existing statistics* (Neuman, 2007) berupa laporan keuangan perusahaan. Selain itu, penelitian ini menggunakan dua studi dalam pengumpulan data, yaitu melalui studi kepustakaan dan studi lapangan.

a. Studi Kepustakaan

Studi kepustakaan mencakup pengumpulan informasi dari sejumlah literatur yang ada hubungannya dengan mekanisme *corporate governance*, khususnya yang terkait dengan struktur kepemilikan perusahaan, siklus hidup perusahaan, dan kinerja perusahaan. Studi kepustakaan diperoleh dari buku, jurnal, karya akademis, artikel ilmiah, maupun situs yang berhubungan dengan penelitian. Dari literatur ini, penulis dapat menggunakan metode atau konsep yang digunakan untuk membantu dalam mengolah data.

b. Studi Lapangan

Studi lapangan dilakukan dengan mengadakan penelitian lapangan yang berupa pengumpulan data sekunder. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini adalah data laporan keuangan yang diperoleh dari situs Bursa Efek Indonesia (BEI), yaitu www.idx.co.id, *Bloomberg* Bapepam-LK (Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan) serta dilengkapi dengan data dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

3.3 Pengolahan Data

Pengolahan data dalam penelitian ini dilakukan dengan beberapa *software* yaitu:

1. Microsoft Excel 2007 yang digunakan untuk input data dan penghitungan variabel, serta merapikan tampilan agar sesuai dengan tampilan untuk oleh data pada software Eviews.

2. SPSS versi 17.0 untuk pengujian normalitas data.
3. Eviews 6.0 yang digunakan untuk menghasilkan analisis regresi data panel.

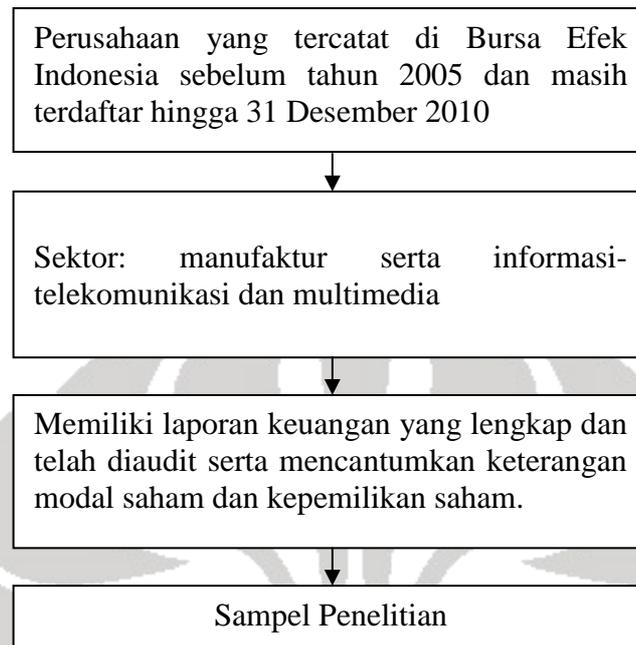
3.4 Populasi dan Sampel

Levine *et al.*, (2006) menyatakan bahwa populasi adalah keseluruhan anggota dari suatu kelompok yang akan digambarkan kesimpulannya, sedangkan sampel adalah bagian dari populasi yang dipilih untuk dianalisis. Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2005-2010. Sementara sampel dipilih dengan menggunakan teknik non probabilitas, yaitu *purposive sampling*. Saunders *et al.*, (2009) menyatakan bahwa *purposive* atau *judgemental sampling* memperbolehkan penggunaan penilaian peneliti dalam pemilihan sampel guna menjawab pertanyaan penelitian dan juga menyesuaikan dengan tujuan penelitian yang akan dicapai. *Purposive sampling* dilakukan dengan menggunakan kriteria tertentu dalam pemilihan sampel (Neuman, 2007).

Melalui teknik *purposive sampling*, maka sampel yang diambil adalah perusahaan yang memiliki kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebelum tahun 2005 dan hingga akhir tahun 2010 juga masih terdaftar.
2. Perusahaan bergerak pada sektor manufaktur serta informasi-telekomunikasi dan multimedia. Perusahaan melaporkan laporan keuangan secara berturut-turut dalam periode 2004-2010.
3. Laporan tahunan dan laporan keuangan mencantumkan keterangan modal saham dan kepemilikan saham.

Dengan demikian yang menjadi unit analisis dari penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2010 sedangkan unit observasinya adalah perusahaan yang bergerak pada sektor manufaktur serta informasi-telekomunikasi dan multimedia. Pemilihan sampel dapat secara ringkas dilihat pada Gambar 3.1.



Gambar 3.1 Alur Proses Penentuan Sampel

3.5 Variabel dan Model Penelitian

3.5.1 Variabel Penelitian

Terdapat 3 jenis variabel dalam penelitian ini, yaitu variabel dependen (terikat), variabel independen (bebas), dan variabel kontrol. Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel independen, sedangkan variabel independen adalah variabel yang menjelaskan atau mempengaruhi variabel lain (dependen). Sementara itu, variabel kontrol adalah variabel yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga pengaruh variabel independen terhadap dependen tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti (Sugiyono, 2002). Berikut ini masing-masing variabel dari penelitian ini:

1. Variabel Independen

Variabel independen pada penelitian ini adalah variabel kepemilikan perusahaan yang terdiri dari:

- a. *Insider ownership* (kepemilikan orang dalam), yaitu fraksi saham yang dipegang/dimiliki oleh orang dalam perusahaan.
- b. *Board and manager ownership* (kepemilikan dewan dan manajer), yaitu fraksi saham yang dipegang/dimiliki oleh kelompok yang mengelola

perusahaan, seperti dewan dan manajer dengan persentase lebih kecil dari 5%.

- c. *Blockholder ownership* (kepemilikan *blockholder*), yaitu fraksi saham yang dipegang/dimiliki oleh *blockholders*. Berdasarkan literatur dari Abor dan Biekpe (2006) yang menyatakan bahwa pemegang blok saham adalah pemegang saham yang memegang minimal lima persen (5%) dari seluruh modal atau perusahaan
- d. *Institutional ownership concentration* (konsentrasi kepemilikan institusi), yaitu fraksi saham yang dipegang/dimiliki oleh investor institusi. Konsentrasi kepemilikan dihitung dengan menggunakan Herfindahl Index, yaitu jumlah kuadrat dari kepemilikan saham, $H = \sum_{i=1}^N P_i^2$, di mana P_i adalah persentase saham yang dipegang oleh pemegang saham institusi i (Mínguez-Vera dan Martín-Ugedo, 2007).
- e. *Pressure-insensitive institutional investors ownership*, yaitu fraksi saham yang dipegang/dimiliki oleh investor asing, perusahaan investasi, *endowment funds*, yayasan, *hedge funds*, *investor advisors*, dana pensiun, *private equity firms*, *venture capital firms*, *brokerage firms*, perusahaan riset, dan reksadana.
- f. *Pressure-sensitive institutional investors ownership*, yaitu fraksi saham yang dipegang/dimiliki oleh bank dan *trust*, perusahaan induk dan group, perusahaan asuransi, dan perusahaan non keuangan yang memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan.

2. Variabel dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan. Penelitian terdahulu menggunakan Tobin's Q dan ROA sebagai ukuran kinerja perusahaan. Menurut Liang *et al.*, (2011) penggunaan Tobin's Q dan ROA sebagai ukuran kinerja perusahaan memiliki beberapa kekurangan. Tingkat laba secara absolut bisa tidak akurat dalam mengukur kinerja perusahaan pada perusahaan-perusahaan di negara yang sedang berkembang di mana standar akuntansi tidak diterapkan dengan baik (Wiwattanakantang, 2001). Meskipun demikian, ROA dapat digunakan sebagai ukuran kinerja keuangan perusahaan sebab ROA berfokus pada kinerja yang terbaru/baru terjadi. Sementara itu

penggunaan Tobin's Q sebenarnya merefleksikan peluang pertumbuhan atau umumnya lebih digunakan sebagai ekspektasi prospek perusahaan di masa depan dan regresi Tobin's Q pada kepemilikan lebih mudah terkena permasalahan endogenitas (Cornett *et al.*, 2007). Dengan demikian penelitian ini kemudian menggunakan *industry-adjusted ROA* (IAROA) sebagai proksi kinerja perusahaan. IAROA didefinisikan sebagai ROA perusahaan dikurangi dengan rata-rata ROA perusahaan dalam industri yang sama. Penggunaan IAROA mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Liang *et al.*, (2011).

Berikut ini adalah model perhitungan ROA dan IAROA:

- a. *Return on Total Assets* (ROA) adalah rasio antara laba setelah pajak dengan total aktiva (Sartono, 2000). ROA mengukur tingkat keuntungan yang dihasilkan dari investasi total.

$$ROA = \frac{EAT(\text{earning after tax})}{\text{Total Asset}}$$

- b. IAROA adalah perbandingan selisih antara ROA perusahaan dengan ROA rata-rata perusahaan pada industri yang sama (Liang *et al.*, 2011).

$$IAROA = ROA_i - \frac{\text{Total ROA Perusahaan dalam Industri X}}{n}$$

di mana: ROA_i = ROA perusahaan i
 n = Jumlah perusahaan dalam suatu industri

3. Variabel kontrol

Variabel kontrol merupakan variabel yang menunjukkan karakteristik masing-masing perusahaan yang digunakan dalam model persamaan. Variabel kontrol adalah variabel yang faktornya dikontrol untuk menetralkan pengaruhnya yang dapat mengganggu hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

a. *Firm size* (ukuran perusahaan)

Firm size mampu menjelaskan secara signifikan distribusi kontrol di berbagai tipe kepemilikan perusahaan (Claessens *et al.*, 1999). Besar ukuran perusahaan dapat dinyatakan dalam bentuk total aset, penjualan, dan kapitalisasi pasar (Ardi, 2007, dalam Arviza, 2011). Semakin besar aset, penjualan, dan kapitalisasi pasar dari perusahaan, maka dapat dikatakan semakin besar pula ukuran perusahaan. Ketiga variabel dapat digunakan untuk mengukur ukuran perusahaan. Dari ketiga variabel ini, nilai aset merupakan nilai yang relatif paling stabil, sehingga paling sering dijadikan sebagai acuan untuk menentukan ukuran perusahaan.

Firm size didefinisikan sebagai ukuran perusahaan yang dihitung berdasarkan logaritma natural dari total aset.

$$Firm\ size = \ln(\text{total assets})$$

Sumber: Liang *et al.*, (2011)

b. *Leverage*

Rasio *leverage* digunakan untuk mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai dengan utang. Kreditur akan melihat proporsi modal sendiri untuk menentukan *margin of safety*. Tetapi bagi pemilik perusahaan, pemenuhan kebutuhan dana dengan menarik utang akan memberikan manfaat (a) kontrol perusahaan tidak berkurang dan (b) jika perusahaan memperoleh tingkat keuntungan yang jauh lebih besar daripada bunga yang harus dibayarkan kepada kreditur, maka pemilik perusahaan akan memperoleh manfaat yang besar. Pengukuran rasio *leverage* terkait juga dengan teori *agency cost* yang mendasari penelitian mengenai struktur kepemilikan perusahaan. Perusahaan dengan *leverage* tinggi, cenderung dapat mengurangi *agency cost*. *Leverage* dapat diukur dengan membandingkan total utang dengan total modal sendiri atau disebut *Debt to Equity Ratio* (DTR).

$$Leverage = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Modal Sendiri}}$$

Sumber: Sartono (2000); Liang *et al.*, (2011)

c. *Research expenditure rate* (tingkat pengeluaran untuk penelitian)

Siklus hidup perusahaan bergerak siklikal mengikuti tahapan yang ada (*start-up, growth, maturity, dan decline*). Perusahaan pastinya akan mengikuti tahapan tersebut. Pergerakan siklus hidup perusahaan tentu tergantung dari kapasitas perusahaan dalam meningkatkan kinerjanya. Ada faktor yang mempunyai peran cukup penting dalam pergerakan siklus hidup suatu perusahaan, yaitu inovasi, baik itu produk, jasa, teknik, dan aktivitas penciptaan nilai lainnya (Liang dan Lin, 2008). Inovasi membuat perusahaan tetap tumbuh dan berkembang. Hal ini dapat terlihat ketika suatu perusahaan yang berada pada tahap *maturity*, kemudian melakukan inovasi dan pada akhirnya perusahaan kembali kepada tahap pertumbuhan. Inovasi dapat terjadi melalui dukungan pelatihan dan R&D (*Research and Development*) yang dilakukan oleh perusahaan. Kieso *et al.*, (2008) menyebutkan bahwa:

Research and development (R&D) costs are not in themselves intangible assets. ..., research and development activities frequently result in the development of something that a company patents or copyrights (such as a new product, process, idea, formula, composition, or literary work).

R&D berkaitan dengan upaya peningkatan kapasitas suatu perusahaan. Hal ini erat hubungannya dengan inovasi di mana dengan inovasi perusahaan dapat memiliki keunggulan bersaing sehingga proses siklus hidup (*firm life cycle*) bergerak secara dinamis. Inovasi juga memungkinkan perusahaan untuk mencapai target pertumbuhan yang tinggi. *Research expenditure rate* diukur dengan membandingkan pengeluaran penelitian dengan total penjualan.

$$\text{Research expenditure rate} = \frac{\text{Research expenditure}}{\text{Total Sales}}$$

Sumber: Liang *et al.*, (2011)

d. *Marketing expenditure rate* (tingkat pengeluaran untuk pemasaran)

Sama halnya dengan *research expenditure rate*, *marketing expenditure rate* juga berkaitan dengan siklus hidup perusahaan, terutama pada daur hidup produk

yang dihasilkan oleh perusahaan. Daur hidup produk menunjukkan bagaimana posisi suatu perusahaan di pasar. Mulyadi (1990) menyebutkan biaya-biaya yang termasuk ke dalam biaya pemasaran di antaranya biaya promosi, biaya angkutan dari gudang perusahaan ke gudang pembeli, gaji karyawan bagian-bagian yang melakukan kegiatan pemasaran, biaya contoh (*sample*). Sementara itu Hansen dan Mowen (2006) menyebut biaya pemasaran juga sebagai biaya penjualan. Biaya tersebut mencakup biaya komisi penjualan, iklan, biaya pergudangan, biaya pengiriman, dan biaya layanan jasa ke *customer*. *Marketing expenditure rate* diukur dengan membandingkan pengeluaran untuk pemasaran dengan total penjualan.

$$\text{Marketing expenditure rate} = \frac{\text{Marketing expenditure}}{\text{Total Sales}}$$

Sumber: Liang *et al.*, (2011)

e. *Asset growth rate* (tingkat pertumbuhan aset)

Asset growth rate menunjukkan seberapa besar aset perusahaan tumbuh mengikuti siklus hidup dari perusahaan. Ketika perusahaan berada pada fase pertumbuhan, maka aset perusahaan cenderung meningkat, sementara pada fase *maturity*, aset perusahaan cenderung telah stabil

$$\text{Asset growth rate} = \frac{\text{Asset Growth}}{\text{Current Net Assets}}$$

Sumber: Liang *et al.*, (2011)

Secara keseluruhan, baik variabel independen, dependen, dan kontrol dapat ditunjukkan pada Tabel 3.1.

Tabel 3.1 Variabel Penelitian

Variabel	Simbol	Deskripsi Variabel
Variabel Dependen		
Kinerja Perusahaan	ROA	<i>Return on asset</i>
Kinerja Perusahaan	IAROA	<i>Industry-adjusted return on asset</i>
Variabel Kepemilikan		
Insider ownership	INSID	Fraksi saham yang dipegang/dimiliki oleh orang dalam perusahaan

(Lanjutan)

Variabel	Simbol	Deskripsi Variabel
Board and manager ownership	BMO	Fraksi saham yang dipegang/dimiliki oleh kelompok yang mengelola perusahaan, seperti dewan dan manajer dibawah 5%.
Block holder ownership	BLOCK	Fraksi saham yang dipegang/dimiliki oleh <i>blockholders</i> dengan kepemilikan minimal 5%
Institutional ownership Concentration	INS	Herfindahl index dari fraksi saham yang dipegang/dimiliki oleh investor institusi
Pressure-insensitive institutional investors ownership	INSPRI	Fraksi saham yang dipegang/dimiliki oleh investor asing, perusahaan investasi, <i>endowment funds</i> , yayasan, <i>hedge funds</i> , penasihat investasi, dana pensiun
Pressure-sensitive institutional investors ownership	INSPRS	Fraksi saham yang dipegang/dimiliki oleh bank, <i>holding companies/group</i> , perusahaan asuransi, <i>trust</i> , perusahaan-perusahaan lain yang memiliki hubungan bisnis, seperti penjualan, jasa <i>supply</i> , utang, dan lain sebagainya
Variabel Kontrol		
Firm size	NLA	Logaritma natural asset
Leverage	LER	Rasio utang terhadap ekuitas
Research expenditures rate	RD	<i>R&D expenditure</i> terhadap total penjualan
Marketing expenditure rate	ME	<i>Marketing expenditure</i> terhadap total penjualan
Asset growth rate	AG	Pertumbuhan asset dibagi dengan <i>current net asset</i>

Sumber: Liang *et al.*, (2011)

Selain variabel independen, dependen, dan kontrol, penelitian ini menggunakan beberapa variabel untuk mengukur siklus hidup perusahaan (*firm life cycle*). Variabel pengukur siklus hidup perusahaan ditunjukkan pada Tabel 3.2. Pada Tabel 3.2, masing-masing tahap siklus hidup dikategorikan: 0 tahap pertumbuhan; 1 tahap dewasa (*maturity*); dan 2 tahap stagnasi. Dari kategori tersebut kemudian akan dilakukan *scoring* secara keseluruhan sehingga membentuk *range*. Range digunakan untuk mengkategorikan sampel ke dalam tiga tahap siklus hidup. Skor keseluruhan untuk masing-masing tahap siklus hidup adalah tahap pertumbuhan (0 – 3), tahap dewasa/*maturity* (4 – 6), dan tahap stagnasi (7 – 10).

Berikut ini variabel untuk mengukur siklus hidup perusahaan:

Tabel 3.2 Deskripsi Variabel dan Pengukuran Tahap Siklus Hidup

No.	Variabel	Deskripsi	Pengukuran	Skor
1.	Years of firm life (YL)	Tahap pertumbuhan terjadi di awal pada siklus hidup	Perbedaan antara <i>current year</i> dan tahun di mana bisnis didirikan	2 if in top 33% 1 if in middle 33% 0 if in bottom 34%
2.	Sales growth rate (SG)	Perusahaan yang tumbuh biasanya memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang lebih tinggi	Tingkat pertumbuhan penerimaan penjualan bersih	0 if in top 33% 1 if in middle 33% 2 if in bottom 34%
3.	Dividen payout ratio (DP)	Perusahaan yang tumbuh akan menerapkan kebijakan dividen konservatif untuk mempertahankan dananya	Dividen kas saham dibagi dengan laba akuntansi sebelum <i>extraordinary item</i> per saham/EPS	2 if in top 33% 1 if in middle 33% 0 if in bottom 34%
4.	Capital expenditure rate (CE)	Perusahaan yang tumbuh akan berinvestasi lebih tinggi pada pengeluaran modal	Pengeluaran modal dibagi dengan asset bersih	0 if in top 33% 1 if in middle 33% 2 if in bottom 34%
5.	Marketing expenditure rate (ME)	Perusahaan yang tumbuh akan berinvestasi lebih tinggi pada pengeluaran untuk pemasaran	Beban pemasaran dibagi dengan penerimaan penjualan bersih	0 if in top 33% 1 if in middle 33% 2 if in bottom 34%

Sumber: Ramaswamy *et al.*, (2008); Liang dan Lin (2008); Liang *et al.*, (2011)

3.5.2 Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan model *multiple regression* (regresi berganda) dengan metode *Generalized Least Square* (GLS) yang menggunakan data panel untuk mengetahui apakah ada pengaruh variabel independen (*insider ownership, board and manager ownership, blockholder ownership, institutional ownership concentration, pressure-insensitive institutional investors ownership, pressure-sensitive institutional investors ownership*) terhadap variabel dependen kinerja perusahaan (IAROA).

Adapun estimasi model yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui apakah struktur kepemilikan mempengaruhi kinerja perusahaan secara signifikan. Estimasi model yang digunakan adalah:

Model 1

$$\begin{aligned} \text{Performance} = & \beta_0 + \beta_1(\text{INSID}) + \beta_2(\text{INSID})^2 + \beta_3(\text{INS}) + \beta_4(\text{NLA}) \\ & + \beta_5(\text{LER}) + \beta_6(\text{RD}) + \beta_7(\text{ME}) + \beta_8(\text{AG}) \\ & + \varepsilon \end{aligned}$$

Sumber: Liang *et al.*, (2011)

Model 1 digunakan untuk mengukur pengaruh struktur kepemilikan (*insider ownership* dan *institutional ownership concentration*) terhadap kinerja keuangan dengan variabel kontrol meliputi *size*, *leverage*, *R&D expenditure*, *marketing expenditure*, serta *asset growth*. Pada model terdapat INSID2 yang dimaksudkan untuk menguji apakah terdapat potensi hubungan yang linear antara kepemilikan orang dalam terhadap kinerja perusahaan sebagaimana penelitian terdahulu.

Model 1a

Model 1a untuk menguji interaksi antara kepemilikan orang dalam dengan siklus hidup. Pada model ini diuji pada tahap siklus hidup manakah, kepemilikan orang dalam berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, model 1a merupakan model 1, namun terdapat penambahan variabel interaksi antar *insider ownership* dan siklus hidup ($\text{INSID} * \text{cycle}$).

$$\begin{aligned} \text{Performance} = & \beta_0 + \beta_1(\text{INSID}) + \beta_2(\text{INSID})^2 \\ & + \beta_3(\text{INSID}) * (\text{Cycle}_k) + \beta_4(\text{INS}) + \beta_5(\text{NLA}) \\ & + \beta_6(\text{LER}) + \beta_7(\text{RD}) + \beta_8(\text{ME}) + \beta_9(\text{AG}) + \varepsilon \end{aligned}$$

Cycle dummies: Cycle_k $k = 1, 2, 3$

$\text{Cycle}_1 = 1$, for growth stage, otherwise $\text{Cycle}_1 = 0$

$\text{Cycle}_2 = 1$, for mature stage, otherwise $\text{Cycle}_2 = 0$.

$\text{Cycle}_3 = 1$, for stagnant stage, otherwise $\text{Cycle}_2 = 0$.

Sumber: Liang *et al.*, (2011)

Model 1b

Model 1b juga merupakan model untuk melihat hubungan non linear antara kepemilikan orang dalam terhadap kinerja perusahaan. Perbedaan model 1 dengan model 1b adalah adanya penggunaan range kepemilikan. Range kepemilikan dibuat untuk melihat sejauh mana sifat hubungan kepemilikan orang dalam terkait besaran persentase kepemilikan. Model 1b juga dimaksudkan untuk melakukan pengujian hipotesis *convergence of interest* dan *entrenchment effect*. Model 1b mengadopsi dari persamaan yang digunakan oleh Morck *et al.*, (1988):

$$\begin{aligned} \text{Performance} = & \beta_0 + \beta_1(\text{INSID0to5}) + \beta_2(\text{INSID5to25}) + \beta_3(\text{INSID_over25}) \\ & + \beta_4(\text{INS}) + \beta_5(\text{NLA}) + \beta_6(\text{LER}) + \beta_7(\text{RD}) + \beta_8(\text{ME}) + \beta_9(\text{AG}) \\ & + \varepsilon \end{aligned}$$

2. Untuk mengetahui apakah struktur kepemilikan (dengan melakukan pemecahan pada variabel struktur kepemilikan) mempengaruhi kinerja perusahaan secara signifikan. Estimasi model yang digunakan adalah:

Model 2

$$\begin{aligned} \text{Performance} = & \beta_0 + \beta_1(\text{BMO}) + \beta_2(\text{BLOCK}) + \beta_3(\text{INSPRI}) + \beta_4(\text{INSPRS}) \\ & + \beta_5(\text{NLA}) + \beta_6(\text{LER}) + \beta_7(\text{RD}) + \beta_8(\text{ME}) + \beta_9(\text{AG}) + \varepsilon \end{aligned}$$

Sumber: Liang *et al.*, (2011)

Model 2 melihat bagaimana hubungan dari pemecahan kepemilikan, baik *insider* maupun *institutional* terhadap kinerja perusahaan. Penggunaan pemecahan kepemilikan dimaksudkan untuk melihat apakah ada perbedaan hasil, terutama pada tipe kepemilikan *institutional* sebagaimana dalam teori terkait hubungan yang terjalin di antara investor dengan perusahaan.

3.6 Hipotesis Penelitian

Penelitian-penelitian sebelumnya terkait dengan struktur kepemilikan (*insider ownership* dan *institutional ownership concentration*) oleh Sari (2004), Adams dan Santos (2006), Cornett *et al.*, (2007), Perrini *et al.*, (2008), Drakos dan Bekiris (2010), Fazlzadeh *et al.*, (2011), serta Liang *et al.*, (2011) menunjukkan

bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Penelitian tersebut umumnya masih belum menghubungkan dengan siklus hidup perusahaan, kecuali Liang *et al.*, (2011).

Model siklus hidup menyatakan bahwa perusahaan bergerak mengikuti suatu pola tahapan siklus hidup sepanjang waktu. Pada penelitian ini berfokus tiga tahap siklus hidup perusahaan, yaitu *growth*, *maturity*, dan *stagnation*. Penelitian ini menggunakan acuan utama dari Liang *et al.*, (2011) serta kerangka teoritis dan uraian mengenai struktur kepemilikan, kinerja perusahaan, dan siklus hidup perusahaan dari beberapa literatur. Maka dari itu dilakukan pengujian terhadap 2 hipotesis. Berikut adalah hipotesis dalam penelitian ini:

Hipotesis 1

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan manajerial, seperti Morck *et al.*, (1988), McConnell dan Servaes (1990), Hermalin dan Weisbach (1991), Holderness *et al.*, (1999), Adams dan Santos (2006), serta Drakos dan Bekiris (2010) secara positif mempengaruhi kinerja perusahaan hanya pada titik tertentu, setelah itu ketika ada tambahan kepemilikan, secara aktual kinerja perusahaan berkurang. Roche (2008) dalam penelitiannya menemukan bukti bahwa fungsi kriteria pemilihan dewan dan direktur berubah antar fase siklus hidup. Karakteristik industri, ukuran organisasi dan struktur kepemilikan mempengaruhi kriteria pemilihan dewan. Sementara itu, McConnell dan Servaes (1990), Sari (2004), Cornet *et al.*, (2007), serta Fazlzadeh *et al.*, (2011) menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Selain itu, konsentrasi kepemilikan institusi memiliki pengaruh negatif dan signifikan (Sari 2004; Fazlzadeh *et al.*, 2011).

Perusahaan pada tahap dewasa (*maturity*) telah secara penuh dikembangkan pasar dan produknya, sehingga umumnya pada tahap ini pertumbuhan penjualan moderat. Kepemilikan saham investor institusional umumnya lebih tinggi pada tahap dewasa (*maturity*). Ini terbukti dengan rasio pembayaran dividen yang tidak lagi konservatif. Perbedaan tahapan siklus hidup melibatkan perubahan-perubahan yang cocok/sesuai pada manajemen perusahaan. Sebagai contoh, pada tahap pertumbuhan (*growth*), investasi mulai dilakukan, selanjutnya strategi-strategi secara konstan berubah. Pada tahap *growth*, perusahaan sedang melakukan

investasi sehingga secara otomatis diperlukan peran manajemen perusahaan yang signifikan. Peran yang signifikan tersebut dapat terjadi ketika manajemen memiliki sebagian kepemilikan saham perusahaan. Hal ini karena, jika manajemen perusahaan memiliki sebagian saham perusahaan, maka manajemen akan memaksimalkan nilai pemegang saham, termasuk dirinya sehingga akan sejalan dengan hipotesis *convergence-of-interest*. Sementara itu, dalam hal *corporate governance*, pada tahap *growth* fungsi monitoring masih rendah, dan cenderung yang menjadi fokus adalah strategi melalui sumberdaya perusahaan. Sebaliknya, pada tahap *mature* dan *stagnant*, fungsi *corporate governance* dalam monitoring cenderung tinggi (Filatochev *et al.*, 2006).

H₀ : Tidak terdapat pengaruh struktur kepemilikan (*insider ownership* dan *institutional ownership*/kepemilikan institusional) terhadap kinerja perusahaan di antara perusahaan-perusahaan dalam tahap pertumbuhan, *maturity*, ataupun *stagnation* secara signifikan.

H₁ : Terdapat pengaruh struktur kepemilikan (*insider ownership* dan *institutional ownership*/kepemilikan institusional) terhadap kinerja perusahaan di antara perusahaan-perusahaan dalam tahap pertumbuhan, *maturity*, ataupun *stagnation* secara signifikan.

Hipotesis 2

Penelitian terdahulu menunjukkan *insider ownership* dan *institutional ownership* berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan. Pada hipotesis ini mengacu pada hipotesis 1, namun dilakukan pemecahan spesifikasi dari *insiders ownership* dan *institutional ownership*.

H₀ : Tidak terdapat pengaruh dari pemecahan spesifikasi kepemilikan (*board and manager ownership*, *blockholder ownership*, *pressure-sensitive institutional ownership*, serta *pressure-insensitive institutional ownership*) terhadap kinerja perusahaan untuk semua siklus hidup perusahaan secara signifikan.

H₁ : Terdapat pengaruh dari pemecahan spesifikasi kepemilikan (*board and manager ownership*, *blockholder ownership*, *pressure-sensitive*

institutional ownership, serta *pressure-insensitive institutional ownership*) terhadap kinerja perusahaan untuk semua siklus hidup perusahaan secara signifikan.

3.7 Teknik Analisis Data

3.7.1 Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk mendapatkan gambaran umum sampel penelitian, yang meliputi *mean*, *median*, *modus*, nilai maksimum, nilai minimum, varians (σ^2), dan standar deviasi (σ) dari tiap variabel dalam model (Siagian, 2006). Hasil analisis data deskriptif ditampilkan ke dalam bentuk tabel dan grafik.

3.7.2 Uji Asumsi Klasik

3.7.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas merupakan uji yang dilakukan untuk melihat apakah data penelitian berasal dari populasi yang sebarannya normal atau tidak. Uji ini perlu dilakukan karena semua perhitungan statistik parametrik memiliki asumsi sebaran yang normal. Untuk melihat normalitas data dilakukan dengan mengamati *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif residual dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Jika residual berasal dari distribusi normal, maka nilai-nilai distribusi data akan terletak di sekitar garis lurus yang merupakan garis dari distribusi normal (Sarwoko, 2005; dalam Wasef 2010). Gujarati (2004) menyatakan bahwa uji normalitas dapat dilakukan dengan beberapa pengujian, yaitu (1) *histogram residuals*, (2) *normal probability plot* (NPP)—*a graphical device*, (3) Kolmogrov-Smirnov, serta (4) uji **Jarque-Bera**—skewness dan kurtosis.

Apabila terjadi kemungkinan data yang digunakan ternyata sebarannya tidak normal maka dapat dilakukan beberapa hal berikut ini (Fitri, 2008; dalam Wasef, 2010):

1. Jika ketidaknormalannya tidak terlalu parah, maka analisis dapat tetap digunakan. Ada beberapa analisis statistik yang dapat bertahan dengan

kondisi ketidaknormalan ini (disebut memiliki sifat *robust*), misalnya F-stat dan t-stat.

2. Menghilangkan nilai-nilai yang ekstrim, baik atas atau bawah. Nilai ekstrim ini disebut *outlier*. Pertama perlu dibuat grafik, dengan sumbu x sebagai frekuensi dan y sebagai semua nilai yang ada dalam data. Dari grafik tersebut akan terlihat nilai mana yang sangat jauh dari kelompoknya. Nilai tersebut yang kemudian perlu dihilangkan dari data, dengan asumsi nilai ini muncul akibat situasi yang tidak biasa. Untuk mendapatkan *outlier* ini dapat digunakan SPSS 17.0 dengan menggunakan *Casewise Diagnostics*.
3. Tindakan lain yang dapat dilakukan adalah dengan mentransformasi data yang akan digunakan ke dalam bentuk yang lain, misalnya dengan transformasi dalam bentuk akar kuadrat dan log 10.

3.7.2.2 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah hubungan linear yang pasti ada di antara beberapa atau seluruh *explanatory variables* (variabel bebas) dari model regresi (Gujarati, 2004). Menurut Nachrowi dan Usman (2006), dalam membuat regresi berganda, variabel bebas yang baik adalah variabel bebas yang mempunyai hubungan dengan variabel terikat, tetapi tidak mempunyai hubungan dengan variabel bebas lainnya. Multikolinearitas dapat diatasi dengan beberapa hal, yaitu (1) melihat informasi sejenis yang ada, (2) mengeluarkan variabel bebas yang kolinear dari model, (3) mentransformasikan variabel, serta (4) mencari data tambahan atau dengan menggunakan data panel karena dengan digabungkannya N (jumlah data *cross-sectional*) dan T (jumlah data *time-series*) maka akan tercipta kombinasi individu yang berbeda-beda. Multikolinearitas dapat dideteksi berdasarkan gejala sebagai berikut (Nachrowi dan Usman, 2006):

- a. Nilai koefisien determinasi R^2 besar, nilai Uji-F yang signifikan, tetapi banyak koefisien regresi dalam Uji-t yang tidak signifikan.
- b. Apabila dalam persamaan regresi nilai *Eigenvalues* mendekati 0.
- c. Koefisien korelasi antar variabel independen mendekati 1. Hal ini dilakukan dengan menggunakan SPSS pada bagian *Colinearity Statistic*, yaitu nilai *Tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Jika *Tolerance* nilainya

mendekati 1 dan VIF nilainya sedikit melebihi 1 maka tidak terdapat multikolinearitas.

Uji multikolinearitas dapat juga dilakukan dengan menggunakan matriks korelasi antar variabel.

3.7.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas terjadi ketika taksiran dalam model regresi yang bersifat BLUE memiliki varian tidak konstan atau berubah-ubah (Nachrowi dan Usman, 2006). Untuk mendeteksi heteroskedastisitas, maka dapat dilakukan dengan berbagai uji formal, yang meliputi (1) Uji **Breusch-Pagan-Godfrey**, (2) Uji **Park**, (3) Uji **Glejser**, (4) **Spearman's Rank Correlation Test**, (5) Uji **Goldfeld-Quandt**, serta (6) Uji **White**. Penelitian ini nantinya menggunakan Uji White melalui program *Eviews* dalam mendeteksi heteroskedastisitas. Menurut, Gujarati (2004), salah satu perlakuan yang dapat dilakukan untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas adalah dengan menggunakan metode GLS karena dapat di *adjusted* dengan *cross section weight*.

3.7.2.4 Uji Autokorelasi

Gujarati (2004) menjelaskan bahwa autokorelasi adalah korelasi antar anggota dari serangkaian observasi baik dalam waktu (data *time-series*) atau ruang (data *cross-sectional*). Dalam menduga parameter dalam regresi berganda, OLS mengasumsikan bahwa *error* merupakan variabel acak yang independen (tidak berkorelasi) agar penduga bersifat BLUE. Untuk mendeteksi autokorelasi, salah satunya dengan melakukan uji Durbin-Watson (DW). Pada uji ini nantinya menghasilkan: (1) jika statistik DW bernilai 2 berarti tidak ada autokorelasi, (2) jika statistik DW bernilai 0 berarti ada autokorelasi positif, dan (3) jika statistik DW bernilai 4 berarti ada autokorelasi negatif (Nachrowi dan Usman, 2006). Berikut ini aturan membandingkan Uji Durbin-Watson (DW Stat) dengan Tabel Durbin-Watson.

Tabel 3.3 Aturan Membandingkan DW-stat dengan Tabel DW

Autokorelasi Positif	Tidak tahu	Tidak ada autokorelasi	Tidak tahu	Autokorelasi Negatif		
0	d_L	d_U	2	$4-d_U$	$4-d_L$	4

Sumber: Nachrowi dan Usman (2006)

3.7.3 Pengujian Data Panel

Penelitian ini menggunakan model penelitian regresi berganda dengan metode *Generalized Least Square* (GLS). Menurut Gujarati (2004), GLS adalah *Ordinary Least Square* (OLS) pada variabel tertransformasi yang memenuhi asumsi *least-square* standar dengan estimator bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimation*). Berikut ini teknik yang digunakan untuk melakukan estimasi pada data panel:

1. *Pooled Least Squares* (PLS) adalah jenis data panel yang menggunakan metode OLS dalam melakukan estimasi koefisien regresi. Pada model OLS memperlihatkan bahwa baik *intercept* maupun *slope* tidak berubah baik antara individu maupun antar waktu (Nachrowi dan Usman, 2006). Persamaannya sebagai berikut:

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}; \quad i = 1, 2, \dots, N; \quad t = 1, 2, \dots, T$$

2. *Fixed Effect Model* (FEM). Dasar pemikiran FEM adalah adanya kelemahan pada model PLS, yaitu model PLS menghasilkan α konstan untuk setiap individu dan waktu sehingga dinilai kurang realistis (Nachrowi dan Usman, 2006). Menurut Gujarati (2004), FEM menggunakan asumsi bahwa *intercept* bisa berbeda antar individu, setiap *intercept* individu tidak berubah dari waktu ke waktu atau *time invariant*. Hal ini terlihat pada persamaan berikut:

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + u_{it}$$

Penggunaan subscript i pada *intercept* menjelaskan bahwa *intercept* dari individu berbeda-beda, perbedaan bisa disebabkan karena karakteristik khas dari individu. Jika *intercept* β_{1it} , maka menyatakan bahwa *intercept* individu adalah berubah dari waktu ke waktu (*time variant*). Hal ini menunjukkan bahwa FEM berasumsikan koefisien (*slope*) dari *regressor* tidak berubah

antar individu atau dari waktu ke waktu. Untuk mengakomodasi perbedaan *intercept* dari setiap individu pada FEM, maka cara yang dapat dilakukan adalah dengan menggunakan teknik variabel *dummy* (*differential intercept dummies*) sehingga persamaannya menjadi:

$$Y_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 D_{2i} + \alpha_3 D_{3i} + \alpha_4 D_{4i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + u_{it}$$

3. *Random Effect Model* (REM) merupakan jenis data panel yang menggunakan *error* untuk mengakomodasi perbedaan antar individu dan atau waktu (Nachrowi dan Usman, 2006). Teknik REM memperhitungkan bahwa *error* mungkin berkorelasi sepanjang *time-series* dan *cross-section*. Nachrowi dan Usman menjelaskan bahwa ada dua komponen yang mempunyai kontribusi pada pembentukan *error*, yaitu individu dan waktu, maka *random error* pada REM juga perlu diurai menjadi *error* untuk komponen individu, *error* komponen waktu, dan *error* gabungan. Dengan demikian, persamaan REM adalah sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + w_{it}, \quad w_{it} = \varepsilon_i + u_{it}$$

di mana: w_{it} = *composite error*

ε_i = *cross-section or individual-specific error component*

u_{it} = *combined time series and cross section error component*

Untuk memilih pendekatan antara FEM dan REM dapat menggunakan metode informal yaitu pemilihan berdasarkan jumlah data *time series* (T) dan *cross sectional* (N). Jika data panel yang dimiliki mempunyai jumlah waktu (T) lebih besar dibandingkan individu (N), maka lebih baik menggunakan FEM. Sebaliknya, jika N lebih besar daripada T, maka sebaiknya menggunakan REM (Gujarati, 2004; Nachrowi dan Usman, 2006).

Selain uji informal dapat juga menggunakan uji statistik formal yaitu Uji Chow dan Uji Hausman (Nachrowi dan Usman, 2006; Wasef, 2010):

1. Uji Chow

Uji Chow bertujuan untuk memilih antara model PLS dan FEM. Uji ini dilakukan dengan menggunakan hipotesis di mana:

H_0 : PLS

H_1 : FEM

Pada Eviews 6, Uji Chow dapat langsung dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Mengestimasi model dengan menggunakan FEM.
2. Melakukan uji dengan *Redundant Fixed Effects-Likelihood Ratio*.
3. Jika pada hasil *output* nilai probabilitas Chi-Sq Stat. $< 0,05$ maka hipotesa nol ditolak (gunakan FEM).

2. Uji Husman

Uji formal berikutnya adalah Uji Hausman yaitu untuk memilih antara FEM dan REM. Hipotesanya:

H_0 : REM

H_1 : FEM

Pada Eviews 6, Uji Hausman dapat langsung dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut:

4. Mengestimasi model dengan menggunakan REM.
5. Melakukan uji dengan *Correlated Random Effects-Hausman Test*.
6. Jika pada hasil *output* nilai probabilitas Chi-Sq Stat. $< 0,05$ maka hipotesa nol ditolak (gunakan FEM).

3.7.4 Kriteria Statistik Model

Kriteria statistik digunakan untuk melihat seberapa baik model atau variabel yang digunakan dalam suatu penelitian. Kriteria statistik tergantung dari beberapa nilai atau parameter yang diuji dengan uji statistik. Berikut ini adalah kriteria statistik yang digunakan:

3.7.4.1 R^2 dan *Adjusted R²* (Koefisien Determinasi)

Menurut Nachrowi dan Usman (2006), R^2 sangat berguna untuk mengukur 'kedekatan' antara nilai prediksi dan nilai sesungguhnya dari variabel terikat. Semakin besar R^2 , maka semakin 'kuat' pula hubungan antara variabel terikat dengan satu atau banyak variabel bebas. Nilai R^2 berada dalam kisaran $0 < R^2 < 1$. Apabila mendekati nol atau 0, maka variabel terikat semakin tidak bisa dijelaskan oleh variabel-variabel bebas yang digunakan dalam penelitian. Sebaliknya, jika mendekati 1, maka model regresi yang digunakan semakin baik. Penggunaan *adjusted R²* mampu memperkuat daya prediksi suatu model (Pratomo, 2009).

3.7.4.2 Signifikansi Linear Berganda (*F-stat*)

Nachrowi dan Usman (2006) menyatakan bahwa Uji-*F* diperuntukkan guna melakukan uji hipotesis koefisien (*slope*) regresi secara bersamaan. Pengambilan keputusan diambil berdasarkan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : Variabel bebas secara bersama-sama tidak mempengaruhi secara signifikan kinerja perusahaan.

H_1 : Variabel bebas secara bersama-sama mempengaruhi secara signifikan kinerja perusahaan.

Berdasarkan ketentuan:

1. Perbandingan *F-stat* dan *F-table*
 - bila $F\text{-stat} > F_{\alpha;(k,n-k-1)}$ maka H_0 ditolak
 - bila $F\text{-stat} < F_{\alpha;(k,n-k-1)}$ maka H_0 tidak ditolak
2. Probabilitas:
 - Prob. (*p-value*) > *significance level*, maka H_0 tidak ditolak
 - Prob. (*p-value*) < *significance level*, maka H_0 ditolak

3.7.4.3 Signifikansi Parsial (*T-stat*)

Uji *t* digunakan untuk melihat tingkat signifikansi masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat dengan mengasumsikan variabel bebas lainnya konstan (Pratomo, 2009). Hipotesis yang digunakan dalam uji *t* adalah:

H_0 : Masing-masing variabel tidak mempengaruhi secara signifikan kinerja perusahaan.

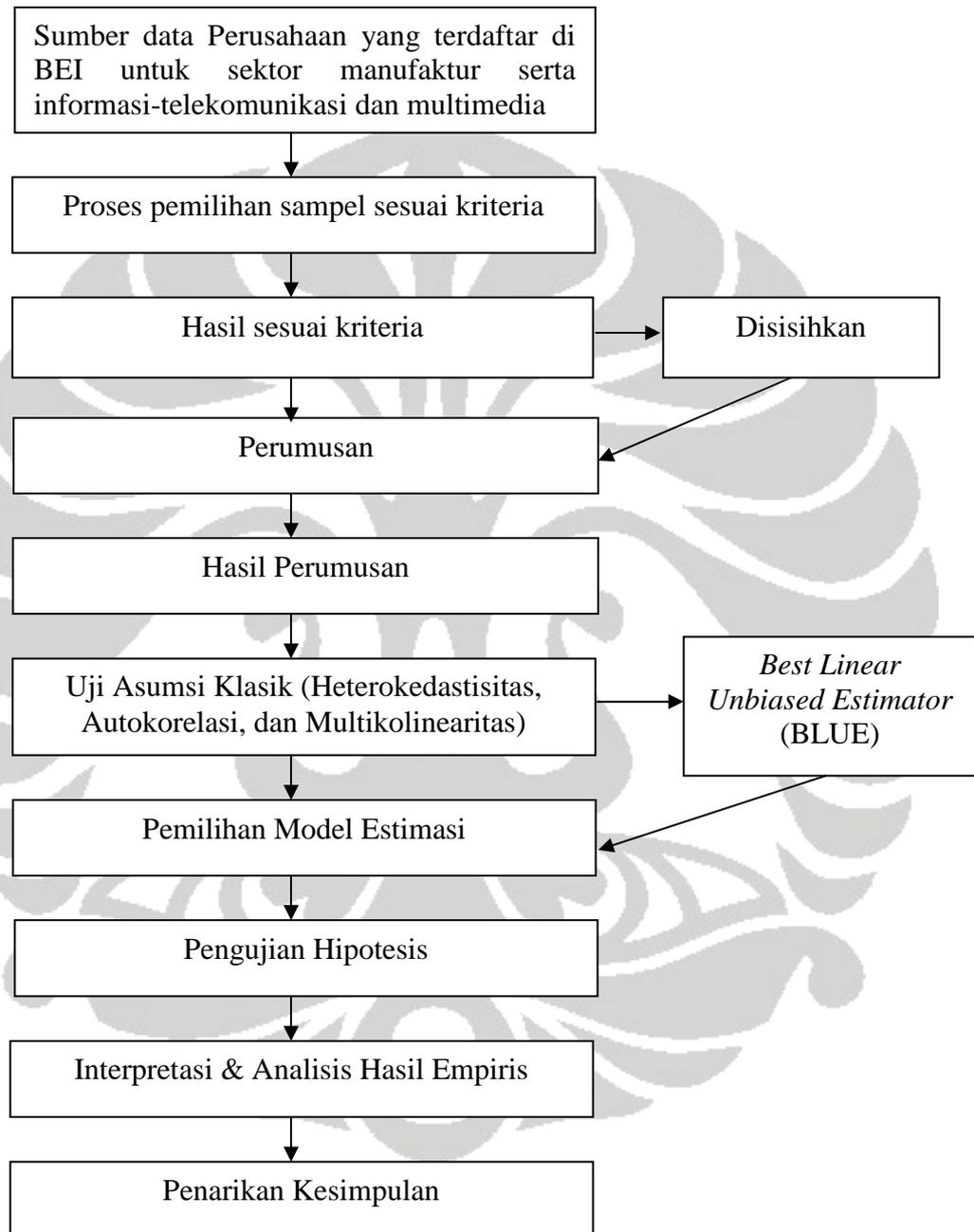
H_1 : Masing-masing variabel mempengaruhi secara signifikan kinerja perusahaan.

Berdasarkan ketentuan:

1. Perbandingan *t-stat* dan *t-table*
 - bila $t\text{-stat} > t\text{-table}$ maka H_0 ditolak
 - bila $t\text{-stat} < t\text{-table}$ maka H_0 tidak ditolak
2. Probabilitas: $\text{Prob. } (p\text{-value}) > \text{significance level}$, maka H_0 tidak ditolak
 $\text{Prob. } (p\text{-value}) < \text{significance level}$, maka H_0 ditolak

3.8 Tahapan Penelitian

Berdasarkan tahapan metodologi penelitian yang telah dijelaskan sebelumnya, maka dibuat alur tahapan penelitian sebagaimana yang terlihat pada Gambar 3.2.



Gambar 3.2 Alur Penelitian

BAB 4 PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum dan Deskriptif Data

4.1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Jumlah populasi awal untuk perusahaan sektor manufaktur, IT dan multimedia yang tercatat di BEI sejak 1 Januari 2005 - 31 Desember 2010 adalah 133 perusahaan. Perusahaan tidak memiliki laporan keuangan lengkap selama periode tersebut sebanyak 9 perusahaan. Terdapat 3 perusahaan yang memiliki nilai *sale* atau penjualan 0 (nol). Dengan demikian jumlah sampel menjadi 121 perusahaan.

Tabel 4.1 Pemilihan Sampel

Kriteria	Sampel
Jumlah awal	133
Perusahaan yang memiliki data lengkap periode 2005-2010	124
Perusahaan yang tidak memiliki nilai <i>sale</i> 0 (nol)	121
Data observasi perusahaan	726

Sumber: Olahan penulis (2012)

Penelitian ini menggunakan data panel *unbalanced* sehingga yang menjadi acuan adalah data observasi (*firm-year observations*). Penggunaan *unbalanced panel* berkaitan dengan pembagian sampel berdasarkan siklus hidup di mana setiap tahun perusahaan ditentukan siklus hidupnya. Jumlah awal dari data observasi adalah 726 (121 x 6 tahun). Selanjutnya dari 726 data observasi terbagi atas 3 (tiga) kategori siklus hidup perusahaan, yaitu 205 *firm-year observations* untuk tahap *growth*, 410 tahap *maturity*, dan 111 untuk tahap *stagnation*. Namun, setelah dilakukan pengujian normalitas data, maka data observasi akhir adalah 199 *firm-year observations* untuk tahap *growth*, 385 tahap *maturity*, dan 111 untuk tahap *stagnation*. Berikut pada tabel 4.2 disajikan mengenai jumlah data observasi berdasarkan siklus hidup masing-masing perusahaan.

Tabel 4.2 Data Observasi Perusahaan

Tahun	Growth	Mature	Stagnant	Total by Year
2005	36	69	16	121
2006	36	69	16	121
2007	34	69	18	121
2008	37	63	21	121
2009	31	68	22	121
2010	31	72	18	121
Total	205	410	111	726
Outliers	6	25	0	31
Total Bersih	199	385	111	695

Sumber: Olahan penulis (2012)

4.1.2 Deskriptif Data

Tabel 4.2 menggambarkan statistik deskriptif untuk variabel-variabel yang mengukur siklus hidup perusahaan pada masing-masing kategori siklus hidup. Variabel tersebut mencakup *year of firm life* (YL), *sales growth rate* (SG), *dividend payout rate* (DP), *capital expenditure rate* (CE), serta *marketing expenditure rate* (ME). Masa waktu perusahaan (*years of life*) untuk perusahaan yang sedang berada pada tahap pertumbuhan biasanya adalah perusahaan yang masa waktu/usianya masih relatif baru. Perusahaan yang berada pada tahap pertumbuhan memiliki pertumbuhan penjualan yang meningkat, sedangkan perusahaan pada tahap *maturity* memiliki pertumbuhan yang tetap/stagnan, dan perusahaan pada tahap *decline/stagnation*, pertumbuhan penjualannya cenderung menurun. Sementara itu, berkaitan dengan kebijakan dividen, perusahaan pada tahap *growth* membayar sedikit dividen (konservatif) dan perusahaan pada tahap *maturity* akan membayar dividen yang lebih tinggi. Rendahnya tingkat pembayaran dividen yang dibayarkan oleh perusahaan pada tahap *growth* berhubungan dengan permasalahan pendanaan. Perusahaan lebih cenderung menggunakan dana yang dimiliki untuk berinvestasi, khususnya barang modal dibanding membayarkan dividen. Hal tersebut dilakukan guna meningkatkan pangsa pasar. Selain nilai *capital expenditure* yang relatif besar, perusahaan yang berada pada tahap *growth* juga memiliki pengeluaran biaya pemasaran (*marketing*

expenditure) yang besar. Biaya pemasaran yang besar umumnya sejalan dengan tingkat penjualan yang tinggi (Ramaswamy *et al.*, 2008; Liang dan Lin, 2008; Liang *et al.*, 2011).

**Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Indikator Siklus Hidup Perusahaan
(*Firm's Life Cycle*)**

Indikator	Growth Stage	Mature Stage	Stagnation Stage
<i>Years of firm life (YL)</i>	25.171	30.335	40.036
<i>Sales growth rate (SG)</i>	0.333	0.127	0.000
<i>Dividend payout rate (DP)</i>	0.082	0.186	0.368
<i>Capital expenditure rate (CE)</i>	0.040	-0.003	-0.018
<i>Marketing expenditure rate (ME)</i>	0.098	0.058	0.069

Sumber: Olahan penulis (2012)

Berdasarkan Tabel 4.3 menunjukkan bahwa perusahaan yang berada dalam siklus pertumbuhan (*growth stage*) memiliki rata-rata tingkat penjualan, pengeluaran modal dan pengeluaran untuk pemasaran tertinggi. Sementara itu, tingkat pembayaran dividen yang besar cenderung dilakukan oleh perusahaan yang berada pada tahap *maturity* dan *stagnation*. Pembayaran dividen yang besar dimaksudkan untuk menghindari *signal* yang menunjukkan bahwa perusahaan kemungkinan akan menurun (Ramaswamy *et al.*, 2008). Namun ada yang menarik pada tabel 4.3 di mana pengeluaran untuk pemasaran yang lebih besar pada perusahaan *stagnant* dibandingkan dengan perusahaan *mature*. Hal ini bisa saja terjadi mengingat ketika suatu perusahaan berada pada posisi yang *stagnant* akan cenderung mengeluarkan biaya pemasaran yang besar untuk dapat kembali memperkenalkan produknya sebagaimana diketahui bahwa salah satu fungsi pemasaran adalah *reminder*, yaitu produk yang secara siklus berada pada fase menurun/*decline* ketika kembali melakukan pemasaran yang gencar akan mengalami fase *revival* atau bangkit kembali.

Selanjutnya, Tabel 4.4 merangkum statistik deskriptif dari setiap variabel yang dibutuhkan dalam model, yaitu nilai rata-rata, nilai maksimum dan minimum, standar deviasi, atau dengan kata lain merangkum ukuran pemusatan dan penyebaran data yang digunakan.

Tabel 4.4 Statistik Deskriptif Sampel

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
ROA	0.038	0.032	0.417	-0.290	0.091
IAROA	-0.004	-0.002	0.327	-0.342	0.081
INSID	0.021	0.000	0.465	0.000	0.053
BMO	0.002	0.000	0.046	0.000	0.007
BLOCK	0.018	0.000	0.465	0.000	0.053
INS	0.330	0.283	0.995	0.000	0.236
INSPRI	0.276	0.171	0.980	0.000	0.297
INSPRS	0.411	0.461	0.999	0.000	0.335
NLA	27.595	27.432	32.357	23.520	1.607
LER	1.704	0.929	216.256	-106.332	11.223
RD	0.001	0.000	0.141	0.000	0.008
ME	0.072	0.040	0.678	0.000	0.091
AG	0.055	0.058	0.931	-1.557	0.184
Observations	695	695	695	695	695
ROA	= <i>return on asset</i>				
IAROA	= <i>industry adjusted return on asset</i>				
INSID	= kepemilikan saham orang dalam: manajemen dan dewan				
BMO	= kepemilikan saham orang dalam kurang dari 5%				
BLOCK	= kepemilikan saham orang dalam lebih dari 5%				
INS	= konsentrasi kepemilikan saham institusi (menggunakan Herfindahl index)				
INSPRI	= kepemilikan saham investor institusi <i>pressure-insensitive</i>				
INSPRS	= kepemilikan saham investor institusi <i>pressure-sensitive</i>				
NLA	= total aset perusahaan (logaritma natural dari total asset)				
LER	= utang perusahaan				
RD	= pengeluaran R&D				
ME	= pengeluaran pemasaran				
AG	= pertumbuhan aset				

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews 6.0* (2012)

Dari Tabel 4.4 kemudian dipecah berdasarkan siklus hidup dari masing-masing sampel. Berikut Tabel 4.5 yang menunjukkan statistik deskriptif untuk masing-masing siklus hidup perusahaan.

Tabel 4.5 Statistik Deskriptif Sampel per Siklus

	Growth Firms		Mature Firms		Stagnant Firms	
	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev
ROA	0.022	0.070	0.033	0.088	0.085	0.118
IAROA	-0.016	0.074	-0.005	0.080	0.022	0.092
INSID	0.017	0.051	0.024	0.054	0.016	0.051
BMO	0.001	0.006	0.003	0.008	0.003	0.008

(Lanjutan)

BLOCK	0.015	0.051	0.021	0.055	0.013	0.051
INS	0.311	0.217	0.311	0.224	0.430	0.284
INSPRI	0.333	0.290	0.273	0.298	0.183	0.283
INSPRS	0.356	0.327	0.402	0.331	0.538	0.335
NLA	27.424	1.618	27.604	1.598	27.868	1.595
LER	2.770	10.224	1.842	11.779	-0.683	10.692
RD	0.003	0.014	0.001	0.003	0.001	0.002
ME	0.098	0.122	0.059	0.072	0.070	0.076
AG	0.111	0.168	0.038	0.168	0.011	0.239
Observations	199	199	385	385	111	111

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews 6.0* (2012)

Mengenai gambaran umum proksi-proksi variabel yang digunakan berdasarkan Tabel 4.4 dan Tabel 4.5 diuraikan pada sub bab berikut ini:

4.1.2.1 Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan diproksikan oleh variabel ROA dan IAROA. Berdasarkan Tabel 4.4, rata-rata ROA perusahaan adalah 3,8%. Nilai ROA tersebut relatif rendah. Jika dilihat berdasarkan tahapan siklus hidup perusahaan, maka rata-rata ROA untuk perusahaan yang berada pada tahap *growth* adalah 2,2%, perusahaan *mature* 3,3%, dan perusahaan *stagnant* adalah 8,5%. Nilai ROA terbesar justru dimiliki oleh perusahaan yang berada pada tahap *stagnant*.

Sementara itu, ukuran kinerja perusahaan yang diproksikan dengan IAROA sebagaimana yang terlihat pada Tabel 4.4 menunjukkan bahwa rata-rata IAROA perusahaan adalah -0,4%. Nilai IAROA tersebut juga relatif rendah. Jika dilihat pada Tabel 4.5, IAROA untuk perusahaan yang berada pada tahap *growth* adalah -1,6%. IAROA perusahaan yang berada pada tahap *mature* dan *stagnant* adalah masing-masing sebesar -0,05% dan 2,2%.

4.1.2.2 Kepemilikan Saham Orang Dalam (*Insider Ownership*)

Kepemilikan saham orang dalam (*insider ownership*) merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh tim manajemen dan dewan komisaris. Berdasarkan Tabel 4.4 menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan saham orang dalam adalah 2,1%. Persentase kepemilikan orang dalam tersebut relatif rendah. Persentase yang rendah tersebut karena banyak dari perusahaan yang menjadi

sampel tidak memiliki kepemilikan saham orang dalam. Sementara itu, berdasarkan siklus hidup perusahaan yang terlihat pada Tabel 4.5 menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan orang dalam pada perusahaan tahap *growth* sebesar 1,7%, 2,4% pada tahap *mature*, dan 1,6% pada tahap *stagnation*.

Kepemilikan orang dalam terbagi atas dua kategori, yaitu BMO (*board and manager ownership*) dan BLOCK (*blockholder ownership*). BMO untuk kepemilikan orang dalam dibawah 5%, sementara BLOCK untuk kepemilikan lebih besar dari 5%. Nilai maksimum kepemilikan BMO pada perusahaan adalah 4,6%, sementara untuk BLOCK adalah 46,5%.

4.1.2.3 Kepemilikan Institusi

Kepemilikan saham institusional adalah kepemilikan saham suatu perusahaan oleh institusi, baik yang bergerak dalam bidang keuangan atau non keuangan atau badan hukum lain (Pratomo, 2009). Kepemilikan institusi dalam penelitian ini adalah konsentrasi kepemilikan institusi yang dihitung dengan menggunakan Herfindahl Index. Berdasarkan Tabel 4.4 terlihat bahwa nilai maksimum konsentrasi kepemilikan institusi adalah 0,995. Jika nilai konsentrasi kepemilikan mendekati 1, maka perusahaan cenderung terkonsentrasi. Namun, untuk rata-rata konsentrasi kepemilikan institusi adalah sebesar 0,33.

Mengacu pada Cornett *et al.*, (2007) yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusi terbagi atas *pressure-insensitive* dan *pressure-sensitive*. Kepemilikan saham institusi *pressure-insensitive* mencakup *endowment funds*, yayasan, *hedge funds*, *investor advisors*, dana pensiun, *private equity firms*, *venture capital firms*, *brokerage firms*, perusahaan riset, dan reksadana. Sementara itu, kepemilikan saham institusi *pressure-sensitive* mencakup bank dan *trust*, perusahaan induk dan group, perusahaan asuransi, dan perusahaan non keuangan yang memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan (Jara-Bertin *et al.*, 2012). Dari Tabel 4.4, nilai maksimum kepemilikan institusi *pressure-insensitive* adalah 98% dan *pressure-sensitive* sebesar 99,9%. Namun untuk nilai rataannya untuk *pressure-insensitive* dan *pressure-sensitive* masing-masing sebesar 27,6% dan 41,1%.

Jika berdasarkan atas pembagian siklus hidup yang terlihat pada Tabel 4.5 menunjukkan bahwa rata-rata konsentrasi kepemilikan institusi untuk tahap

growth adalah 0,311, tahap *mature* 0,311, dan tahap *stagnation* 0,43. Sementara itu untuk kepemilikan institusi *pressure-insensitive* dan *pressure sensitive*, nilai rata-rata untuk masing-masing siklus adalah pada tahap *growth* sebesar 33,3% dan 35,6% , tahap *mature* sebesar 27,3% dan 40,2%, serta tahap *stagnation* sebesar 18,3% dan 53,8%.

4.1.2.4 Size, Leverage, R&D Expenditure, Marketing Expenditure, serta Asset Growth

Variabel kontrol dalam penelitian ini mencakup *size*, *leverage*, R&D *expenditure*, *marketing expenditure*, serta *asset growth*. Rata-rata *size* perusahaan adalah 27,57 dengan nilai maksimum sebesar 32,36 dan minimal 23,52. *Size* perusahaan tersebut dihitung berdasarkan nilai logaritma natural dari total aset perusahaan. Nilai *size* perusahaan untuk masing-masing siklus tidak jauh berbeda dengan nilai rata-rata dari seluruh sampel, yaitu sebesar 27. Nilai *leverage* untuk semua perusahaan rata-ratanya sebesar 1,704. Nilai *leverage* tersebut terhitung besar dan menunjukkan bahwa perusahaan cenderung lebih menggunakan utang daripada modal sendiri. Namun, untuk nilai rata-rata *leverage* terbesar berada pada perusahaan tahap *growth*, yaitu sebesar 2,77. Barclay dan Smith (1995; dalam Dickinson, 2006) menyebutkan bahwa perusahaan pada tahap *growth* akan mengakses utang dibandingkan perusahaan pada tahap *mature* dalam kaitannya dengan pendanaan. Pada tahap *growth* pula, perusahaan cenderung membutuhkan dana untuk aktivitas investasi, terutama digunakan untuk belanja modal.

Sementara itu nilai rata-rata dari R&D *expenditure*, *marketing expenditure*, dan *asset growth* seluruh perusahaan adalah masing-masing sebesar 0,1%; 7,2%; dan 5,5%. Rata-rata R&D *expenditure* cukup rendah, di mana hal ini membuktikan bahwa perusahaan masih belum berbasiskan R&D. Padahal sebagaimana yang diketahui bahwa, R&D merupakan sebuah investasi bagi perusahaan dalam upaya mengembangkan produk atau jasa yang dihasilkan untuk jangka waktu yang panjang. Sementara itu, Apabila dilihat berdasarkan tahap siklus hidup maka, untuk tahap *growth* rata-ratanya adalah 0,3%; 9,8%; dan 11,1%. Pada tahap *mature* nilai rata-ratanya adalah 0,1%; 5,9%; dan 3,8%.

Perusahaan tahap *stagnation* masing-masing rata-ratanya sebesar 0,1%, 7%; serta 1,1%.

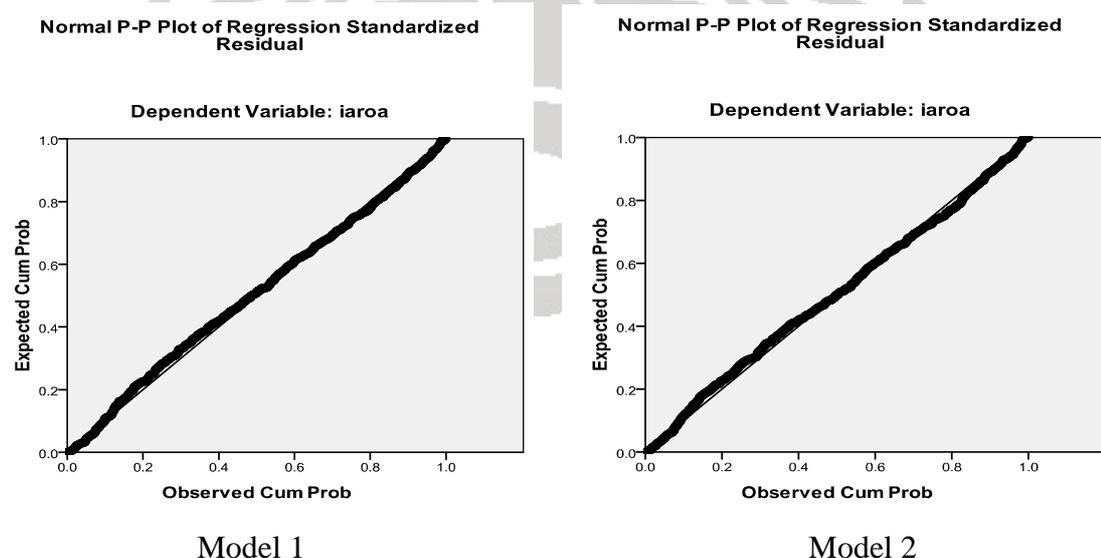
4.2 Pengujian Asumsi Klasik

4.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas data dapat dilakukan dengan mengamati *normal probability plot*. Jika residual berasal dari distribusi normal, maka nilai-nilai distribusi akan terletak di sekitar garis lurus yang merupakan garis dari distribusi normal (Sarwoko, 2005, dalam Wasef, 2010). Pengujian normalitas disesuaikan dengan jumlah model yang digunakan. Pada penelitian ini terdapat dua model persamaan regresi, sehingga terdapat dua pengujian normalitas. Berdasarkan hasil *Casewise Diagnostics* ditemukan 31 *outliers* pada IAROA. *Outliers* tersebut terdiri dari 6 *outliers* pada tahap *growth* dan 25 *outliers* pada tahap *mature*. Uji normalitas dilakukan pada empat jenis data, yaitu data seluruh sampel perusahaan, data perusahaan pada tahap *growth*, data perusahaan pada tahap *mature*, serta data perusahaan pada tahap *stagnation*. Berikut ini hasil dari masing-masing uji normalitas data untuk tiap jenis data:

1. Seluruh sampel perusahaan

Hasil uji normalitas untuk seluruh sampel perusahaan menunjukkan data terdistribusi normal. Hal ini terlihat pada gambar dimana nilai residual terletak di sekitar garis lurus yang merupakan garis dari distribusi normal.



Sumber: Olahan penulis menggunakan SPSS 17.0 (2012)

Gambar 4.1 Normal Probability Plot Variabel IAROA Seluruh Sampel

Untuk lebih meyakinkan dilakukan pengujian normalitas dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Hasil uji terlihat pada Tabel 4.6.

Tabel 4.6 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Seluruh Sampel

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
		Unstandardized Residual*	Unstandardized Residual**
N		695	695
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000	.0000000
	Std. Deviation	.07694616	.07751666
Most Extreme Differences	Absolute	.033	.032
	Positive	.023	.032
	Negative	-.033	-.032
Kolmogorov-Smirnov Z		.876	.844
Asymp. Sig. (2-tailed)		.427	.474

* Model 1

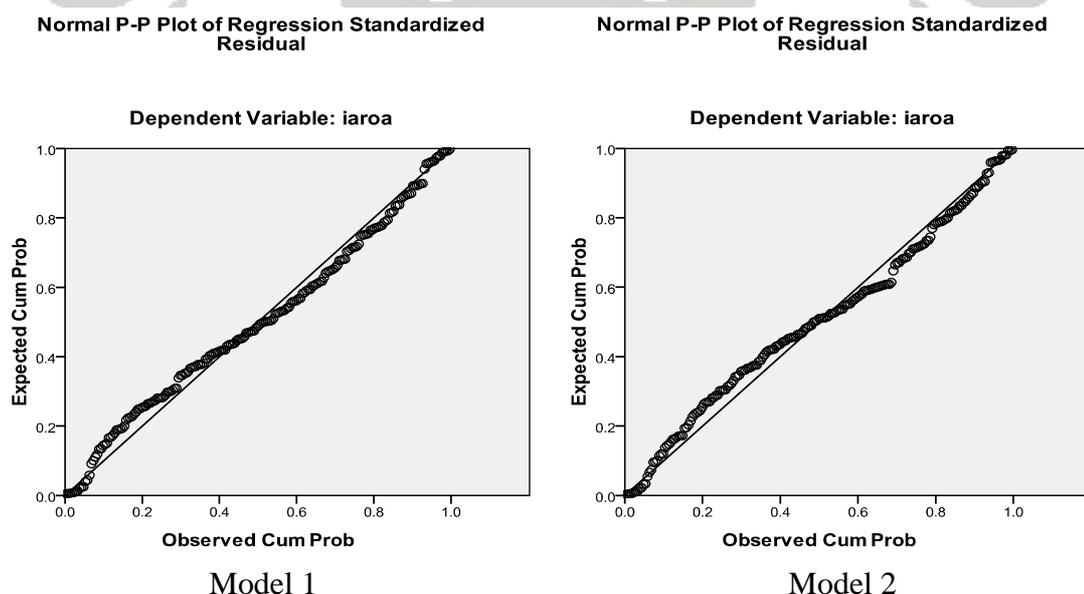
** Model 2

Sumber: Olahan penulis menggunakan SPSS 17.0 (2012)

Berdasarkan hasil uji Kolmogorov-Smirnov terlihat bahwa nilai *Asymp.Sig (2-tailed)* lebih besar dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan data terdistribusi normal.

2. Perusahaan tahap growth

Hasil uji normalitas untuk seluruh sampel perusahaan pada tahap *growth* menunjukkan data terdistribusi normal. Hal ini terlihat pada gambar dimana nilai residual terletak di sekitar garis lurus yang merupakan garis dari distribusi normal.



Sumber: Olahan penulis menggunakan SPSS 17.0 (2012)

Gambar 4.2 Normal Probability Plot Variabel IAROA untuk Perusahaan Tahap Growth

Untuk lebih meyakinkan dilakukan pengujian normalitas dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Hasil uji terlihat pada Tabel 4.7.

Tabel 4.7 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Perusahaan Tahap *Growth*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
		Unstandardized Residual*	Unstandardized Residual**
N		199	199
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000	.0000000
	Std. Deviation	.06337555	.06159096
Most Extreme Differences	Absolute	.058	.073
	Positive	.049	.073
	Negative	-.058	-.058
Kolmogorov-Smirnov Z		.818	1.026
Asymp. Sig. (2-tailed)		.515	.243

* Model 1

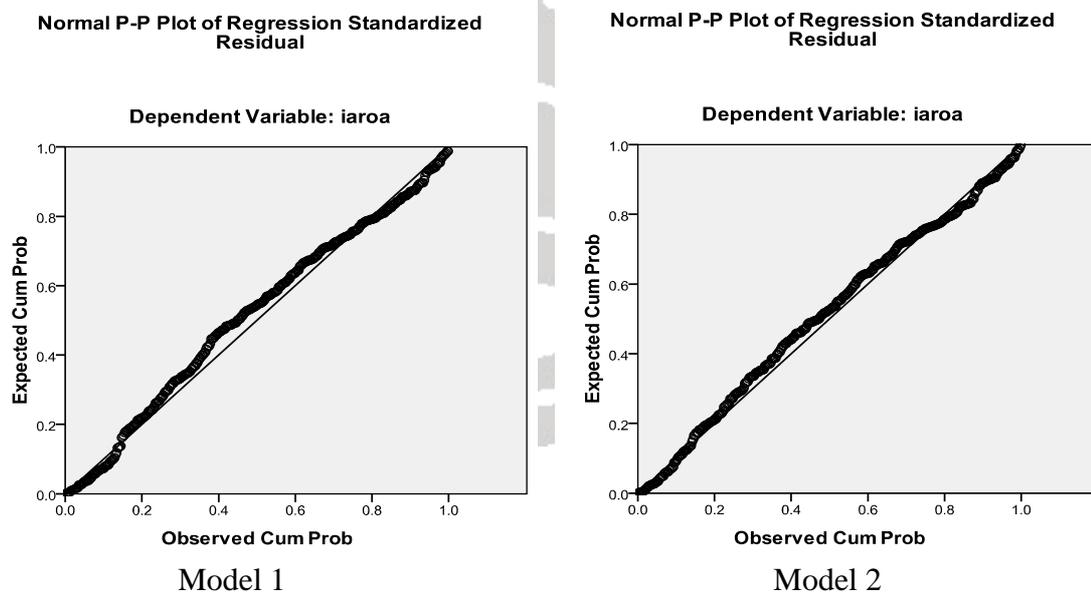
** Model 2

Sumber: Olahan penulis menggunakan SPSS 17.0 (2012)

Berdasarkan hasil uji Kolmogorov-Smirnov terlihat bahwa nilai *Asymp.Sig* (2-tailed) lebih besar dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan data terdistribusi normal.

3. *Perusahaan tahap mature*

Hasil uji normalitas untuk seluruh sampel perusahaan pada tahap *mature* menunjukkan data terdistribusi normal.



Sumber: Olahan penulis menggunakan SPSS 17.0 (2012)

Gambar 4.3 Normal Probability Plot Variabel IAROA untuk Perusahaan Tahap *Mature*

Untuk lebih meyakinkan dilakukan pengujian normalitas dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Hasil uji terlihat pada Tabel 4.7.

Tabel 4.8 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Perusahaan Tahap *Mature*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
		Unstandardized Residual*	Unstandardized Residual**
N		385	385
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000	.0000000
	Std. Deviation	.07235910	.07316326
Most Extreme Differences	Absolute	.066	.046
	Positive	.037	.035
	Negative	-.066	-.046
Kolmogorov-Smirnov Z		1.304	.907
Asymp. Sig. (2-tailed)		.067	.383

* Model 1

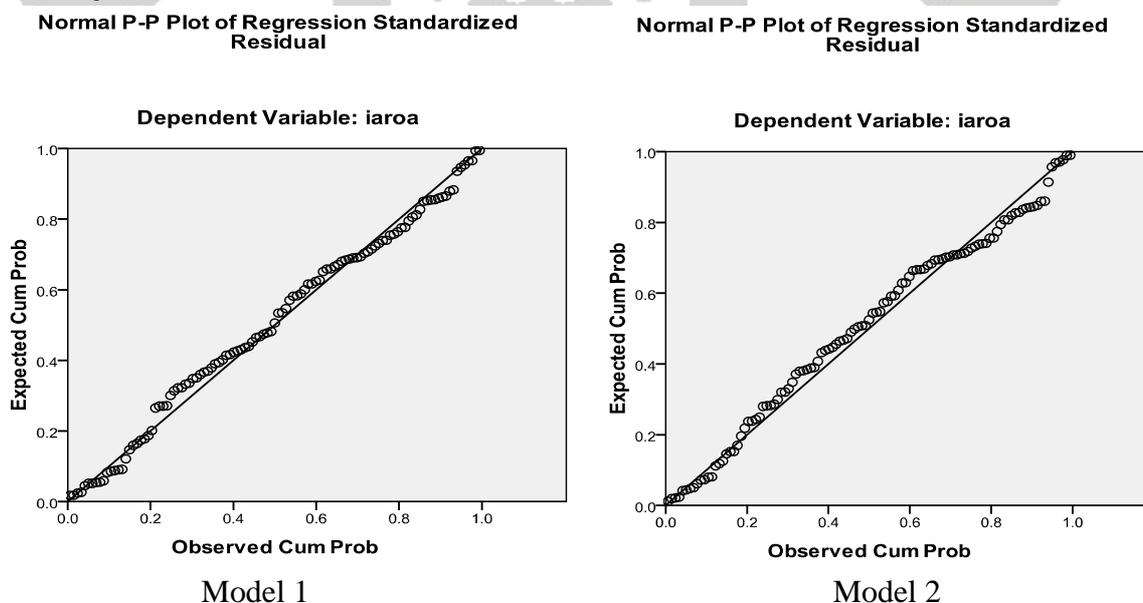
** Model 2

Sumber: Olahan penulis menggunakan SPSS 17.0 (2012)

Berdasarkan hasil uji Kolmogorov-Smirnov terlihat bahwa nilai *Asymp.Sig* (2-tailed) lebih besar dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan data terdistribusi normal.

4. Perusahaan tahap *stagnation*

Hasil uji normalitas untuk seluruh sampel perusahaan pada tahap *stagnation* menunjukkan data terdistribusi normal.



Sumber: Olahan penulis menggunakan SPSS 17.0 (2012)

Gambar 4.4 Normal Probability Plot Variabel IAROA untuk Perusahaan Tahap *Stagnation*

Untuk lebih meyakinkan dilakukan pengujian normalitas dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Hasil uji terlihat pada Tabel 4.7.

Tabel 4.9 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Perusahaan Tahap *Stagnation*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
		Unstandardized Residual*	Unstandardized Residual**
N		111	111
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000	.0000000
	Std. Deviation	.067902779	.07859830
Most Extreme Differences	Absolute	.055	.067
	Positive	.052	.067
	Negative	-.055	-.067
Kolmogorov-Smirnov Z		.583	.705
Asymp. Sig. (2-tailed)		.886	.703

* Model 1

** Model 2

Sumber: Olahan penulis menggunakan SPSS 17.0 (2012)

Berdasarkan hasil uji Kolmogorov-Smirnov terlihat bahwa nilai *Asymp.Sig* (2-tailed) lebih besar dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan data terdistribusi normal.

4.2.2 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah hubungan linear yang pasti ada di antara beberapa atau seluruh *explanatory variables* (variabel bebas) dari model regresi (Gujarati, 2004). Menurut Nachrowi dan Usman (2006), dalam membuat regresi berganda, variabel bebas yang baik adalah variabel bebas yang mempunyai hubungan dengan variabel terikat, tetapi tidak mempunyai hubungan dengan variabel bebas lainnya. Salah satu cara untuk mendeteksi gejala multikolinearitas adalah melihat nilai koefisien korelasi antar variabel independen. Menurut Sarwoko (2005, dalam Wasef 2010) munculnya nilai koefisien yang melebihi +/- 0,8 akan memunculkan gejala multikolinearitas. Uji multikolinearitas dilakukan pada empat data penelitian, yaitu:

1. Seluruh Sampel/Perusahaan

Berikut ini hasil uji multikolinearitas untuk seluruh sampel pada model 1.

Tabel 4.10 Nilai Matriks Korelasi Model 1Seluruh Sampel

	IAROA	INSID	INSID ²	INS	NLA	LER	RD	ME	AG
IAROA	1.00	0.03	0.08	0.04	0.16	0.09	-0.03	-0.15	0.15
INSID	0.03	1.00	0.90	-0.21	-0.25	-0.02	-0.01	0.01	-0.09
INSID ²	0.08	0.90	1.00	-0.16	-0.16	-0.01	0.01	0.05	-0.08
INS	0.04	-0.21	-0.16	1.00	0.07	-0.04	-0.03	0.25	0.01
NLA	0.16	-0.25	-0.16	0.07	1.00	0.04	-0.09	-0.10	0.13
LER	0.09	-0.02	-0.01	-0.04	0.04	1.00	-0.01	-0.02	0.03
RD	-0.03	-0.01	0.01	-0.03	-0.09	-0.01	1.00	0.14	0.01
ME	-0.15	0.01	0.05	0.25	-0.10	-0.02	0.14	1.00	0.07
AG	0.15	-0.09	-0.08	0.01	0.13	0.03	0.01	0.07	1.00

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews 6.0* (2012)

Berdasarkan Tabel 4.10 Koefisien korelasi antara variabel INSID dengan INSID² sebesar 0,902 atau melebihi 0,8. Hal ini menunjukkan adanya gejala multikolinearitas. Multikolinearitas dari kedua variabel tersebut terjadi karena INSID² merupakan jumlah kuadrat dari INSID. Mengacu pada Gujarati (2004) yang menyatakan bahwa:

“... *Multicollinearity does not rule out nonlinear relationships between variables. Suppose $X_{3i} = X_{2i}^2$. This does not violate the assumption of no perfect collinearity, as the relationship between the variables here is nonlinear*”.

Pernyataan Gujarati (2004) tersebut mengandung arti bahwa multikolinearitas tidak mengesampingkan hubungan non linear antar variabel, misalnya dalam persamaan $y = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + u_i$ dimana $X_{3i} = X_{2i}^2$. Hal tersebut tidak melanggar asumsi tidak berkolinear sempurna, seperti hubungan variabel-variabel tersebut adalah non linear. Penggunaan INSID² dimaksudkan untuk menguji apakah terdapat hubungan non linear. INSID² umum sekali digunakan dalam literatur terdahulu terkait pengujian hubungan non linear.

Selanjutnya untuk uji multikolinearitas model kedua dapat dilihat pada Tabel 4.8.

Tabel 4.11 Nilai Matriks Korelasi Model 2 Seluruh Sampel

	IAROA	BMO	BLOCK	INSPRI	INSPRS	NLA	LER	RD	ME	AG
IAROA	1.00	-0.05	0.04	-0.01	0.01	0.16	0.09	-0.03	-0.15	0.15
BMO	-0.05	1.00	-0.11	0.11	-0.09	-0.05	-0.01	-0.04	-0.13	-0.03
BLOCK	0.04	-0.11	1.00	-0.07	-0.19	-0.24	-0.02	0.00	0.03	-0.08
INSPRI	-0.01	0.11	-0.07	1.00	-0.77	-0.15	0.00	-0.02	-0.07	0.01
INSPRS	0.01	-0.09	-0.19	-0.77	1.00	0.18	0.02	0.04	0.14	0.01
NLA	0.16	-0.05	-0.24	-0.15	0.18	1.00	0.04	-0.09	-0.10	0.13
LER	0.09	-0.01	-0.02	0.00	0.02	0.04	1.00	-0.01	-0.02	0.03
RD	-0.03	-0.04	0.00	-0.02	0.04	-0.09	-0.01	1.00	0.14	0.01
ME	-0.15	-0.13	0.03	-0.07	0.14	-0.10	-0.02	0.14	1.00	0.07
AG	0.15	-0.03	-0.08	0.01	0.01	0.13	0.03	0.01	0.07	1.00

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews* 6.0 (2012)

Berdasarkan Tabel 4.11 menunjukkan bahwa tidak ada nilai koefisien korelasi antar variabel independen yang melebihi +/- 0,8. Dengan demikian data terbebas dari gejala multikolinearitas.

2. Perusahaan *Growth*

Berikut ini hasil uji multikolinearitas untuk seluruh sampel pada model 1.

Tabel 4.12 Nilai Matriks Korelasi Model 1 Perusahaan *Growth*

	IAROA	INSID	INSID ²	INS	NLA	LER	RD	ME	AG
IAROA	1.00	-0.04	-0.07	-0.25	0.14	0.04	-0.08	-0.49	0.01
INSID	-0.04	1.00	0.96	-0.14	-0.30	-0.07	0.01	0.23	-0.04
INSID ²	-0.07	0.96	1.00	-0.12	-0.27	-0.06	0.02	0.28	-0.02
INS	-0.25	-0.14	-0.12	1.00	0.04	0.08	-0.06	0.26	-0.01
NLA	0.14	-0.30	-0.27	0.04	1.00	0.08	-0.15	-0.24	0.00
LER	0.04	-0.07	-0.06	0.08	0.08	1.00	-0.02	-0.08	-0.05
RD	-0.08	0.01	0.02	-0.06	-0.15	-0.02	1.00	0.10	-0.03
ME	-0.49	0.23	0.28	0.26	-0.24	-0.08	0.10	1.00	-0.01
AG	0.01	-0.04	-0.02	-0.01	0.00	-0.05	-0.03	-0.01	1.00

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews* 6.0 (2012)

Berdasarkan Tabel 4.12 Koefisien korelasi antara variabel INSID dengan INSID² sebesar 0,96 atau melebihi 0,8. Hal ini menunjukkan adanya gejala multikolinearitas. Multikolinearitas dari kedua variabel tersebut terjadi karena INSID² merupakan jumlah kuadrat dari INSID. Gejala multikolinearitas antara INSID dan INSID² dapat diabaikan dengan mengacu pada Gujarati (2004).

Selanjutnya untuk uji multikolinearitas model kedua dapat dilihat pada Tabel 4.8.

Tabel 4.13 Nilai Matriks Korelasi Model 2 Perusahaan *Growth*

	IAROA	BMO	BLOCK	INSPRI	INSPRS	NLA	LER	RD	ME	AG
IAROA	1.00	-0.08	-0.03	0.15	-0.28	0.14	0.04	-0.08	-0.49	0.01
BMO	-0.08	1.00	-0.07	0.07	-0.05	-0.07	-0.04	-0.04	-0.13	0.05
BLOCK	-0.03	-0.07	1.00	0.00	-0.21	-0.29	-0.06	0.01	0.24	-0.04
INSPRI	0.15	0.07	0.00	1.00	-0.77	-0.11	-0.03	-0.03	-0.20	-0.09
INSPRS	-0.28	-0.05	-0.21	-0.77	1.00	0.14	0.10	0.08	0.25	0.03
NLA	0.14	-0.07	-0.29	-0.11	0.14	1.00	0.08	-0.15	-0.24	0.00
LER	0.04	-0.04	-0.06	-0.03	0.10	0.08	1.00	-0.02	-0.08	-0.05
RD	-0.08	-0.04	0.01	-0.03	0.08	-0.15	-0.02	1.00	0.10	-0.03
ME	-0.49	-0.13	0.24	-0.20	0.25	-0.24	-0.08	0.10	1.00	-0.01
AG	0.01	0.05	-0.04	-0.09	0.03	0.00	-0.05	-0.03	-0.01	1.00

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews 6.0* (2012)

Berdasarkan Tabel 4.13 menunjukkan bahwa tidak ada nilai koefisien korelasi antar variabel independen yang melebihi +/- 0,8. Dengan demikian data terbebas dari gejala multikolinearitas.

3. Perusahaan *Mature*

Berikut ini hasil uji multikolinearitas untuk seluruh sampel pada model 1.

Tabel 4.14 Nilai Matriks Korelasi Model 1 Perusahaan *Mature*

	IAROA	INSID	INSID ²	INS	NLA	LER	RD	ME	AG
IAROA	1.00	0.15	0.20	0.08	0.18	0.11	0.08	-0.04	0.24
INSID	0.15	1.00	0.87	-0.22	-0.26	-0.02	-0.01	-0.10	-0.09
INSID ²	0.20	0.87	1.00	-0.17	-0.14	0.01	0.02	-0.05	-0.11
INS	0.08	-0.22	-0.17	1.00	0.09	0.00	-0.05	0.28	0.06
NLA	0.18	-0.26	-0.14	0.09	1.00	0.06	-0.06	0.04	0.21
LER	0.11	-0.02	0.01	0.00	0.06	1.00	-0.03	-0.02	0.02
RD	0.08	-0.01	0.02	-0.05	-0.06	-0.03	1.00	0.33	0.04
ME	-0.04	-0.10	-0.05	0.28	0.04	-0.02	0.33	1.00	0.06
AG	0.24	-0.09	-0.11	0.06	0.21	0.02	0.04	0.06	1.00

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews 6.0* (2012)

Berdasarkan Tabel 4.14. Koefisien korelasi antara variabel INSID dengan INSID² sebesar 0,87 atau melebihi 0,8. Hal ini menunjukkan adanya gejala multikolinearitas. Multikolinearitas dari kedua variabel tersebut terjadi karena INSID² merupakan jumlah kuadrat dari INSID. Gejala multikolinearitas antara INSID dan INSID² dapat diabaikan dengan mengacu pada Gujarati (2004).

Selanjutnya untuk uji multikolinearitas model kedua dapat dilihat pada Tabel 4.8.

Tabel 4.15 Nilai Matriks Korelasi Model 2 Perusahaan Mature

	IAROA	BMO	BLOCK	INSPRI	INSPRS	NLA	LER	RD	ME	AG
IAROA	1.00	-0.03	0.16	-0.02	0.03	0.18	0.11	0.08	-0.04	0.24
BMO	-0.03	1.00	-0.13	0.12	-0.07	-0.10	0.00	-0.06	-0.10	0.00
BLOCK	0.16	-0.13	1.00	-0.09	-0.18	-0.24	-0.02	0.01	-0.08	-0.09
INSPRI	-0.02	0.12	-0.09	1.00	-0.79	-0.16	-0.04	-0.04	-0.02	-0.03
INSPRS	0.03	-0.07	-0.18	-0.79	1.00	0.19	0.06	-0.01	0.10	0.08
NLA	0.18	-0.10	-0.24	-0.16	0.19	1.00	0.06	-0.06	0.04	0.21
LER	0.11	0.00	-0.02	-0.04	0.06	0.06	1.00	-0.03	-0.02	0.02
RD	0.08	-0.06	0.01	-0.04	-0.01	-0.06	-0.03	1.00	0.33	0.04
ME	-0.04	-0.10	-0.08	-0.02	0.10	0.04	-0.02	0.33	1.00	0.06
AG	0.24	0.00	-0.09	-0.03	0.08	0.21	0.02	0.04	0.06	1.00

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews 6.0* (2012)

Berdasarkan Tabel 4.15 menunjukkan bahwa tidak ada nilai koefisien korelasi antar variabel independen yang melebihi +/- 0,8. Dengan demikian data terbebas dari gejala multikolinearitas.

4. Perusahaan *Stagnation*

Berikut ini hasil uji multikolinearitas untuk seluruh sampel pada model 1.

Tabel 4.16 Nilai Matriks Korelasi Model 1 Perusahaan *Stagnation*

	IAROA	INSID	INSID ²	INS	NLA	LER	RD	ME	AG
IAROA	1.00	-0.24	-0.20	0.18	0.08	0.20	-0.03	0.37	0.24
INSID	-0.24	1.00	0.98	-0.27	-0.13	0.03	-0.11	-0.12	-0.12
INSID ²	-0.20	0.98	1.00	-0.20	-0.11	0.02	-0.09	-0.10	-0.10
INS	0.18	-0.27	-0.20	1.00	0.00	-0.23	0.24	0.30	0.01
NLA	0.08	-0.13	-0.11	0.00	1.00	-0.03	0.09	-0.09	0.18
LER	0.20	0.03	0.02	-0.23	-0.03	1.00	-0.12	0.07	0.05
RD	-0.03	-0.11	-0.09	0.24	0.09	-0.12	1.00	-0.02	0.00
ME	0.37	-0.12	-0.10	0.30	-0.09	0.07	-0.02	1.00	0.10
AG	0.24	-0.12	-0.10	0.01	0.18	0.05	0.00	0.10	1.00

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews 6.0* (2012)

Berdasarkan Tabel 4.16 Koefisien korelasi antara variabel INSID dengan INSID² sebesar 0,98 atau melebihi 0,8. Hal ini menunjukkan adanya gejala multikolinearitas. Multikolinearitas dari kedua variabel tersebut terjadi karena INSID² merupakan jumlah kuadrat dari INSID. Gejala multikolinearitas antara INSID dan INSID² dapat diabaikan dengan mengacu pada Gujarati (2004).

Selanjutnya untuk uji multikolinearitas model kedua dapat dilihat pada Tabel 4.8.

Tabel 4.17 Nilai Matriks Korelasi Model 2 Perusahaan *Stagnation*

	IAROA	BMO	BLOCK	INSPRI	INSPRS	NLA	LER	RD	ME	AG
IAROA	1.00	-0.12	-0.22	-0.05	0.21	0.08	0.20	-0.03	0.37	0.24
BMO	-0.12	1.00	-0.09	0.22	-0.28	0.11	0.07	-0.12	-0.20	-0.11
BLOCK	-0.22	-0.09	1.00	-0.14	-0.19	-0.14	0.02	-0.09	-0.09	-0.10
INSPRI	-0.05	0.22	-0.14	1.00	-0.68	-0.07	0.10	-0.18	-0.01	0.11
INSPRS	0.21	-0.28	-0.19	-0.68	1.00	0.16	-0.18	0.26	0.15	-0.06
NLA	0.08	0.11	-0.14	-0.07	0.16	1.00	-0.03	0.09	-0.09	0.18
LER	0.20	0.07	0.02	0.10	-0.18	-0.03	1.00	-0.12	0.07	0.05
RD	-0.03	-0.12	-0.09	-0.18	0.26	0.09	-0.12	1.00	-0.02	0.00
ME	0.37	-0.20	-0.09	-0.01	0.15	-0.09	0.07	-0.02	1.00	0.10
AG	0.24	-0.11	-0.10	0.11	-0.06	0.18	0.05	0.00	0.10	1.00

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews* 6.0 (2012)

Berdasarkan Tabel 4.17 menunjukkan bahwa tidak ada nilai koefisien korelasi antar variabel independen yang melebihi +/- 0,8. Dengan demikian data terbebas dari gejala multikolinearitas.

4.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan cara membandingkan besarnya nilai *sum square residual/ SSR* estimasi yang telah dibobot (*Sum Squared Residual Weighted*) dan *residual sum square* estimasi yang belum dibobot (*Sum Squared Residual Unweighted*). Jika nilai *SSR weighted* statistik lebih besar dari *SSR unweighted*, maka model tersebut terbebas dari masalah heteroskedastisitas dan telah homokedastisitas.

Tabel 4.18 Nilai SSR

No.	Sampel	Model	Nilai	
			<i>SSR Weighted</i>	<i>SSR Unweighted</i>
1.	Seluruh sampel	Model 1	2,252339	4,185980
		Model 2	2,273808	4,264492
2.	Perusahaan tahap <i>growth</i>	Model 1	0,436186	0,805088
		Model 2	0,422647	0,757572
3.	Perusahaan tahap <i>mature</i>	Model 1	1,284579	2,033208
		Model 2	1,284535	2,081111
4.	Perusahaan tahap <i>stagnation</i>	Model 1	0,290431	0,777831
		Model 2	0,285091	0,765878

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews* 6.0 (2012)

Berdasarkan Tabel 4.18, nilai SSR *Weighted* lebih kecil dibandingkan dengan nilai SSR *Unweighted* yang artinya terdapat masalah heteroskedastisitas dalam kedua model tersebut. Untuk mengatasi masalah ini maka dilakukan *treatment*, yaitu dengan menggunakan *White Heteroskedastisitas-Consistent Standard Error and Variance Treatment* tersebut telah disediakan pada software *Eviews* versi 6.0 Dengan demikian *output* dari model diasumsikan akan terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

4.2.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dapat dilakukan dengan menggunakan uji Durbin-Watson. Pengujian Durbin-Watson dapat dilakukan dengan bantuan *software Eviews*, yaitu dengan membandingkan nilai Durbin-Watson (DW) stat dan nilai Durbin-Watson tabel.

Tabel 4.19 Nilai Durbin-Watson

No.	Sampel	Model	Nilai Durbin-Watson	Model
1.	Seluruh sampel	Model 1	2,055822	FEM
		Model 2	2,044057	FEM
2.	Perusahaan <i>growth</i>	Model 1	2,026278	REM
		Model 2	3,098981	FEM
3.	Perusahaan <i>mature</i>	Model 1	1,834331	REM
		Model 2	1,829399	REM
4.	Perusahaan <i>stagnation</i>	Model 1	3,226149	FEM
		Model 2	3,195257	FEM

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews* 6.0 (2012)

Tabel 4.19 menunjukkan nilai DW stat. Untuk melihat apakah terdapat gejala autokorelasi maka perlu dibandingkan dengan nilai DW tabel. Berhubung terdapat empat jenis data dengan jumlah yang berbeda serta variabel independen yang berbeda pula, maka terdapat 8 tabel DW. Nilai DW Tabel dapat dilihat dengan cara mengidentifikasi jumlah *cross-section* (n) dan jumlah variabel independen (k). Berikut ini masing-masing nilai tabel DW.

1. Seluruh sampel perusahaan

Berikut ini nilai DW untuk model 1 pada seluruh sampel perusahaan di mana dengan $n = 121$ dan $k = 8$.

Tabel 4.20 Nilai DW Tabel untuk Model 1 Seluruh Sampel

Korelasi Positif	Tidak tahu	Tidak ada korelasi	Tidak tahu	Korelasi negatif
0	1,5652	2	2,4348	4
		1,8460	2,154	

Sumber: Olahan penulis (2012)

Berdasarkan tabel 4.20 terlihat bahwa nilai DW stat berada pada rentang 1,8460–2,154. Dengan demikian model terbebas atau tidak ada autokorelasi. Sementara itu, untuk model 2 akan digunakan nilai DW tabel sebagai berikut di mana $n = 121$ dan $k = 9$:

Tabel 4.21 Nilai DW Tabel untuk Model 2 Seluruh Sampel

Korelasi Positif	Tidak tahu	Tidak ada korelasi	Tidak tahu	Korelasi negatif
0	1,5471	2	2,4529	4
		1,8653	2,1347	

Sumber: Olahan penulis (2012)

Berdasarkan tabel 4.21 terlihat bahwa nilai DW stat model 2 berada pada rentang 1,8653 – 2,1347 yang berarti tidak terdapat autokorelasi.

2. *Perusahaan growth*

Berikut ini nilai DW untuk model 1 di mana dengan $n = 73$ dan $k = 8$.

Tabel 4.22 Nilai DW Tabel untuk Model 1 Perusahaan *Growth*

Korelasi Positif	Tidak tahu	Tidak ada korelasi	Tidak tahu	Korelasi negatif
0	1,3874	2	2,6126	4
		1,8692	2,1308	

Sumber: Olahan penulis (2012)

Berdasarkan tabel 4.22 terlihat bahwa nilai DW stat berada pada rentang 1,8692–2,1308. Dengan demikian model terbebas atau tidak ada autokorelasi. Sementara itu, untuk model 2 akan digunakan nilai DW tabel sebagai berikut di mana $n = 73$ dan $k = 9$:

Tabel 4.23 Nilai DW Tabel untuk Model 2 Perusahaan *Growth*

Korelasi Positif	Tidak tahu	Tidak ada korelasi	Tidak tahu	Korelasi negatif	
0	1,3566	1,9042	2,0958	2,6434	4

Sumber: Olahan penulis (2012)

Berdasarkan tabel 4.23 terlihat bahwa nilai DW stat model 2 berada pada rentang 2,6434–4 yang berarti terdapat autokorelasi negatif.

3. *Perusahaan mature*

Berikut ini nilai DW untuk model 1 di mana dengan $n = 116$ dan $k = 8$.

Tabel 4.24 Nilai DW Tabel untuk Model 1 Perusahaan *Mature*

Korelasi Positif	Tidak tahu	Tidak ada korelasi	Tidak tahu	Korelasi negatif		
0	1,5528	1,8465	2	2,1535	2,4472	4

Sumber: Olahan penulis (2012)

Berdasarkan tabel 4.24 terlihat bahwa nilai DW stat berada pada rentang 1,5528–2,1535 yang berarti berada di wilayah tidak tahu atau tidak dapat mengambil keputusan. Sementara itu, untuk model 2 akan digunakan nilai DW tabel sebagai berikut di mana $n = 116$ dan $k = 9$:

Tabel 4.25 Nilai DW Tabel untuk Model 2 Perusahaan *Mature*

Korelasi Positif	Tidak tahu	Tidak ada korelasi	Tidak tahu	Korelasi negatif		
0	1,5339	1,8667	2	2,1333	2,461	4

Sumber: Olahan penulis (2012)

Berdasarkan tabel 4.25 terlihat bahwa nilai DW stat model 2 berada pada rentang 1,5339–1,8667 yang berarti berada di wilayah tidak tahu atau tidak dapat mengambil keputusan.

4. *Perusahaan stagnant*

Berikut ini nilai DW untuk model 1 di mana dengan $n = 48$ dan $k = 8$.

Tabel 4.26 Nilai DW Tabel untuk Model 1 Perusahaan *Stagnant*

Korelasi Positif	Tidak tahu	Tidak ada korelasi	Tidak tahu	Korelasi negatif	
0	1,1776	1,9339	2,0661	2,8224	4

Sumber: Olahan penulis (2012)

Berdasarkan tabel 4.26 terlihat bahwa nilai DW stat berada pada rentang 2,8224–4 yang berarti terdapat autokorelasi negatif. Sementara itu, untuk model 2 akan digunakan nilai DW tabel dengan $n = 48$ dan $k = 9$:

Tabel 4.27 Nilai DW Tabel untuk Model 2 Perusahaan *Stagnant*

Korelasi Positif	Tidak tahu	Tidak ada korelasi	Tidak tahu	Korelasi negatif	
0	1,1305	1,9992	2,0008	2,8695	4

Sumber: Olahan penulis (2012)

Berdasarkan tabel 4.27 terlihat bahwa nilai DW stat model 2 berada pada rentang 2,8695–4 yang berarti terdapat autokorelasi negatif.

Gejala autokorelasi merupakan gejala yang wajar pada penggunaan data runtun waktu atau time series, karena adanya hubungan yang terdapat pada data yang digunakan. Data yang digunakan merupakan data gabungan antara *time series* dengan data *cross sectional* yang biasa disebut sebagai data panel. Oleh karena itu, adanya gejala autokorelasi akan relatif sering terjadi karena “gangguan” pada seseorang atau individu atau individu pada seseorang atau individu/kelompok yaitu cenderung mempengaruhi “gangguan” pada individu/kelompok yang sama pada periode berikutnya (Ghazali, 2009; dalam Rahman, 2011). Selain itu, menurut Nachrowi dan Usman (2006), model estimasi efek tetap (*fixed effect model/FEM*) tidak membutuhkan asumsi terbebasnya model dari serial korelasi, maka uji tentang autokorelasi dapat diabaikan. Dengan demikian untuk model 1 dan 2 seluruh sampel, model 2 perusahaan *growth*, dan model 1 dan 2 perusahaan *stagnant*, uji autokorelasi dapat diabaikan berhubung model dari ketiganya menggunakan FEM (lihat Tabel 4.19). Sementara itu, model 1 dan 2 perusahaan *mature* menggunakan model efek random (*random effect*

model/REM) sehingga tidak akan melakukan *treatment* apapun untuk mengatasi autokorelasi. Hal ini didasari oleh penggunaan REM yang telah menggunakan metode *generalized least square* (GLS), yang merupakan salah satu cara mengatasi masalah autokorelasi. Selain itu, penggunaan REM mengasumsikan bahwa *error* setiap varians pada masing-masing variabel *cross section* antar waktu adalah sama dan diasumsikan bahwa antar variabel tidak terdapat autokorelasi (Gujarati, 2004).

4.3 Pengujian Data Panel

Pengolahan data untuk jenis data panel memiliki tiga macam alternatif model, seperti yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya, yaitu:

1. Model *Pooled Least Square* (PLS)
2. Model pendekatan efek tetap atau *Fixed Effect Model* (FEM)
3. Model pendekatan efek acak atau *Random Effect Model* (REM)

4.3.1 Uji Chow

Uji Chow dilakukan untuk memilih *pooled least square* atau *fixed effect model* (FEM). Berikut ini adalah hasil pengujian dari Chow test.

Tabel 4.28 Hasil Uji Chow

No.	Sampel	Model	Effect Test	Prob.	Keputusan
1.	Seluruh sampel	Model 1	Cross-section F	0,0000	Tolak H ₀
			Cross-section Chi-square	0,0000	
		Model 2	Cross-section F	0,0000	Tolak H ₀
			Cross-section Chi-square	0,0000	
2.	Perusahaan <i>growth</i>	Model 1	Cross-section F	0,0000	Tolak H ₀
			Cross-section Chi-square	0,0000	
		Model 2	Cross-section F	0,0000	Tolak H ₀
			Cross-section Chi-square	0,0000	
3.	Perusahaan <i>mature</i>	Model 1	Cross-section F	0,0000	Tolak H ₀
			Cross-section Chi-square	0,0000	
		Model 2	Cross-section F	0,0000	Tolak H ₀
			Cross-section Chi-square	0,0000	
4.	Perusahaan <i>stagnation</i>	Model 1	Cross-section F	0,0000	Tolak H ₀
			Cross-section Chi-square	0,0000	
		Model 2	Cross-section F	0,0000	Tolak H ₀
			Cross-section Chi-square	0,0000	

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews 6.0* (2012)

Berdasarkan Tabel 4.11, nilai *p-value* lebih kecil dibandingkan dengan nilai $\alpha = 5\%$ sehingga diambil keputusan untuk menolak H_0 yang artinya bahwa persamaan tidak dapat dimodelkan dengan *pooled least square*.

4.3.2 Uji Hausman

Uji Hausman dilakukan setelah uji Chow apabila metode FEM digunakan. Nilai yang harus diperhatikan pada uji Hausman adalah nilai probabilitas dari Chi-square.

Tabel 4.29 Hasil Uji Hausman

No.	Sampel	Model	Effect Test	Prob.	Keputusan
1.	Seluruh sampel	Model 1	Cross-section random	0,0003	Terima H_0
		Model 2	Cross-section random	0,0026	Terima H_0
2.	Perusahaan <i>growth</i>	Model 1	Cross-section random	0,2964	Tolak H_0
		Model 2	Cross-section random	0,0367	Terima H_0
3.	Perusahaan <i>mature</i>	Model 1	Cross-section random	0,2621	Tolak H_0
		Model 2	Cross-section random	0,3521	Tolak H_0
4.	Perusahaan <i>stagnation</i>	Model 1	Cross-section random	0,0000	Terima H_0
		Model 2	Cross-section random	0,0000	Terima H_0

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews 6.0* (2012)

Berdasarkan hasil uji Hausman sebagaimana yang terlihat pada Tabel 4.29 di mana jika *p-value* $< 0,05$, maka tidak menolak H_0 yang berarti model sebaiknya menggunakan model FEM. Sebaliknya jika *p-value* $> 0,05$, maka tolak H_0 yang berarti model sebaiknya menggunakan REM. Dengan demikian berikut model pengujian yang digunakan dalam penelitian ini:

Tabel 4.30 Penggunaan Model Estimasi

No.	Sampel	Model	Model Panel
1.	Seluruh sampel	Model 1	FEM
		Model 2	FEM
2.	Perusahaan <i>growth</i>	Model 1	REM
		Model 2	FEM
3.	Perusahaan <i>mature</i>	Model 1	REM
		Model 2	REM

(Lanjutan)

No.	Sampel	Model	Model Panel
4.	Perusahaan <i>stagnation</i>	Model 1	FEM
		Model 2	FEM

Sumber: Olahan penulis (2012)

4.4 Uji Statistik Model

Uji statistik model berkaitan dengan kriteria statistik yang digunakan untuk melihat seberapa baik model atau variabel yang digunakan dalam suatu penelitian. Kriteria statistik tergantung dari beberapa nilai atau parameter yang diuji dengan uji statistik. Berikut ini adalah kriteria statistik yang digunakan:

4.4.1 R^2 dan *Adjusted R²* (Koefisien Determinasi)

Nachrowi dan Usman (2006) menjelaskan bahwa R^2 sangat berguna untuk mengukur 'kedekatan' antara nilai prediksi dan nilai sesungguhnya dari variabel terikat. Semakin besar R^2 , maka semakin 'kuat' pula hubungan antara variabel terikat dengan satu atau banyak variabel bebas. Nilai R^2 berada dalam kisaran $0 < R^2 < 1$. Apabila mendekati nol atau 0, maka variabel terikat semakin tidak bisa dijelaskan oleh variabel-variabel bebas yang digunakan dalam penelitian. Sebaliknya, jika mendekati 1, maka model regresi yang digunakan semakin baik. Sementara itu, *adjusted R²* ditujukan untuk memperkuat daya prediksi suatu model.

Tabel 4.31 Ringkasan R^2 dan *Adjusted R²*

No.	Sampel	Model	R^2	<i>Adjusted R²</i>
1.	Seluruh sampel	Model 1	0,8917	0,8672
		Model 2	0,9000	0,8772
2.	Perusahaan <i>growth</i>	Model 1	0,1836	0,1493
		Model 2	0,7678	0,6071
3.	Perusahaan <i>mature</i>	Model 1	0,1287	0,1102
		Model 2	0,1163	0,095
4.	Perusahaan <i>stagnation</i>	Model 1	0,8786	0,7573
		Model 2	0,8772	0,7498

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews* 6.0 (2012)

Berdasarkan Tabel 4.31 maka dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Seluruh sampel

Nilai R^2 untuk seluruh sampel pada model 1 sebesar 89,17% yang berarti bahwa kinerja perusahaan dengan proksi IAROA, sebagai variabel terikat/dependen dalam model ini, dapat dijelaskan 89,17% oleh model, sedangkan 11,83% dijelaskan oleh faktor lain di luar model. Sementara itu, pada model 2 menunjukkan R^2 sebesar 90% yang berarti bahwa kinerja perusahaan dengan proksi IAROA, sebagai variabel terikat/dependen dalam model ini, dapat dijelaskan 90% oleh model, sedangkan 10% dijelaskan oleh faktor lain di luar model.

2. Perusahaan *growth*

Nilai R^2 untuk seluruh sampel pada model 1 sebesar 18,36% yang berarti bahwa kinerja perusahaan dengan proksi IAROA, sebagai variabel terikat/dependen dalam model ini, dapat dijelaskan 18,36% oleh model, sedangkan 81,64% dijelaskan oleh faktor lain di luar model. Sementara itu, pada model 2 menunjukkan R^2 sebesar 76,78% yang berarti bahwa kinerja perusahaan dengan proksi IAROA, sebagai variabel terikat/dependen dalam model ini, dapat dijelaskan 76,78% oleh model, sedangkan 23,22% dijelaskan oleh faktor lain di luar model.

3. Perusahaan *mature*

Nilai R^2 untuk seluruh sampel pada model 1 sebesar 12,87% yang berarti bahwa kinerja perusahaan dengan proksi IAROA, sebagai variabel terikat/dependen dalam model ini, dapat dijelaskan 12,87% oleh model, sedangkan 87,13% dijelaskan oleh faktor lain di luar model. Sementara itu, pada model 2 menunjukkan R^2 sebesar 11,63% yang berarti bahwa kinerja perusahaan dengan proksi IAROA, sebagai variabel terikat/dependen dalam model ini, dapat dijelaskan 11,63% oleh model, sedangkan 88,37% dijelaskan oleh faktor lain di luar model.

4. Perusahaan *stagnation*

Nilai R^2 untuk seluruh sampel pada model 1 sebesar 87,86% yang berarti bahwa kinerja perusahaan dengan proksi IAROA, sebagai variabel terikat/dependen dalam model ini, dapat dijelaskan 87,86% oleh model, sedangkan 12,14% dijelaskan oleh faktor lain di luar model. Sementara itu, pada model 2 menunjukkan R^2 sebesar 87,72% yang berarti bahwa kinerja perusahaan dengan proksi IAROA, sebagai variabel terikat/dependen dalam model ini, dapat dijelaskan 87,72% oleh model, sedangkan 12,28% dijelaskan oleh faktor lain di luar model.

4.4.2 Signifikansi Linear Berganda (*F-stat*)

Nachrowi dan Usman (2006) menyatakan bahwa Uji-*F* diperuntukkan guna melakukan uji hipotesis koefisien (*slope*) regresi secara bersamaan. Berikut ini pada Tabel 4.31 menyajikan hasil ringkasan uji *F*:

Tabel 4.31 Ringkasan *F-Stat* dan *Prob. F-Stat*

No.	Sampel	Model	<i>F-Stat</i>	<i>Prob. F-Stat</i>	<i>Significant</i>
1.	Seluruh sampel	Model 1	36,41272	0,000000	Signifikan*
		Model 2	39,43957	0,000000	Signifikan*
2.	Perusahaan <i>growth</i>	Model 1	5,342926	0,000005	Signifikan*
		Model 2	4,777471	0,000000	Signifikan*
3.	Perusahaan <i>mature</i>	Model 1	6,946233	0,000000	Signifikan*
		Model 2	5,486326	0,000000	Signifikan*
4.	Perusahaan <i>stagnation</i>	Model 1	7,241449	0,000000	Signifikan*
		Model 2	6,888452	0,000000	Signifikan*

Ket: * menunjukkan tingkat signifikansi pada level 1%

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews* 6.0 (2012)

Berdasarkan Tabel 4.31 maka dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Seluruh sampel

Nilai *F-stat* pada seluruh sampel untuk model 1 sebesar 36,41272 dengan probabilitas sebesar 0, nilai ini berada pada tingkat keyakinan 99% atau dapat dikategorikan sebagai *highly* signifikan. Hal yang sama juga didapatkan pada model 2 dengan nilai *F-stat* sebesar 39,43957 dengan probabilitas sebesar 0 atau pada tingkat keyakinan 99% di mana termasuk ke dalam kategori *highly*

signifikan. Jadi, secara bersama-sama struktur kepemilikan yang mencakup kepemilikan orang dalam/INSID (termasuk BMO dan BLOCK) dan konsentrasi kepemilikan institusi/INS (termasuk *pressure-insensitive*/INSPRI dan *pressure-sensitive*/INSPRS), ukuran perusahaan/*size*, *leverage*, *R&D expenditure*, *marketing expenditure*, serta *asset growth* mempengaruhi kinerja perusahaan yang diproksikan dengan IAROA secara signifikan. Hasil uji F yang signifikan menunjukkan bahwa model yang dibuat paling tidak mempunyai sebuah koefisien kemiringan/*slope* sama dengan nol. Dengan kata lain, paling tidak ada sebuah variabel bebas yang mempunyai pengaruh nyata terhadap variabel terikat/dependen.

2. Perusahaan *growth*

Nilai F-stat untuk model 1 sebesar 5,342926 dengan probabilitas sebesar 0,000005 atau berada pada tingkat keyakinan 99% sehingga dapat dikategorikan sebagai *highly* signifikan. Hal yang sama juga didapatkan pada model 2 dengan nilai F-stat sebesar 4,777471 dengan probabilitas sebesar 0 atau pada tingkat keyakinan 99% di mana termasuk ke dalam kategori *highly* signifikan. Dengan demikian, secara bersama-sama struktur kepemilikan yang mencakup kepemilikan orang dalam/INSID (termasuk BMO dan BLOCK) dan konsentrasi kepemilikan institusi/INS (termasuk *pressure-insensitive*/INSPRI dan *pressure-sensitive*/INSPRS), ukuran perusahaan/*size*, *leverage*, *R&D expenditure*, *marketing expenditure*, serta *asset growth* mempengaruhi kinerja perusahaan yang diproksikan dengan IAROA secara signifikan. Hasil uji F yang signifikan menunjukkan bahwa model yang dibuat paling tidak mempunyai sebuah koefisien kemiringan/*slope* sama dengan nol. Dengan kata lain, paling tidak ada sebuah variabel bebas yang mempunyai pengaruh nyata terhadap variabel terikat/dependen.

3. Perusahaan *mature*

Nilai F-stat untuk model 1 sebesar 6,946233 dengan probabilitas sebesar 0 atau berada pada tingkat keyakinan 99% sehingga dapat dikategorikan sebagai *highly* signifikan. Hal yang sama juga didapatkan pada model 2 dengan nilai F-

stat sebesar 5,486326 dengan probabilitas sebesar 0 atau pada tingkat keyakinan 99% di mana termasuk ke dalam kategori *highly* signifikan. Dengan demikian, secara bersama-sama struktur kepemilikan yang mencakup kepemilikan orang dalam/INSID (termasuk BMO dan BLOCK) dan konsentrasi kepemilikan institusi/INS (termasuk *pressure-insensitive*/INSPRI dan *pressure-sensitive*/INSPRS), ukuran perusahaan/*size*, *leverage*, *R&D expenditure*, *marketing expenditure*, serta *asset growth* mempengaruhi kinerja perusahaan yang diproksikan dengan IAROA secara signifikan. Hasil uji F yang signifikan menunjukkan bahwa model yang dibuat paling tidak mempunyai sebuah koefisien kemiringan/*slope* sama dengan nol. Dengan kata lain, paling tidak ada sebuah variabel bebas yang mempunyai pengaruh nyata terhadap variabel terikat/dependen.

4. Perusahaan *stagnation*

Nilai F-stat untuk model 1 sebesar 7,241449 dengan probabilitas sebesar 0 atau berada pada tingkat keyakinan 99% di mana termasuk ke dalam kategori *highly* signifikan. Hal yang sama didapatkan pada model 2 dengan nilai F-stat sebesar 6,888452 dengan probabilitas sebesar 0 yang berada pada tingkat keyakinan 99% di mana termasuk ke dalam kategori *highly* signifikan. Dengan demikian, secara bersama-sama struktur kepemilikan yang mencakup kepemilikan orang dalam/INSID (termasuk BMO dan BLOCK) dan konsentrasi kepemilikan institusi/INS (termasuk *pressure-insensitive*/INSPRI dan *pressure-sensitive*/INSPRS), ukuran perusahaan/*size*, *leverage*, *R&D expenditure*, *marketing expenditure*, serta *asset growth* mempengaruhi kinerja perusahaan yang diproksikan dengan IAROA secara signifikan.

4.4.3 Signifikansi Parsial (*T-stat*)

Uji *t* digunakan untuk melihat tingkat signifikansi masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat dengan mengasumsikan variabel bebas lainnya konstan (Pratomo, 2009). Berikut Tabel 4.32 menyajikan hasil regresi model 1 untuk masing-masing sampel.

Tabel 4.32 Hasil Regresi Model 1

	All firms	Growing firms	Mature firms	Stagnant Firms
Var. Dependen:				
IAROA				
Independen Var.				
INSID	-0,3528* (-4,0389)	-0,1052 (-0,4010)	-0,0382 (-0,3475)	4,4197 (1,5409)
INSID_2	1,4466* (3,8124)	0,9333 (1,1911)	1,4159* (4,4538)	-6,0269 (-0,7597)
INS	-0,0497* (-4,6302)	-0,0190 (-0,5062)	0,0361** (2,2857)	0,0416 (0,5980)
NLA	-0,0008 (-0,3910)	0,0032 (0,8491)	0,0063** (2,0279)	-0,0384*** (-1,7073)
LER	0,0005* (2,9069)	9,59E-05 (0,7849)	0,0006* (5,4225)	7,97E-05 (0,7177)
RD	-0,1539 (-1,0974)	-0,1401 (-1,0642)	1,9682 (1,2805)	0,1911 (0,0981)
ME	-0,3423* (-10,2217)	-0,2990* (-7,5793)	-0,1696*** (-1,8252)	-0,9527** (-2,0426)
AG	0,0043 (0,5612)	0,0012 (0,0427)	0,0943* (5,6696)	-0,0032 (-0,1656)
Observations	695	199	385	111
R ²	0,8917	0,1836	0,1287	0,8786
Adj. R ²	0,8672	0,1493	0,1102	0,7573

Ket:

$IAROA = \beta_0 + \beta_1(INSID) + \beta_2(INSID)^2 + \beta_3(INS) + \beta_4(NLA) + \beta_5(LER) + \beta_6(RD) + \beta_7(ME) + \beta_8(AG) + \epsilon$
Tabel 4.32 menunjukkan estimasi model persamaan yang mencakup 121 perusahaan dengan 695 data tahun perusahaan selama periode 2005-2010. Sub sampel meliputi 199 data tahun perusahaan tahap *growth*, 385 pada tahap *mature*, dan 111 pada tahap *stagnant*. Variabel dependennya adalah *industry-adjusted return on asset* (IAROA). Variabel independen meliputi *insider* (INSID) dan *institutional ownership concentration* (INS), *firm size* (NLA), *liabilities* (LER), R&D (RD), *marketing expenditure* (ME), serta *asset growth* (AG). Statistik t berada dibawah nilai koefisien; *, **, *** menunjukkan tingkat signifikansi pada level 1%, 5%, 10%.

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews* 6.0 (2012)

Sementara itu, Tabel 4.32 menyajikan hasil regresi model 2 di mana kepemilikan orang dalam atau *insider*/INSID dibagi menjadi dua, yaitu BMO dan BLOCK, serta konsentrasi kepemilikan institusi juga dipecah menjadi dua, yaitu INSPRI dan INSPRS.

Tabel 4.32 Hasil Regresi Model 2

	All firms	Growing firms	Mature firms	Stagnant Firms
Var. Dependen:				
IAROA				
Independen Var.				
BMO	-0,4745 (-0,7124)	7,627 (1,5306)	-0,1201 (-0,2089)	3,9185 (1,4117)
BLOCK	-0,0042 (-0,0385)	-1,8098** (-2,5991)	0,3776* (2,9287)	2,3006 (1,6356)
INSPRI	-0,0140 (-0,7936)	-0,1534* (-2,8497)	0,0439** (2,3712)	0,0048 (0,1879)
INSPRS	-0,0332** (-2,1452)	-0,1588** (-2,5028)	0,0457** (2,5324)	0,0109 (0,2142)
NLA	-0,0028 (-0,8562)	0,0038 (0,2278)	0,0079* (2,7438)	-0,0374 (-1,7143)
LER	0,0005* (3,0309)	6,98E-05 (0,3400)	0,0006* (5,5565)	9,38E-05 (0,7165)
RD	-0,1550 (-1,0853)	-0,1454 (-0,5576)	1,8768 (1,1222)	0,2401 (0,1256)
ME	-0,3297* (-9,9099)	-0,4615* (-5,1609)	-0,1518 (-1,6455)	-0,9912** (-2,0887)
AG	0,0108 (1,3599)	-0,0372 (-1,199)	0,0861* (4,0761)	-0,0036 (-0,1922)
Observations	695	199	385	111
R ²	0,9000	0,7678	0,1163	0,8772
Adj. R ²	0,8772	0,6071	0,0951	0,7498

Ket:

$$IAROA = \beta_0 + \beta_1(BMO) + \beta_2(BLOCK) + \beta_3(INSPRI) + \beta_4(INSPRS) + \beta_5(NLA) + \beta_6(LER) + \beta_7(RD) + \beta_8(ME) + \beta_9(AG) + \varepsilon$$

Tabel 4.32 menunjukkan estimasi model persamaan yang mencakup 121 perusahaan dengan 695 data tahun perusahaan selama periode 2005-2010. Sub sampel meliputi 199 data tahun perusahaan tahap *growth*, 385 pada tahap *mature*, dan 111 pada tahap *stagnant*. Variabel dependennya adalah *industry-adjusted return on asset* (IAROA). Variabel independen meliputi *board and managers* dan *blockholders ownership* (BMO dan BLOCK), *pressure-insensitive* dan *pressure-sensitive institutional ownership* (INSPRI dan INSPRS), *firm size* (NLA), *liabilities* (LER), R&D (RD), *marketing expenditure* (ME), serta *asset growth* (AG). Statistik t berada dibawah nilai koefisien; *,** menunjukkan tingkat signifikansi pada level 1%, 5%.

Sumber: Olahan penulis menggunakan *Eviews* 6.0 (2012)

Interpretasi dari kedua hasil regresi di atas akan dijelaskan pada sub-bab berikut:

4.4.3.1 Kepemilikan Orang Dalam (*Insider Ownership*)

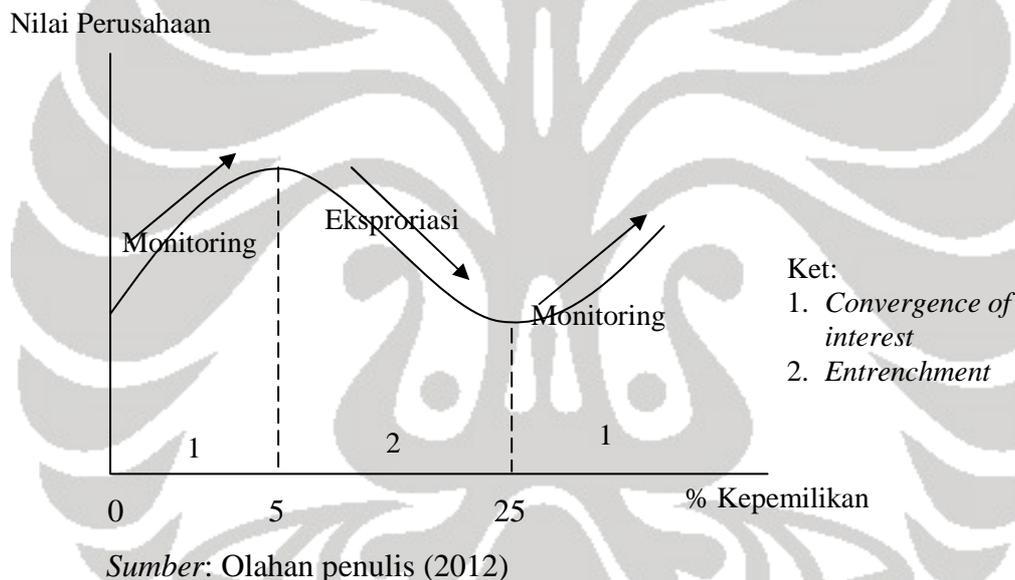
Pada seluruh sampel perusahaan dalam **Model 1**, nilai koefisien kepemilikan orang dalam (INSID) adalah -0,3528 yang signifikan pada level 1% dan berhubungan negatif terhadap kinerja perusahaan (t-stat = -4,0389).

Sementara koefisien kepemilikan orang dalam kuadrat (INSID²) adalah 1,4466 yang signifikan pada level 1% dan berhubungan positif terhadap kinerja perusahaan ($t\text{-stat} = 3,8124$). Hasil ini berbeda dengan hasil yang ditemukan oleh Liang *et al.*, (2011) di mana koefisien kepemilikan orang dalam/INSID bernilai positif dan bernilai negatif untuk koefisien kepemilikan orang dalam kuadrat/INSID². Hasil temuan Liang *et al.*, (2011) konsisten dengan hipotesis *convergence of interest* dan *entrenchment effect*.

Hipotesis *convergence of interest* menyatakan hubungan yang positif antara kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan. Hal ini didasarkan pada pemikiran bahwa remunerasi manajer tergantung pada total penciptaan nilai perusahaan dalam bentuk klaim residual. Ketika kepemilikan manajer meningkat, maka manajer harus membayar bagian yang lebih besar atas biaya dari aktivitas yang mengurangi nilai perusahaan. Sementara itu, hipotesis *entrenchment effect* menyatakan hubungan yang negatif antara kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan. Hal ini didasarkan pada manajer yang mengendalikan sebagian substansi modal perusahaan dapat memiliki pengaruh yang cukup untuk mengamankan kondisi hubungan kerja yang diinginkan termasuk gaji yang atraktif. Dengan demikian, keuntungan yang didapatkan dari reputasinya (kualifikasi superior dan *personality* yang dimiliki) dengan bebas dapat menentukan seberapa besar kekuatan voting-nya (*voting power*) yang merupakan kendali seorang manajer atas kepemilikannya pada perusahaan. Hubungan dari kedua hipotesis ini ditunjukkan dengan kurva yang non linear. Dari hubungan kedua hipotesis tersebut, maka kepemilikan orang dalam akan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan hingga titik tertentu. Artinya jika kepemilikan orang dalam yang meningkat akan berimplikasi terhadap kinerja perusahaan secara positif, namun ketika kemudian kepemilikan tersebut ditambah justru akan menurunkan kinerja perusahaan. Hubungan tersebut ditunjukkan pada Gambar 4.5 di mana membentuk kurva U terbalik (*inverted U-shaped*).

Hasil penelitian ini memang berbeda dengan yang ditemukan oleh Liang *et al.*, (2011), namun justru sejalan dengan temuan hasil penelitian Selarka (2005) serta Park dan Jang (2010). Hasil temuan Selarka (2005) serta Park dan Jang (2010) menunjukkan hubungan yang membentuk kurva U (*U-shaped*) di mana

koefisien kepemilikan orang dalam/INSID bernilai negatif dan bernilai positif pada kepemilikan orang dalam kuadrat/INSID². Kurva dengan bentuk U menunjukkan bahwa kinerja perusahaan pertama-tama menurun, kemudian meningkat seiring dengan kenaikan kepemilikan orang dalam (*convergence of interest hypothesis*). Bentuk kurva U mendukung penjelasan tentang pengambilalihan aset (*expropriation*) oleh orang dalam sampai kepemilikannya mencapai tingkat yang substansial, di mana insentif bagi orang dalam menurun karena pengaruh kekayaan pribadi yang melekat pada kepemilikan yang tinggi (Selarka, 2005). Adanya pengaruh yang signifikan tersebut maka **H₀ ditolak** untuk proksi INSID pada seluruh sampel perusahaan untuk **Model 1**.



Gambar 4.5 Hubungan Kinerja Perusahaan dan Kepemilikan Orang Dalam

Pada penelitian ini juga dilakukan pengujian lebih mendalam untuk melihat hubungan non linear di mana kepemilikan orang dalam dibagi ke dalam tiga kategori berdasarkan *range* besarnya kepemilikan sebagaimana dalam **Model 1b**. Kategori ini meliputi besar kepemilikan antara 0-5%, 5%-25%, dan lebih dari 25%. Pembagian kategori ini mengacu pada penelitian Morck *et al.*, (1988). Untuk lebih jelas, dapat dicontohkan jika kepemilikan orang dalam sebesar 27%, maka pada range 0-5% akan diisikan sebesar 5%, kemudian range 5%-25% diisikan 20%, dan pada kepemilikan lebih dari 25% diisikan 2%. Hasil pengujian

dapat dilihat dalam lampiran 10. Dari hasil pengujian ditemukan bahwa kepemilikan 0-5% berpengaruh positif, 5%-25% berpengaruh negatif, dan kepemilikan lebih dari 25% berpengaruh positif. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan 0-5% dan lebih dari 25% mengarah pada hipotesis *convergence of interest*, sebaliknya kepemilikan 5%-25% mengarah pada hipotesis *entrenchment effect*.

Untuk menilai kembali pengaruh kepemilikan orang dalam terhadap kinerja perusahaan di antara tahap siklus hidup, maka dilakukan pengujian dengan mengeksploitasi interaksi antara kepemilikan orang dalam dan variabel *dummy* dari tiap siklus hidup sebagaimana dalam **Model 1a**. Dari pengujian tersebut ditemukan koefisien interaksi baik pada perusahaan *growth* dan *mature* adalah positif, namun tidak signifikan. Sementara pada perusahaan *stagnant* memiliki hubungan yang negatif dan signifikan antara kepemilikan orang dalam dan kinerja perusahaan pada level 1%. Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam akan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan untuk perusahaan tahap *growth* dan *mature*. Hasil pengujian ini dapat dilihat dalam lampiran 7, 8, dan 9.

Selain pada seluruh sampel perusahaan, hubungan non linear dengan bentuk kurva U (*U-shaped*) juga ditemukan pada sampel perusahaan yang berada pada tahap *mature* di mana nilai koefisien kepemilikan orang dalam -0,0382 namun tidak signifikan dan berhubungan negatif. Sementara koefisien kepemilikan orang dalam kuadrat ($INSID^2$) adalah 1,4159 yang signifikan pada level 1% dan berhubungan positif terhadap kinerja perusahaan ($t\text{-stat} = 4,4538$). Dengan demikian penelitian ini menunjukkan terdapat hubungan yang signifikan antara kepemilikan orang dalam (*insiders*) terhadap kinerja perusahaan sehingga **H_0 ditolak untuk Model 1.**

Kepemilikan orang dalam pada penelitian ini dipecah menjadi dua spesifikasi, yaitu BMO (< 5%) dan BLOCK (> 5%) sebagaimana dalam **Model 2**. Ini dapat dilihat pada hasil regresi pada Tabel 4.32. Hasil regresi menunjukkan bahwa untuk seluruh sampel perusahaan dan perusahaan pada tahap *stagnant*, baik BMO dan BLOCK tidak memiliki pengaruh yang signifikan sehingga **H_0 tidak ditolak**. Sementara untuk perusahaan yang berada pada tahap *growth* maupun

mature, kepemilikan *blockholder* (BLOCK) memiliki pengaruh yang signifikan, namun tidak signifikan pada proksi *board and managers* (BMO). Kepemilikan *blockholder* pada perusahaan *growth* memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan koefisien -1,89098 pada level 5% (t-stat = -2,5991). Hal yang berbeda pada perusahaan *mature*, di mana kepemilikan *blockholder* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan koefisien 0,3776 pada level 1% (t-stat = 2,9287). Dengan demikian **H₀ tidak ditolak** untuk proksi BMO dan **H₀ ditolak** untuk proksi BLOCK untuk **Model 2** baik pada perusahaan *growth* maupun *mature*.

Kepemilikan *blockholder* mampu mempengaruhi secara positif terhadap kinerja perusahaan mengingat bahwa ketika kepemilikan manajer meningkat atau besar, maka manajer harus membayar bagian yang lebih besar atas biaya dari aktivitas yang mengurangi nilai perusahaan (Rose, 2005). Oleh karena itu, manajer tidak akan membiarkan nilai perusahaan menurun, sebab manajer telah membayar biaya yang cukup besar terkait dengan jumlah kepemilikannya di perusahaan. Kepemilikan *blockholder* berpengaruh positif ini ditemukan untuk sampel perusahaan dalam tahap *mature*. Pada perusahaan yang berada pada tahap *mature* di mana penjualan moderat dan margin laba mulai menurun, maka strategi yang digunakan agar penjualan dan margin laba tetap tinggi adalah dengan memberikan porsi kepemilikan manajer dalam jumlah yang besar. Oleh karena itu, manajer akan berusaha keras meningkatkan kinerja perusahaan mengingat *return* yang akan diperolehnya. Sebaliknya terjadi pada perusahaan yang berada pada tahap *growth* di mana memang penjualan dan margin laba tinggi, maka ketika jumlah kepemilikan manajer besar justru akan mengurangi kinerja perusahaan. Kepemilikan *blockholder* akan mengarah pada *entrenchment* yang mana manajer/agen dapat mengekspropriasi kekayaan pemegang saham minoritas (Fama dan Jensen, 1983; Morck *et al.*, 1988; Shleifer dan Vishny, 1997; dalam Thomsen *et al.*, 2006).

Kepemilikan *blockholder* sebenarnya dapat mempengaruhi secara positif atau pun negatif terhadap nilai perusahaan. Pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan terjadi jika *blockholder* memiliki preferensi yang kuat untuk tetap memegang kontrol/kendali karena harga pasar yang lebih tinggi memungkinkan

untuk membiayai suatu tingkat investasi dengan mengeluarkan jumlah yang lebih sedikit dari saham kepada pemilik luar (La Porta *et al.*, 2000; dalam Thomsen *et al.*, 2006). Oleh karena itu, jika pemilik yang telah ada sebelumnya (*incumbent*) memegang fraksi saham yang lebih besar di perusahaan yang memiliki nilai tinggi, maka *incumbent blockholder* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan secara tidak langsung. Hal ini merupakan hipotesis preferensi kendali (*the control preference hypothesis*). Sementara itu, nilai perusahaan yang negatif karena adanya *blockholder* terjadi jika *blockholder* lebih cenderung untuk menjual saham ketika harganya naik/tinggi (Zeckhouser dan Pound, 1990; dalam Thomsen *et al.*, 2006). Hal ini karena adanya risiko absolut dan biaya kesempatan (*opportunity cost*) yang ditanggung atas kepemilikan saham yang meningkat seiring nilainya yang juga meningkat. Ini merupakan hipotesis biaya kesempatan (*the opportunity cost hypothesis*).

4.4.3.2 Kepemilikan Institusi

Kepemilikan institusi dalam penelitian ini adalah konsentrasi kepemilikan institusi yang dihitung dengan menggunakan Herfindahl Index. Pada seluruh sampel perusahaan dalam **Model 1**, nilai koefisien konsentrasi kepemilikan institusi (INS) adalah -0,0497 yang signifikan pada level 1% yang berarti berhubungan negatif terhadap kinerja perusahaan (t-stat = -4,6302). Hasil ini sejalan dengan Fazlzadeh *et al.*, (2011) yang juga menemukan bahwa konsentrasi kepemilikan institusi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Pengaruh negatif terjadi ketika investor memiliki saham dengan jumlah besar, manajemen akan terkesan dengan kekuatan dan bukan mengejar manfaat/keuntungan dari semua pemegang saham. Manajemen hanya akan mencoba untuk memuaskan pemegang saham institusi tertentu yang memiliki saham mayoritas perusahaan dan prosedurnya, yang pada akhirnya akan menyebabkan kegagalan dalam kinerja keuangan. Selain itu, Sari (2004) menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan di suatu perusahaan lebih mengakibatkan biaya agensi yang ditanggung perusahaan menjadi lebih tinggi dari tingkat keuntungannya. Hal ini bisa disebabkan karena pemilik-pemilik saham yang juga sekaligus pemegang kontrol perusahaan dapat mengatur manajer

dalam menjalankan kegiatan perusahaan, baik kegiatan operasi, investasi, maupun pendanaan. Dengan demikian manajer akan cenderung mengikuti pemegang saham kontrol. Dari hasil tersebut maka dapat disimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusi memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kinerja perusahaan sehingga **H₀ ditolak** untuk proksi INS pada **Model 1**. Selain pada seluruh sampel perusahaan, pengaruh negatif konsentrasi kepemilikan institusi terhadap kinerja perusahaan juga terjadi pada perusahaan *growth*. Namun, pengaruh tersebut tidak signifikan, meskipun nilai koefisiennya negatif, yaitu -0,0190 (t-stat = -0,5062). Dengan demikian, **H₀ tidak ditolak** untuk proksi INS pada **Model 1** perusahaan *growth*.

Berbeda dengan hasil keseluruhan sampel yang menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan, konsentrasi kepemilikan institusi justru berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan *mature*. Hal ini terlihat dengan nilai koefisien sebesar 0,0361 pada level 5% (t-stat = 2,2857). Hasil ini sejalan dengan Kapopoulos dan Lazaretou (2007; dalam Perrini *et al.*, 2008) dan Perrini *et al.*, (2008) yang juga menemukan bahwa struktur kepemilikan yang lebih terkonsentrasi akan berhubungan positif dengan profitabilitas perusahaan. Kepemilikan yang terkonsentrasi akan mendorong tindakan monitoring yang lebih besar sehingga kinerja keuangan akan menjadi lebih baik. Menurut Joh (2001, dalam Wasef, 2010) konsentrasi kepemilikan dapat mengurangi masalah agensi antara pemilik dengan manajer. Adanya kepemilikan saham yang terkonsentrasi/ pemegang saham pengendali menghadirkan keuntungan, yaitu kemampuannya dalam memonitor dan mendisiplinkan manajemen. Pengendali perusahaan juga tidak hanya mampu menekan agar manajemen memberikan laporan berkala kepada pengendali tersebut secara langsung, tetapi juga adanya kesempatan mempengaruhi kepengurusan secara langsung (Surya dan Yustiavandana, 2008). Dari hasil tersebut maka dapat disimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusi berpengaruh positif dan signifikan pada perusahaan *mature* sehingga **H₀ ditolak** untuk proksi INS pada **Model 1**. Hasil yang sama juga didapatkan pada perusahaan *stagnant*, namun pengaruhnya tidak signifikan di mana nilai

koefisiennya sebesar 0,0416 (t -stat = 0,5980). Dengan demikian **H₀ tidak ditolak** untuk proksi INS dalam **Model 1** pada perusahaan *stagnant*.

Kepemilikan institusi terbagai menjadi dua spesifikasi, yaitu *pressure-insensitive* (INSPRI) dan *pressure-sensitive* (INSPRS) sebagaimana yang ditampilkan pada **Model 2**. Untuk seluruh sampel perusahaan, INSPRI memiliki pengaruh negatif tidak signifikan dengan nilai koefisien -0,0140 (t -stat = 0,7936) sehingga **H₀ tidak ditolak**. Sementara INSPRS memiliki pengaruh negatif secara signifikan pada level 5% dengan nilai koefisien -0,0332 (t -stat = -2,1452) sehingga **H₀ ditolak**. Hasil INSPRS yang negatif sejalan dengan Bhattacharaya dan Graham (2007) yang menemukan bahwa investor institusi yang memiliki hubungan investasi dan bisnis (*pressure-sensitive*) berpengaruh negatif (merugikan) terhadap kinerja perusahaan. Investor institusional *pressure-sensitive* kurang bersedia menentang keputusan manajemen karena ingin melindungi relasi bisnisnya (*private benefits*) sehingga akan tunduk terhadap manajemen perusahaan. Ketika investor tunduk terhadap manajemen perusahaan maka kemampuan memonitoring menjadi rendah. Hal tersebut dapat mendorong manajemen bersikap egois terutama dalam kaitannya dengan pengambilan keputusan sehingga efeknya pada kinerja keuangan. Ini juga sejalan dengan hipotesis *strategic-alignment* yang mana memprediksi hubungan negatif antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan. Hipotesis *strategic-alignment* menjelaskan bahwa antara investor institusional dan manajer memiliki kepentingan yang sama atau terdapatnya keuntungan yang bersamaan pada perusahaan sehingga keduanya melakukan tindakan yang kooperatif. Tindakan yang kooperatif di antara keduanya ini justru akan mengurangi efek manfaat (*beneficial effect*) pada nilai perusahaan (Pound, 1988; dalam McConnell dan Servaes, 1990).

Pada perusahaan *growth*, INSPRI dan INSPRS memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan, masing-masing pada level 1% dan 5%. Nilai koefisien INSPRI adalah -0,1534 (t -stat = -2,8497) dan INSPRS -0,1588 (t -stat = -2,5028). Hasil INSPRI dan INSPRS yang berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan sejalan dengan Ersoy-Bozcuk dan Lasfer (2000) serta Faccio dan Lasfer (2000). Hasil tersebut menunjukkan bahwa peran monitoring INSPRI dan INSPRS

diragukan atau dengan kata lain pada perusahaan tahap *growth*, kedua tipe investor institusi tersebut tidak memainkan peran yang signifikan terkait tindakan monitoring. Ramaswamy *et al.*, (2008) dalam penelitiannya menyatakan bahwa perusahaan yang tumbuh biasanya masih belum memiliki hal-hal yang berhubungan sistem *corporate governance*. Hal ini karena perusahaan tersebut masih berfokus pada kegiatan inovasi atas produknya, praktik organisasional dan manajerial, serta monitoring profitabilitas atau pun pelanggan. Selain itu, menurut para ahli, perusahaan yang masih muda hierarki manajemen masih datar. Oleh karena itu, perusahaan lebih cenderung sedang mencoba menemukan struktur organisasionalnya yang dapat berjalan dengan baik, sehingga belum memiliki cukup waktu atau kesempatan dalam menerapkan sistem *corporate governance*.

Sebaliknya pada perusahaan *mature*, INSPRI dan INSPRS memiliki pengaruh yang positif dan signifikan pada level 5% dengan nilai koefisien INSPRI adalah 0,0439 (t-stat = 2,3712) dan INSPRS 0,0457 (t-stat = 2,5324). Hasil ini sejalan dengan Liang *et al.*, (2011) dan Cornet *et al.*, (2007) yang juga menemukan hubungan positif antara INSPRI dan INSPRS terhadap kinerja keuangan. Pada perusahaan *mature*, pasar maupun pelanggan telah berjalan dengan baik (*stable condition*) sehingga kerangka kerja *corporate governance* dapat diterapkan dengan baik. Selain itu, struktur organisasi atau pun sistem manajemen perusahaan *mature* tidak lagi datar sehingga secara hierarki telah terbangun dengan baik/lebih formal yang implikasinya adalah sistem *corporate governance* yang baik sangat dibutuhkan (Miller dan Friesen, 1984; Ramaswamy *et al.*, 2008).

Hasil yang berbeda di antara perusahaan *growth* dan *mature* menunjukkan bahwa INSPRI dan INSPRS lebih nyata terlihat pengaruhnya secara positif pada perusahaan *mature*. Hasil tersebut menjelaskan bahwa sistem *corporate governance*, khususnya seperti aktivitas monitoring sangat terlihat dan tentu tinggi pada perusahaan *mature*. Oleh karena itu, adanya INSPRI dan INSPRS dengan kemampuan monitoring justru akan memberikan pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan. Secara teoritis, menurut Solomon (2007), investor institusional merepresentasikan mekanisme lain yang kuat dari *corporate governance* yang dapat memantau manajemen perusahaan. Hal ini dimaksudkan

untuk menyalurkan kepentingan manajemen dengan kelompok pemegang saham. Dengan demikian, investor institusional memainkan peran yang penting dalam proses pemantauan manajemen perusahaan. Pound (1992; dalam Jones *et al.*, 1997) juga menyatakan hal yang sama, yaitu investor institusional akan memunculkan *corporate governance* melalui “pendekatan politik”, yaitu peran investor institusional adalah untuk memotivasi guna mendukung monitoring manajemen. Peran monitoring yang kuat dan sangat dibutuhkan pada perusahaan *mature* didukung oleh penelitian Filatochev *et al.*, (2006). Penelitian Filatochev *et al.*, (2006) menghubungkan antara *corporate governance*, *strategic “thresholds”*, dan siklus hidup. Hubungan tersebut dapat ditunjukkan pada Gambar 4.6.

		Governance Objectives	
		Wealth creation	Wealth protection
Strategic Environment	High “Velocity”	Quadrant 1 Founder/IPO threshold Governance functions: <ul style="list-style-type: none"> - Monitoring: low - Resource: high - Strategy: high 	Quadrant 2 IPO/maturity threshold Governance functions: <ul style="list-style-type: none"> - Monitoring: medium - Resource: medium - Strategy: high
	Low “Velocity”	Quadrant 4 “Re-invention” threshold Governance functions: <ul style="list-style-type: none"> - Monitoring: low - Resource: medium - Strategy: medium 	Quadrant 3 Maturity/decline threshold Governance functions: <ul style="list-style-type: none"> - Monitoring: high - Resource: low - Strategy: low

Sumber: Filatochev *et al.*, (2006)

Gambar 4.6 Strategic “Threshold” and the Roles of Corporate Governance

Pada Gambar 4.6, menurut Filatochev *et al.*, (2006), kuadran 2 menjelaskan bahwa ketika perusahaan dewasa dan manajemennya menjadi lebih profesional dan perusahaan bergerak ke arah tahap *mature*, struktur kepemilikan berubah dan semakin pentingnya pemegang kepentingan luar (*external stakeholders*), dapat menggeser keseimbangan terhadap fungsi monitoring dan kontrol dari sistem

governance. Oleh karena itu, pada tahap *mature* ini, peran pelindung nilai (*value-protecting*) *corporate governance* menjadi sangat penting. Hal yang sama juga terjadi pada kuadran 3 di mana ketika perusahaan memasuki tahap *mature* dan *decline*, peran monitoring *corporate governance* tetap tinggi. Ini berhubungan dengan hipotesis *free cash flow* (FCF), yaitu konflik keagenan tinggi/parah ketika organisasi dewasa dan menghasilkan rente yang cukup substansial (*substantial rents*). Hipotesis FCF memprediksi bahwa manajer dengan kekuatan meminjam yang tidak digunakan/terpakai atau cadangan kas yang besar lebih memungkinkan memberikan manfaat yang rendah atau bahkan menghancurkan nilai merger atau diversifikasi yang tidak berhubungan dengan perusahaan. Meskipun FCF saja bukan berarti biaya agen, hipotesis mengasumsikan bahwa hal itu dapat meningkatkan *managerial entrenchment* dan mendorong perilaku egois manajerial. Oleh karena itu, dewan perusahaan dan pemegang saham eksternal harus waspada terutama dalam hal pemantauan (*monitoring*) terhadap keputusan manajerial pada perusahaan tahap *decline*. Pada saat yang sama pula, FCF yang lebih besar mengurangi pentingnya peran sumber daya dan strategi *corporate governance* sehingga fungsi lainnya, yaitu monitoring menjadi jauh lebih penting. Penjelasan dari Filatochev *et al.*, (2006) sejalan dengan Roche (2008) yang juga membuktikan bahwa fungsi monitoring *corporate governance* pada tahap *mature* lebih tinggi.

Sementara itu, Liang *et al.*, (2011) memiliki pandangan yang berbeda, yaitu peran *corporate governance*, khususnya INSPRI dan INSPRS lebih nyata/terlihat pada perusahaan *mature* menunjukkan bahwa *corporate governance* dapat dijadikan sebagai alat berkompetisi. Hal ini mengingat perusahaan *mature*, pertumbuhan penjualan telah moderat dan margin laba mulai menurun sehingga peran monitoring sangat dibutuhkan. Sebaliknya, pada perusahaan *growth*, *corporate governance* juga tetap dibutuhkan, namun perannya belum dapat maksimal dan barangkali belum dapat digunakan sebagai alat berkompetisi di mana perusahaan masih berfokus pada pertumbuhan usahanya. Meskipun hasil temuan antara perusahaan *growth* dan *mature* saling bertolak belakang, namun keduanya memiliki pengaruh yang signifikan, sehingga **H₀ ditolak** untuk proksi INSPRI dan INSPRS pada **Model 2**.

Hasil pengaruh positif INSPRI dan INSPRS terhadap kinerja perusahaan tidak hanya ditemukan pada perusahaan *mature*, tetapi juga pada perusahaan *stagnant*. Nilai koefisien INSPRI dan INSPRS adalah masing-masing sebesar 0,0048 (t-stat = 0,1879) dan 0,0109 (t-stat = 0,2142). Namun pengaruh positif tersebut tidak signifikan sehingga dengan demikian **H₀ tidak ditolak** untuk proksi INSPRI dan INSPRS pada perusahaan *stagnant* untuk **Model 2**.

4.4.3.3 *Size, Leverage, R&D Expenditure, Marketing Expenditure, serta Asset Growth*

Variabel kontrol dalam penelitian ini meliputi *size*/ukuran perusahaan (NLA), *leverage*/tingkat utang (LER), *R&D expenditure* (RD), *marketing expenditure* (ME), serta *asset growth*/pertumbuhan aset (AG). Variabel kontrol pertama NLA untuk model 1 berpengaruh signifikan pada level 5% dan 10% pada perusahaan *mature* dan *stagnant*. Namun pengaruhnya berbeda di mana pada perusahaan *mature* memiliki pengaruh positif dengan koefisien 0,0063 (t-stat = 2,0279), sementara memiliki pengaruh negatif dengan koefisien -0,0384 (t-stat = -1,7073) pada perusahaan *stagnant*. Sementara itu pada model 2, ukuran perusahaan juga berpengaruh positif secara signifikan pada perusahaan *mature* di mana nilai koefisien regresinya adalah 0,0079 (t-stat = 2,7438) pada level 1%. Pengaruh ukuran perusahaan yang bernilai positif konsisten baik dalam model 1 dan 2 pada perusahaan *mature*.

Pada perusahaan *mature*, hubungan positif yang terjadi karena perusahaan pada tahap ini dengan ukuran yang semakin besar cenderung akan meningkatkan skala ekonominya karena mengejar tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi, untuk itu mereka juga memperkerjakan manajer-manajer yang memiliki kompetensi dan keahlian serta menformalitkan penggunaan prosedur-prosedur yang akan menghasilkan kinerja yang lebih baik yang pada akhirnya akan memperbaiki kegiatan operasional perusahaan menjadi efisien dan meningkatkan profitabilitas perusahaan (Wasef, 2010). Hal ini mengingat perusahaan *mature* memiliki pertumbuhan penjualan moderat dan margin laba mulai menurun. Oleh karena itu, diperlukan manajer yang berkompentensi untuk dapat meningkatkan kembali atau pun mempertahankan pertumbuhan perusahaan. Selain itu ukuran

perusahaan juga menentukan peluang-peluang dalam memperoleh kesempatan berinvestasi yang berdampak pada tingkat pengembalian perusahaan (Joh, 2001; dalam Wasef, 2010). Namun pada perusahaan *stagnant*, ukuran perusahaan justru memiliki pengaruh yang negatif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa ketika perusahaan semakin besar namun secara siklus berada pada tahap *stagnant* justru akan mengeluarkan beban/biaya operasional yang lebih besar sehingga implikasinya adalah akan menurunkan profitabilitas perusahaan.

Variabel kontrol kedua adalah tingkat utang (LER). Pada model 1 dan 2, besarnya tingkat utang berpengaruh positif secara signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan level 1% pada seluruh sampel maupun perusahaan *mature*. Namun pengaruh tersebut relatif kecil, yakni terlihat dari nilai koefisien untuk seluruh sampel perusahaan adalah 0,0005 (t-stat = 2,9069) dan pada perusahaan *mature* sebesar 0,0006 (t-stat = 5,4225). Nilai koefisien tersebut konsisten baik dalam model 1 dan 2. Nilai koefisien yang positif menunjukkan bahwa variabel utang merupakan salah satu mekanisme dari *corporate governance* yang turut mempengaruhi nilai perusahaan (Suranta dan Midiastuty, 2003). Penggunaan utang bagi perusahaan umumnya digunakan untuk mengurangi biaya keagenan (Crutchley dan Hansen, 1989). Oleh karena itu, ketika ada dua pihak yang berkepentingan (pemegang saham dan kreditor) maka proses *monitoring* dapat dijalankan dengan baik sehingga akan dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Variabel kontrol ketiga adalah R&D *expenditure* (RD). Pada model 1 dan 2 terlihat bahwa variabel RD tidak memiliki pengaruh yang signifikan, meskipun terdapat nilai koefisien yang positif dan negatif yang berarti ada hubungan positif dan negatif terhadap kinerja perusahaan. Variabel kontrol keempat adalah *marketing expenditure* (ME). Berdasarkan hasil model 1 dan 2 menunjukkan bahwa ME memiliki pengaruh negatif yang signifikan. Hasil ini sejalan dengan Liang *et al.*, (2011). *Marketing expenditure* pada dasarnya merupakan biaya bagi perusahaan yang secara perhitungan akuntansi akan mengurangi laba perusahaan. Selanjutnya variabel kontrol yang terakhir adalah *asset growth* (AG). AG memiliki pengaruh positif secara signifikan pada level 1% hanya pada perusahaan *mature* dan konsisten baik dalam model 1 dan 2. Nilai koefisien AG untuk model 1 adalah 0,0943 (t-stat = 5,6696) dan untuk model 2 senilai 0,0861 (t-stat = 4,0761).

Asset growth merepresentasikan profitabilitas perusahaan. Artinya kinerja keuangan yang baik tentu diiringi dengan aset perusahaan yang juga ikut bertumbuh.

4.5 Ringkasan Hasil

Berdasarkan hasil pengujian statistik, maka berikut ini disarikan berkaitan dengan pengujian hipotesis penelitian.

Tabel 4.33 Ringkasan Hasil Uji Statistik

No.	Sampel	Model	Variabel	Pengaruh	Signifikan	Keputusan H_0
1.	Seluruh sampel	Model 1	INSID/ ²	-/+	Ya	Tolak
			INS	-	Ya	Tolak
		Model 2	BMO	-	Tidak	Tidak menolak
			BLOCK	-	Tidak	Tidak menolak
			INSPRI	-	Tidak	Tidak menolak
			INSPRS	-	Ya	Tolak
2.	Perusahaan <i>growth</i>	Model 1	INSID/ ²	-/+	Tidak	Tidak menolak
			INS	-	Tidak	Tidak menolak
		Model 2	BMO	+	Tidak	Tidak menolak
			BLOCK	-	Ya	Tolak
			INSPRI	-	Ya	Tolak
			INSPRS	-	Ya	Tolak
3.	Perusahaan <i>mature</i>	Model 1	INSID/ ²	-/+	Ya	Tolak
			INS	+	Ya	Tolak
		Model 2	BMO	-	Tidak	Tidak menolak
			BLOCK	+	Ya	Tolak
			INSPRI	+	Ya	Tolak
			INSPRS	+	Ya	Tolak
4.	Perusahaan <i>stagnant</i>	Model 1	INSID/ ²	+/-	Tidak	Tidak menolak
			INS	+	Tidak	Tidak menolak
		Model 2	BMO	+	Tidak	Tidak menolak
			BLOCK	+	Tidak	Tidak menolak
			INSPRI	+	Tidak	Tidak menolak
			INSPRS	+	Tidak	Tidak menolak

Sumber: Olahan penulis (2012)

BAB 5

SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Beberapa penelitian terdahulu telah melakukan pengujian terhadap hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan dalam kaitannya dengan *corporate governance*. Penelitian ini juga melakukan hal yang sama, yaitu menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan, namun dihubungkan dengan konsep siklus hidup perusahaan. Hal ini ditujukan untuk melihat apakah struktur kepemilikan memiliki pengaruh berbeda terhadap kinerja perusahaan pada setiap tahapan siklus hidup perusahaan.

Pada penelitian ini didapatkan hasil, yaitu:

1. Kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) memiliki pengaruh yang non linear terhadap kinerja perusahaan secara signifikan, di mana pengaruh tersebut ditunjukkan dengan kurva yang membentuk huruf U (*U-shaped*). Hasil ini berarti bahwa kepemilikan orang dalam dapat meningkatkan kinerja perusahaan hingga titik tertentu dan apabila kepemilikan orang dalam semakin banyak justru akan mengurangi kinerja perusahaan. Sementara itu, konsentrasi kepemilikan institusi (*institutional ownership concentration*) memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan secara signifikan ditemukan pada seluruh sampel. Namun, pada perusahaan tahap *mature*, konsentrasi kepemilikan institusi memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan secara signifikan
2. Kepemilikan saham blok orang dalam (*blockholder*) memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan secara signifikan pada perusahaan tahap *mature*. Sebaliknya, pengaruh negatif dan signifikan ditemukan pada perusahaan tahap *growth*. Sementara itu, kepemilikan institusi *pressure-insensitive* dan *pressure-sensitive* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan tahap *mature*. Namun sebaliknya, pada perusahaan tahap *growth*, kepemilikan institusi *pressure-*

insensitive dan *pressure-sensitive* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan

5.2 Saran dan Implikasi

5.2.1 Saran Penelitian

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh yang berbeda terhadap kinerja perusahaan untuk setiap tahap siklus hidup perusahaan. Dengan demikian, hasil ini diharapkan dapat memberikan kontribusi mengenai pentingnya siklus hidup perusahaan bila dikaitkan dengan pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan. Namun, penelitian ini sebagaimana penelitian lainnya tentu memiliki sejumlah keterbatasan. Keterbatasan penelitian ini meliputi:

1. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan-perusahaan yang berada dalam sektor manufaktur, IT, dan multimedia sehingga jumlah sampel menjadi terbatas. Selain itu, hasil penelitian ini tentunya hanya berlaku pada sektor manufaktur, IT, dan multimedia sehingga hasil bisa saja akan berbeda apabila sampel penelitian ditambah dari sektor lainnya. Oleh karena itu, untuk penelitian selanjutnya, maka sebaiknya menambah jumlah sampel dengan memasukkan perusahaan-perusahaan di sektor lain. Jumlah sampel yang lebih banyak akan dapat lebih menggambarkan secara umum mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan berdasarkan siklus hidup. Artinya ketika semakin beragam perusahaan maka akan dapat memperlihatkan bagaimana pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan secara umum.
2. Penelitian ini terbatas hanya dalam jangka waktu 6 tahun (2005-2010). Maka dari itu, untuk penelitian selanjutnya dapat menambah atau memperpanjang jangka waktu penelitian. Jangka waktu penelitian yang lebih panjang akan dapat jauh lebih menjelaskan terkait dengan konsistensi pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan.
3. Penelitian selanjutnya lebih baik dilakukan kajian yang mendalam, terutama dalam hal pemecahan kepemilikan institusi *pressure-sensitive* dan *pressure-insensitive*. Kajian ini dapat dilakukan dengan melihat secara nyata di

lapangan bagaimana peran yang dimainkan dari masing-masing tipe institusi. Hal ini dimaksudkan untuk memperdalam analisis hasil yang berkaitan dengan *corporate governance* dan siklus hidup perusahaan.

4. Penelitian ini hanya menggunakan tiga bentuk tahap siklus hidup perusahaan (*growth*, *mature*, dan *stagnant*). Tahap siklus hidup yang digunakan tersebut tidak menggunakan dua tahapan siklus hidup lainnya, yaitu *start-up* dan *renewal*. Oleh karena itu, penelitian berikutnya sebaiknya dapat menambah dua tahapan siklus hidup tersebut dan tentunya variabel untuk pengelompokan dari masing-masing siklus jelas didefinisikan.

5.2.2 Implikasi

5.2.2.1 Bagi Perusahaan

Kepemilikan orang dalam (*insider ownership*: manajer dan dewan) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, kompensasi dalam bentuk kepemilikan saham dapat menjadi pilihan dalam mengurangi biaya keagenan atau pun meningkatkan kinerja perusahaan. Namun, ada hal yang perlu diperhatikan, yaitu ada titik di mana kepemilikan orang dalam justru dapat mengurangi kinerja perusahaan.

5.2.2.2 Bagi Investor Non Manajer

Ketika akan berinvestasi, ada baiknya untuk memperhatikan struktur kepemilikan dari suatu perusahaan dan siklus hidupnya. Hal ini penting karena berhubungan dengan kinerja perusahaan dan *return* yang nanti dihasilkan. Selain itu, pada perusahaan dengan kepemilikan institusi yang terkonsentrasi dapat mempengaruhi secara negatif pada kinerja perusahaan. Tipe kepemilikan investor institusi (*pressure-insensitive* dan *pressure-sensitive*) juga memiliki pengaruh yang berbeda terhadap kinerja untuk tahap siklus hidup yang berbeda.

DAFTAR REFERENSI

Buku:

- Baltagi, Badi H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (3 ed.). England: John Wiley & Sons, Ltd..
- Bodie, Z., Kane, A., dan Marcus, A. J. (2009). *Investments: Investasi* (6 ed.). (Z. Dalimunthe, Trans.) Jakarta: Salemba Empat.
- Brealey, Richard A, Stewart C Myers dan Alan J Marcus. (2007). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. (Yelvi Andri Zaimur, Trans). Jakarta: Erlangga.
- Gujarati, Damodar N. (2004). *Basic Econometrics* (4 ed.). New York: McGraw-Hill.
- Hady, Hamdy. (2005). *Manajemen Keuangan Internasional*. Jakarta: UPI YAI dan Mitra Wacana Media.
- Hansen, Don R., dan Mowen M.M. (2006). *Cost Management: Accounting and Control* (5 ed.). Thomson South-Western.
- Huse, Morten. (2007). *Boards, Governance, and Value Creation*. USA: Cambridge University Press.
- Jones, C. Parker. (1996), *Investment: Analysis and Management* (5 ed.). John Wiley and Sons, Inc.
- Kieso, Donald E., Weygandt, Jerry J., dan Warfield, Terry D. (2008). *Intermediate Accounting* (12 ed.). John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.
- Levine, David M., Krehbiel, Timothy, C., dan Berenson, Mark L., (2006). *Business Statistics* (4 ed.). Pearson Education, Inc.
- Mulyadi. (1990). *Akuntansi Biaya*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Nachrowi, D. Nachrowi, dan Usman, Hardius. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Neuman, W. Lawrence. (2007). *Basic of Social Research: Qualitative and Quantitative Approaches*. USA: Pearson Education, Inc.
- Quiry, Pascal, et al. (2005). *Corporate Finance: Theory and Practice*. West Sussex: John Wiley.

- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., dan Jaffe, Jeffrey F. (2002). *Corporate Finance* (6th Ed.). The McGraw-Hill Companies.
- Saragih, Ferdinand D, Adler H Manurung dan Jonni Manurung. (2005). *Dasar-Dasar Keuangan Bisnis: Teori dan Aplikasi*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Sartono, Agus. (1997). *Ringkasan Teori Manajemen Keuangan: Soal dan Penyelesaiannya*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Saunders, Mark, Lewis, Philip, dan Tornhill, Adrian. (2009). *Research Methods for Business Student* (5 ed.). England: Pearson Education Limited.
- Siagian, Dergibson, dan Sugiarto. (2006). *Metode Statistika*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Solomon, Jill. (2007). *Corporate Governance and Accountability*. John Wiley & Sons, Ltd. West Sussex, England.
- Sugiyono. (2002). *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: CV. ALFABETA
- Surya, Indra, dan Yustiavandana, Ivan. (2008). *Penerapan Good Corporate Governance: Mengesampingkan Hak-Hak Istimewa Demi Kelangsungan Usaha*. Jakarta: Kencana. (Kerjasama Fakultas Hukum Universitas Indonesia dan Lembaga Kajian Pasar Modal dan Keuangan/LKPMK FHUI).
- Wilamarta, Misahardi. (2005). *Hak Pemegang Saham Minoritas dalam Rangka Good Corporate Governance*. Jakarta: Program Pascasarjana Fakultas Hukum Universitas Indonesia.

Jurnal, Skripsi, Tesis, serta Disertasi

- Abor, J., dan Biekpe, N. An Emperical Test of the Agency Problems and Capital Structure of South African Quoted SMEs. *SAJAR*, Vol. 20, No. 1, pp. 51-65.
- Adams, Renée B., dan Santos, João A.C. (2006). Identifying the Effect of Managerial Control on Firm Performance. *Journal of Accounting and Economics*, 41, pp. 55-85.
- Almazan, A., Hartzell, J., and Starks, L. T. (2005). Active Institutional Shareholders and Cost of Monitoring: Evidence from Managerial Compensation. *Financial Management*, 34(4), 5-34.
- Anderson, Ronald C., dan Reeb, David M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 3, pp. 1301-1328.
- Arviza, Bellani M. (2011). *Analisis Pengaruh Struktur Family Ownership terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan dalam*

Indeks LQ 45 Periode 2004-2009). Skripsi. Departemen Ilmu Administrasi Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia. Tidak Diterbitkan.

- Barnhart, Scott W., dan Rosenstein, Stuart. (1998). Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Emperical Analysis. *The Financial Review* 33, 4; ABI/INFORM Global.
- Jara-Bertin, Mauricio, López-Iturriaga, Félix, dan López-de-Foronda, Oscar. (2012). Does the Influence of Institutional Investors Depend on the Institutional Framework? An International Analysis. *Applied Economics* 44, pp. 265-278.
- Bhattacharya, Prasad S., dan Graham, Michael. (2007). Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland. *Working Paper SSRN*.
- Black, E.L. (1998). Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-Relevance of Earnings and Cash Flow. *Journal of Financial Statement Analysis*, Fall. 4, 1, ABI/INFORM, pg. 40.
- Chaganti, Rajeswararao, dan Damanpour, Fabriborz. (1991). Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, Vol. 12 No. 7, pp. 479-491.
- Cornett, Marcia M. et al. (2007). The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance. *Journal of Banking & Finance*, 31, pp. 1771-1794.
- Craswell, A.T., Taylor, S.L., dan Saywell, R.A. (1997). Ownership Structure and Corporate Performance: Australian Evidence. *Pasific-Basin Finance Journal*, 5, pp. 301-323.
- Crutchley, Claire E. Dan Hansen, Robert S. (1989). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, Vol. 18 No. 4 (Winter), pp. 36-46.
- Damsetz, Harold, dan Villalonga, Belén. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance* 7, pp. 209-233.
- David, Parthiban, Kochlar, Rahul, dan Levitas, Edward. (1998). The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation. *The Academy of Management Journal*, Vol. 41 No. 2, pp. 200-208.
- Denis, David J., Denis, Diane K., dan Sarin, Atulya. (1999). Agency Theory and the Influence of Equity ownership structure on Corporate Diversification Strategies. *Strategic Management Journal*, Vol. 20 No. 11, pp. 1071-1076.

- Dickinson, Victoria. (2006). *Future Profitability and Growth, and the Roles of Firm Life Cycle and Barriers-to-Entry*. Disertasi. Accounting, University of Wisconsin-Madison.
- Drakos, A.A., dan Bekiris, F.V. (2010). Corporate Performance, Managerial Ownership Endogeneity: A Simultaneous Analysis for the Athens Stock Exchange. *Research in International Business and Finance*, 24, pp. 24-38.
- Earle, J.S., Kucsera, C., dan Telegdy, A. (2004). Ownership Concentration and Corporate Performance on the Budapest Stock Exchange: Do Too Many Cooks Spoil the Goulash?. *Upjohn Institute Working Paper No. 03-93*.
- Ersoy-Bozcuk, Aslihan, dan Lasfer, M. Ameziane. (2000). Change in UK Share Ownership and Corporate Monitoring. *Working Paper from City University Business School, London*.
- Faccio, Mara., dan Lasfer, M. A. (2000). Do Occupational Pension Funds Monitor Companies in which They Hold Large Stakes?. *Journal of Corporate Finance*, 6, pp. 71-110.
- Fan, Joseph P.H., dan Wong, T.J. (2002). Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33, pp. 401-425.
- Fazlzadeh, Alireza, Hendi, A. Tahbaz, dan Mahboubi, Kazem. (2011). The Examination of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance in Listed Firms of Tehran Stock Exchange Based on the Type of the Industry. *International Journal of Business and Management*, Vol. 6 No. 3 pg. 249-266.
- Filatovchev, Igor, Toms, Steve, dan Wright, Mike. (2006). The Firm's Strategic Dynamics and Corporate Governance Life Cycle. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 2 No. 4, pp. 256-279.
- Gumanti, T.A., dan Puspitasari, N. (2008). Siklus Kehidupan Perusahaan dan Kaitannya dengan *Investment Opportunity Set*, Risiko, dan Kinerja Finansial. *Jurnal Akuntansi & Bisnis*, Vol. 8, No. 2, pp. 139-150.
- Hermalin, Benjamin E., dan Weisbach, Michael S. (1991). The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, Vol. 20 No. 4, pp. 101-102.
- Holderness, Clifford G., Kroszner, Randall S., dan Sheehan, Dennis P. (1999). Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Dispersion. *The Journal of Finance* Vol. LIV, No. 2.

- Holm, Claus, dan Schøler, Finn. (2010). Reduction of Asymmetric Information Through Corporate Governance Mechanisms-The Importance of Ownership Dispersion and exposure toward the International Capital Market. *An International Review*, 18(1): 32-47.
- Jensen, Michael C., dan Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp 305-360.
- Jones, Steven L., Lee, Darrell, dan Tompkins, James, G. (1997). Corporate Value and Ownership Structure in the Post-Takeover Period: What Role Do Institutional Investor Play?. *Managerial and Decision Economics*, Vol. 18, No. 7/8, The Use of Finance and Economics in Securities Regulation and Corporation Law, pp. 627-643.
- Juniarti dan Limanjaya, Rini. (2005). Mana yang Lebih Memiliki *Value-Relevant: Net Income* atau *Cash Flows* (Studi Terhadap Siklus Organisasi). *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, Vol. 7 No. 1, pp. 22-42.
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, dan Schleifer, Andrei. (1999). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, pp. 471-571.
- Liang, Chiung-Ju, Lin, Ying-Li. (2008). Which IC Is More Important? A Life-Cycle Perspective. *Journal Intellectual Capital*, Vol. 9 No. 1, pp. 62-76.
- Liang, Chiung-Ju, Lin, Ying-Li, dan Huang, Tzu-Tsang. (2011). Does Multi-Dimensional Ownership Structure Matter in Firm performance? A Dynamic Firm's Life Cycle Perspective. *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 5 No. 2.
- McConnell, John J., dan Servaes, Henri. (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595-612.
- McConnel, John J., Servaes, Henri, dan Lins, Karl V. (2008). Changes in Insider Ownership and Changes in the Market Value of the Firm. *Journal of Corporate Finance* 14, pp. 92-106.
- Miller, Danny, dan Friesen, Peter H. (1984). A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. *Management Science*, Vol. 30, No. 10, pp. 1161-1183.
- Miles, Grant, Snow, C.C., dan Sharfman, M.P. (1993). Industry Variety and Performance. *Strategic Management Journal*, 14, 3, ABI/INFORM, pp. 163.

- Mínguez-Vera, Antonio dan Martín-Ugedo, Juan Francisco. (2007). Does Ownership Structure Affect Value? A Panel Data Analysis for the Spanish Market. *International Review of Financial Analysis* 16, pp. 81-98.
- Morck, Randall, Shleifer, Andrei, dan Vishny, Robert W. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economic*, 20, pp. 293-315.
- Park, Kwangmin dan Jang, SooCheong (Shawn). (2010). Insider Ownership and Firm Performance: An Examination of Restaurant Firms. *International Journal of Hospitality Management* 29, pp. 448-458.
- Perrini, Francesco, Rossi, Ginevra, dan Rovetta Barbara. (2008). Does Ownership Structure Affect Performance? Evidence from Italian Market. *An International Review*, Vol 16 No. 4.
- Pratomo, Teddy. (2009). *Analisis Pengaruh Kepemilikan Saham dan Konsentrasi Kepemilikan terhadap Struktur Modal serta Dampaknya kepada Kinerja Keuangan Perusahaan: Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2003-2007*. Skripsi. Departemen Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Tidak Diterbitkan.
- Rahman, Faizal. (2011). *Analisis Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan di Indonesia (Studi Empiris pada Perusahaan dalam Daftar CGPI Dirilis IICG Periode 2005-2009)*. Skripsi. Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia.
- Ramaswamy, Vinita, Ueng, C. J., dan Carl, L. (2008). Corporate Governance Characteristics of Growth Companies: An Empirical Study. *Academy of Strategic Management Journal*, 7, 21-33.
- Razzaq, Norhikmah. (2007). *Pengaruh Tahapan Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Relevansi Nilai Informasi Laba dan Arus Kas*. Skripsi. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Roche, Olivier P. (2008). *Board Role and Composition within the Organizational Life Cycle*. Disertasi. Desautels Faculty of Management, McGill University, Montreal.
- Rose, Caspar. (2005). Managerial Ownership and Firm Performance in Listed Danish Firms: In Search of the Missing Link. *European Management Journal* Vol. 23 No. 5, pp. 542-553.
- Selarka, Ekta. (2005). Ownership Concentration and Firm Value: A Study from the Indian Corporate Sector. *Emerging Markets Finance & Trade*, Vol. 41, No. 6, pp. 83-108.

- Sabrina, Anindhita I. (2010). *Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan*. Skripsi. Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro. Tidak Diterbitkan.
- Sari, Putri G. (2004). *Analisa Hubungan Struktur Kepemilikan Saham dan Kinerja Perusahaan-Perusahaan di Indonesia*. Tesis. Program Studi Ilmu Manajemen Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Tidak Diterbitkan.
- Smith, Ken G., Mitchell, Terence R., dan Summer, Charles E. (1985). Top Level Management Priorities in Different Stages of the Organizational Life Cycle. *The Academy of Management Journal*, Vol. 28, No. 4, pp. 799-820.
- Suranta, Eddy, dan Mdiastuty, Pratna P. (2003). Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 6 No. 1, pp. 54-68.
- Syafiie, Cyndy R.S. (2011). *Pengaruh Value Added Intellectual Capital Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Pada Industri Manufaktur Dan Industri Information-Technology (IT) Yang Tercatat di PT Bursa Efek Indonesia Selama Periode 2005-200*. Skripsi. Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia.
- Thomsen, Steen, Pedersen, Torben, dan Kvist, Hans Kurt. (2006). Blockholder Ownership: Effect on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems. *Journal of Corporate Finance* 12, pp. 246-269.
- Wiwattanakantang, Yupana. (2001). Controlling Shareholders and Corporate Value. *CEI Working Paper Series*, No. 2001-4.
- Wasef, Raden M. (2010). *Pengaruh Variabel-Variabel Pembentuk Struktur Kepemilikan terhadap Profitabilitas Perusahaan*. Skripsi: Departemen Ilmu Administrasi Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik. Tidak Diterbitkan.

Sumber Lain:

- Kementerian Perindustrian. (2011). Menyiapkan Kemandirian Industri Nasional. *Media Industri*, No. 01.
- _____. (2011). Memaknai Deindustrialisasi dengan Benar. *Media Industri*, No. 01.



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1

Daftar Sampel Perusahaan

No.	Kode	Nama Perusahaan
1	SMCB	Holcim Indonesia Tbk
2	INTP	Indocement Tunggul Prakasa Tbk
3	SMGR	Semen Gresik (Persero) Tbk
4	ARNA	Arwana Citramulia Tbk
5	AMFG	Asahimas Flat Glass Tbk
6	IKAI	Intikeramik Alamasri Tbk
7	MLIA	Mulia Industrindo Tbk
8	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk
9	ALKA	Alakasa Industrindo Tbk
10	ALMI	Alumindo Light Metal Tbk
11	BTON	Betonjaya Manunggal Tbk
12	CTBN	Citra Tubindo Tbk
13	INAI	Indal Aluminium Industry Tbk
14	JKSW	Jakarta Kyoei Steel Works Tbk
15	JPRS	Jaya Pari Steel Tbk
16	LION	Lion Metal Works Tbk
17	LMSH	Lion Mesh Prima Tbk
18	PICO	Pelangi Indah Canindo Tbk
19	TBMS	Tembaga Mulia Semanan Tbk
20	BRPT	Barito Pacific Tbk
21	BUDI	Budi Acid Jaya Tbk
22	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara Tbk
23	EKAD	Ekadharma International Tbk
24	ETWA	Eterindo Wahanatama Tbk
25	SRSN	Indo Acidatama Tbk
26	INCI	Intanwijaya Internasional Tbk
27	SOBI	Sorini Agro Asia Corporindo Tbk
28	TPIA	Tri Polyta Indonesia Tbk
29	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk
30	AKKU	Aneka Kemasindo Utama Tbk
31	AKPI	Argha Karya Prima Inds Tbk
32	APLI	Asiaplast Industries Tbk
33	BRNA	Berlina Tbk
34	IGAR	Kageo Igar Jaya Tbk
35	FPNI	Titan Kimia Nusantara Tbk
36	TRST	Trias Sentosa Tbk

Lampiran 1 (lanjutan)

No.	Kode	Nama Perusahaan
37	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk
38	JPFA	Japfa Comfeed Indonesia Tbk
39	SIPD	Sierad Produce Tbk
40	SULI	Sumalindo Lestari Jaya Tbk
41	TIRT	Tirta Mahakam Resources Tbk
42	FASW	Fajar Surya Wisesa Tbk
43	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk
44	SPMA	Suparma Tbk
45	SAIP	Surabaya Agung Industry Tbk
46	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk
47	ASII	Astra International Tbk
48	AUTO	Astra Otoparts Tbk
49	GJTL	Gajah Tunggal Tbk
50	GDYR	Goodyear Indonesia Tbk
51	BRAM	Indo Kordsa Tbk
52	IMAS	Indomobil Sukse Int. Tbk
53	INDS	Indospring Tbk
54	LPIN	Multi Prima Sejahtera Tbk
55	NIPS	Nipress Tbk
56	PRAS	Prima Alloy Steel Tbk
57	SMSM	Selamat Sempurna Tbk
58	MYTX	Apac Citra Centertax Tbk
59	ARGO	Argo Pantas Tbk
60	ERTX	Eratex Djaja Tbk
61	ESTI	Ever Shine Textile Inds Tbk
62	INDR	Indorama Syntetics Tbk
63	KARW	Karwell Indonesia Tbk
64	PBRX	Pan Brothers Tex Tbk
65	PAFI	Panasia Filament Inti Tbk
66	HDTX	Panasia Indosyntec Tbk
67	ADMG	Polychem Indonesia Tbk
68	POLY	Asia Pasific Fibers Tbk
69	RICY	Ricky Putra Globalindo Tbk
70	SSTM	Sunson Textile Manufacture Tbk
71	TFCO	Teijin Indonesia Fiber Tbk
72	BIMA	Primarindo Asia Infrastr Tbk
73	BATA	Sepatu Bata Tbk

Lampiran 1 (lanjutan)

No.	Kode	Nama Perusahaan
74	JECC	Jemba Cable Company Tbk
75	KBLM	Kabelindo Murni Tbk
76	KBLI	KMI Wire and Cable Tbk
77	SCCO	Supreme Cable Manufacturing Tbk
78	IKBI	Sumi Indo Kabel Tbk
79	VOKS	Voksel Electric Tbk
80	ADES	Akasha Wira International Tbk
81	CEKA	Cahaya Kalbar Tbk
82	DAVO	Davomas Abadi Tbk
83	DLTA	Delta Djakarta Tbk
84	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
85	MYOR	Mayora Indah Tbk
86	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk
87	PSDN	Prasidha Aneka Niaga Tbk
88	STTP	Siantar TOP Tbk
89	AISA	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk
90	ULTJ	Ultra Jaya Milk Tbk
91	RMBA	Bentoel International Inv Tbk
92	GGRM	Gudang Garam Tbk
93	HMSP	HM Sampoerna Tbk
94	SQBI	Taisho Pharmaceutical Ind
95	DVLA	Darya-Varia Laboratoria Tbk
96	INAF	Indofarma Tbk
97	KLBF	Kalbe Farma Tbk
98	KAEF	Kimia Farma Tbk
99	MERK	Merck Tbk
100	PYFA	Prydam Farma Tbk
101	SCPI	Schering Plough Indonesia Tbk
102	TSPC	Tempo Scan Pasific Tbk
103	TCID	Mandom Indonesia Tbk
104	MRAT	Mustika Ratu Tbk
105	UNVR	Unilever Indonesia tbk
106	KICI	Kedaung Indah Can Tbk
107	KDSI	Kedawung Setia Industrial Tbk
108	LMPI	Langgeng Makmur Plastic Tbk
109	ISAT	Indosat Tbk

Lampiran 1 (lanjutan)

No.	Kode	Nama Perusahaan
110	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk
111	ABBA	Abdi Bangsa Tbk
112	FORU	Fortune Indonesia Tbk
113	IDKM	Indosiar Karya Media Tbk
114	JTPE	Jasuindo Tiga Perkasa Tbk
115	LPLI	Star Pacific Tbk
116	SCMA	Surya Citra Media Tbk
117	TMPO	Tempo Inti Media Tbk
118	ASGR	Astra Graphia Tbk
119	DNET	Dyviacom Intrabumi Tbk
120	LMAS	Limas Centric Indonesia Tbk
121	MTDL	Metrodata Electronics Tbk

Lampiran 2

Siklus Hidup Perusahaan per Tahun

No.	Kode	Tahun					
		2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	SMCB	Growth	Mature	Growth	Growth	Mature	Mature
2	INTP	Growth	Growth	Growth	Mature	Mature	Growth
3	SMGR	Stagnant	Stagnant	Stagnant	Stagnant	Mature	Stagnant
4	ARNA	Growth	Growth	Growth	Growth	Growth	Mature
5	AMFG	Stagnant	Mature	Stagnant	Stagnant	Mature	Mature
6	IKAI	Mature	Mature	Mature	Growth	Growth	Mature
7	MLIA	Mature	Growth	Mature	Mature	Mature	Growth
8	TOTO	Stagnant	Stagnant	Stagnant	Stagnant	Stagnant	Stagnant
9	ALKA	Mature	Mature	Mature	Stagnant	Stagnant	Mature
10	ALMI	Mature	Mature	Stagnant	Growth	Growth	Growth
11	BTON	Mature	Mature	Growth	Mature	Growth	Mature
12	CTBN	Mature	Mature	Mature	Growth	Mature	Mature
13	INAI	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
14	JKSW	Growth	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
15	JPRS	Stagnant	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
16	LION	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
17	LMSH	Mature	Mature	Growth	Mature	Growth	Mature
18	PICO	Growth	Growth	Growth	Growth	Growth	Mature
19	TBMS	Growth	Mature	Mature	Mature	Stagnant	Mature
20	BRPT	Stagnant	Stagnant	Mature	Mature	Stagnant	Stagnant
21	BUDI	Mature	Mature	Mature	Stagnant	Mature	Mature
22	DPNS	Mature	Growth	Mature	Mature	Mature	Mature
23	EKAD	Mature	Mature	Growth	Mature	Growth	Growth
24	ETWA	Growth	Mature	Mature	Growth	Mature	Growth
25	SRSN	Mature	Mature	Mature	Mature	Growth	Mature
26	INCI	Stagnant	Stagnant	Mature	Stagnant	Stagnant	Mature
27	SOBI	Growth	Growth	Growth	Growth	Growth	Growth
28	TPIA	Mature	Growth	Mature	Stagnant	Mature	Mature
29	UNIC	Growth	Mature	Mature	Mature	Stagnant	Mature
30	AKKU	Growth	Growth	Mature	Mature	Mature	Growth
31	AKPI	Mature	Growth	Growth	Mature	Mature	Mature
32	APLI	Mature	Mature	Mature	Growth	Mature	Mature
33	BRNA	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
34	IGAR	Stagnant	Stagnant	Mature	Stagnant	Mature	Stagnant
35	FPNI	Mature	Mature	Mature	Growth	Growth	Mature
36	TRST	Growth	Growth	Growth	Mature	Mature	Growth
37	CPIN	Mature	Mature	Growth	Growth	Stagnant	Stagnant
38	JPFA	Growth	Growth	Mature	Mature	Mature	Stagnant

Lampiran 2 (lanjutan)

Siklus Hidup Perusahaan per Tahun

No.	Kode	Tahun					
		2005	2006	2007	2008	2009	2010
39	SIPD	Mature	Mature	Growth	Mature	Growth	Growth
40	SULI	Mature	Growth	Growth	Growth	Mature	Mature
41	TIRT	Growth	Growth	Mature	Growth	Growth	Growth
42	FASW	Mature	Growth	Mature	Mature	Mature	Mature
43	INKP	Growth	Growth	Growth	Growth	Mature	Growth
44	SPMA	Growth	Growth	Mature	Mature	Growth	Mature
45	SAIP	Mature	Mature	Mature	Stagnant	Stagnant	Stagnant
46	TKIM	Mature	Mature	Mature	Mature	Stagnant	Mature
47	ASII	Mature	Mature	Mature	Growth	Mature	Stagnant
48	AUTO	Growth	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
49	GJTL	Stagnant	Mature	Stagnant	Mature	Mature	Mature
50	GDYR	Stagnant	Stagnant	Stagnant	Stagnant	Mature	Stagnant
51	BRAM	Mature	Stagnant	Stagnant	Mature	Stagnant	Mature
52	IMAS	Mature	Growth	Growth	Growth	Growth	Growth
53	INDS	Growth	Growth	Mature	Mature	Mature	Mature
54	LPIN	Growth	Mature	Growth	Growth	Growth	Mature
55	NIPS	Mature	Growth	Mature	Mature	Mature	Mature
56	PRAS	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature	Growth
57	SMSM	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
58	MYTX	Growth	Growth	Growth	Mature	Growth	Growth
59	ARGO	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature	Stagnant
60	ERTX	Mature	Mature	Stagnant	Mature	Mature	Mature
61	ESTI	Stagnant	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
62	INDR	Mature	Mature	Mature	Growth	Mature	Mature
63	KARW	Mature	Mature	Mature	Stagnant	Stagnant	Mature
64	PBRX	Growth	Growth	Growth	Growth	Growth	Mature
65	PAFI	Growth	Growth	Mature	Growth	Mature	Mature
66	HDTX	Mature	Stagnant	Mature	Mature	Mature	Stagnant
67	ADMG	Mature	Mature	Growth	Mature	Mature	Mature
68	POLY	Mature	Mature	Mature	Mature	Growth	Mature
69	RICY	Growth	Growth	Growth	Growth	Growth	Growth
70	SSTM	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
71	TFCO	Mature	Stagnant	Stagnant	Mature	Stagnant	Mature
72	BIMA	Growth	Growth	Growth	Growth	Mature	Growth
73	BATA	Mature	Mature	Mature	Mature	Growth	Mature
74	JECC	Growth	Growth	Growth	Mature	Mature	Mature
75	KBLM	Growth	Mature	Growth	Growth	Mature	Mature
76	KBLI	Growth	Mature	Mature	Mature	Mature	Growth

Lampiran 2 (lanjutan)

Siklus Hidup Perusahaan per Tahun

No.	Kode	Tahun					
		2005	2006	2007	2008	2009	2010
77	SCCO	Mature	Mature	Mature	Stagnant	Stagnant	Mature
78	IKBI	Mature	Mature	Stagnant	Stagnant	Mature	Mature
79	VOKS	Stagnant	Mature	Growth	Growth	Growth	Mature
80	ADES	Growth	Growth	Mature	Mature	Mature	Growth
81	CEKA	Mature	Mature	Mature	Growth	Stagnant	Stagnant
82	DAVO	Mature	Growth	Growth	Mature	Stagnant	Mature
83	DLTA	Mature	Stagnant	Mature	Stagnant	Stagnant	Stagnant
84	INDF	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
85	MYOR	Mature	Mature	Mature	Growth	Growth	Growth
86	MLBI	Mature	Mature	Stagnant	Mature	Mature	Mature
87	PSDN	Growth	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
88	STTP	Mature	Mature	Growth	Growth	Growth	Mature
89	AISA	Mature	Mature	Growth	Mature	Mature	Growth
90	ULTJ	Mature	Mature	Mature	Mature	Growth	Growth
91	RMBA	Mature	Growth	Growth	Growth	Growth	Growth
92	GGRM	Mature	Stagnant	Mature	Stagnant	Stagnant	Mature
93	HMSP	Mature	Mature	Stagnant	Mature	Stagnant	Stagnant
94	SQBI	Stagnant	Mature	Stagnant	Stagnant	Stagnant	Stagnant
95	DVLA	Growth	Mature	Mature	Growth	Mature	Growth
96	INAF	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
97	KLBF	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
98	KAEF	Stagnant	Stagnant	Stagnant	Stagnant	Stagnant	Mature
99	MERK	Stagnant	Stagnant	Stagnant	Mature	Mature	Mature
100	PYFA	Growth	Growth	Growth	Growth	Mature	Growth
101	SCPI	Growth	Growth	Growth	Growth	Growth	Mature
102	TSPC	Stagnant	Mature	Mature	Stagnant	Mature	Mature
103	TCID	Mature	Mature	Stagnant	Mature	Stagnant	Stagnant
104	MRAT	Mature	Growth	Growth	Growth	Growth	Growth
105	UNVR	Stagnant	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
106	KICI	Mature	Mature	Mature	Mature	Growth	Mature
107	KDSI	Growth	Growth	Growth	Growth	Mature	Mature
108	LMPI	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature	Growth
109	ISAT	Growth	Mature	Growth	Growth	Mature	Growth
110	TLKM	Mature	Mature	Stagnant	Stagnant	Mature	Mature
111	ABBA	Growth	Growth	Mature	Growth	Mature	Growth
112	FORU	Mature	Stagnant	Mature	Stagnant	Stagnant	Stagnant
113	IDKM	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
114	JTPE	Mature	Growth	Mature	Growth	Growth	Growth

Lampiran 2 (lanjutan)

Siklus Hidup Perusahaan per Tahun

No.	Kode	Tahun					
		2005	2006	2007	2008	2009	2010
115	LPLI	Mature	Mature	Mature	Stagnant	Growth	Mature
116	SCMA	Growth	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature
117	TMPO	Growth	Growth	Mature	Growth	Growth	Growth
118	ASGR	Mature	Stagnant	Stagnant	Mature	Mature	Mature
119	DNET	Mature	Mature	Mature	Mature	Mature	Stagnant
120	LMAS	Mature	Growth	Mature	Mature	Mature	Growth
121	MTDL	Mature	Stagnant	Growth	Mature	Mature	Mature

Ket:

 : *Outliers*

Lampiran 3 (Pengujian Model Data Panel Seluruh Sampel)

Uji Pemilihan Model (Uji Chow)

Model 1

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: FIXED1

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.194641	(120,566)	0.0000
Cross-section Chi-square	582.894652	120	0.0000

Model 2

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: FIXED2

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.178073	(120,565)	0.0000
Cross-section Chi-square	582.535720	120	0.0000

Lampiran 3 (lanjutan)

Uji Pemilihan Model (Uji Hausman)

Model 1

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: RANDOM1

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	29.270808	8	0.0003

Model 2

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: RANDOM2

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	25.339549	9	0.0026

Lampiran 3 (lanjutan)

Pengujian Data Panel *Fixed Effect Model* (FEM)

Model 1

Dependent Variable: IAROA

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 03/29/12 Time: 13:47

Sample: 1 695

Periods included: 6

Cross-sections included: 121

Total panel (unbalanced) observations: 695

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.061569	0.056023	1.098994	0.2722
INSID	-0.352805	0.087352	-4.038886	0.0001
INSID_2	1.446606	0.379439	3.812484	0.0002
INS	-0.049722	0.010739	-4.630255	0.0000
NLA	-0.000821	0.002100	-0.390983	0.6960
LER	0.000480	0.000165	2.906908	0.0038
RD	-0.153997	0.140320	-1.097471	0.2729
ME	-0.342331	0.033491	-10.22168	0.0000
AG	0.004315	0.007690	0.561165	0.5749

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.891713	Mean dependent var	0.001484
Adjusted R-squared	0.867223	S.D. dependent var	0.152111
S.E. of regression	0.055315	Sum squared resid	1.731813
F-statistic	36.41272	Durbin-Watson stat	2.055822
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.604342	Mean dependent var	-0.003802
Sum squared resid	1.801879	Durbin-Watson stat	2.046887

Lampiran 3 (lanjutan)

Pengujian Data Panel *Fixed Effect Model* (FEM)

Model 2

Dependent Variable: IAROA

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 03/29/12 Time: 13:52

Sample: 1 695

Periods included: 6

Cross-sections included: 121

Total panel (unbalanced) observations: 695

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.113692	0.087290	1.302459	0.1933
BMO	-0.474510	0.666067	-0.712406	0.4765
BLOCK	-0.004249	0.110403	-0.038485	0.9693
INSPRI	-0.014011	0.017656	-0.793572	0.4278
INSPRS	-0.033261	0.015505	-2.145170	0.0324
NLA	-0.002769	0.003234	-0.856167	0.3923
LER	0.000492	0.000162	3.030993	0.0025
RD	-0.155048	0.142860	-1.085316	0.2782
ME	-0.329690	0.033269	-9.909952	0.0000
AG	0.010834	0.007966	1.359988	0.1744

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.900048	Mean dependent var	0.001565
Adjusted R-squared	0.877227	S.D. dependent var	0.158134
S.E. of regression	0.055246	Sum squared resid	1.724455
F-statistic	39.43957	Durbin-Watson stat	2.044057
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.592614	Mean dependent var	-0.003802
Sum squared resid	1.855287	Durbin-Watson stat	2.021512

Lampiran 4 (Pengujian Model Data Panel Sampel *Growth*)

Uji Pemilihan Model (Uji Chow)

Model 1

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: FIXED1

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.203737	(72,118)	0.0000
Cross-section Chi-square	215.604287	72	0.0000

Model 2

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: FIXED2

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.229886	(72,117)	0.0000
Cross-section Chi-square	217.801081	72	0.0000

Lampiran 4 (lanjutan)

Uji Pemilihan Model (Uji Hausman)

Model 1

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: RANDOM1

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	9.572018	8	0.2964

Model 2

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: RANDOM2

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	17.868188	9	0.0367

Lampiran 4 (lanjutan)

Pengujian Data Panel *Random Effect Model* (REM)

Model 1

Dependent Variable: IAROA

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 03/29/12 Time: 14:06

Sample: 1 199

Periods included: 6

Cross-sections included: 73

Total panel (unbalanced) observations: 199

Swamy and Arora estimator of component variances

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.072222	0.109304	-0.660749	0.5096
INSID	-0.105170	0.262235	-0.401052	0.6888
INSID_2	0.933343	0.783399	1.191403	0.2350
INS	-0.019010	0.037549	-0.506257	0.6133
NLA	0.003199	0.003767	0.849156	0.3969
LER	9.59E-05	0.000122	0.784969	0.4334
RD	-0.140121	0.131662	-1.064251	0.2886
ME	-0.299014	0.039452	-7.579285	0.0000
AG	0.001229	0.028725	0.042769	0.9659

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.046233	0.4838
Idiosyncratic random		0.047758	0.5162

Weighted Statistics			
R-squared	0.183650	Mean dependent var	-0.008074
Adjusted R-squared	0.149278	S.D. dependent var	0.051951
S.E. of regression	0.047914	Sum squared resid	0.436186
F-statistic	5.342926	Durbin-Watson stat	2.026278
Prob(F-statistic)	0.000005		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.256559	Mean dependent var	-0.016136
Sum squared resid	0.805088	Durbin-Watson stat	1.097811

Lampiran 4 (lanjutan)

Pengujian Data Panel *Fixed Effect Model* (REM)

Model 2

Dependent Variable: IAROA

Method: Panel Least Squares

Date: 03/29/12 Time: 14:15

Sample: 1 199

Periods included: 6

Cross-sections included: 73

Total panel (unbalanced) observations: 199

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.054789	0.416281	0.131615	0.8955
BMO	7.627371	4.983112	1.530644	0.1286
BLOCK	-1.809859	0.696348	-2.599071	0.0106
INSPRI	-0.153401	0.053829	-2.849764	0.0052
INSPRS	-0.158858	0.063471	-2.502841	0.0137
NLA	0.003781	0.016590	0.227899	0.8201
LER	6.98E-05	0.000205	0.340005	0.7345
RD	-0.145476	0.260863	-0.557672	0.5781
ME	-0.461551	0.089431	-5.160997	0.0000
AG	-0.037230	0.031049	-1.199065	0.2329

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.767846	Mean dependent var	-0.016136
Adjusted R-squared	0.607123	S.D. dependent var	0.073955
S.E. of regression	0.046355	Akaike info criterion	-3.011998
Sum squared resid	0.251405	Schwarz criterion	-1.654958
Log likelihood	381.6938	Hannan-Quinn criter.	-2.462769
F-statistic	4.777471	Durbin-Watson stat	3.098981
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran 5 (Pengujian Model Data Panel Sampel *Mature*)

Uji Pemilihan Model (Uji Chow)

Model 1

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: FIXED1

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.964637	(115,261)	0.0000
Cross-section Chi-square	321.716097	115	0.0000

Model 2

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: FIXED2

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.078140	(115,260)	0.0000
Cross-section Chi-square	330.826925	115	0.0000

Lampiran 5 (lanjutan)

Uji Pemilihan Model (Uji Hausman)

Model 1

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: RANDOM1

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.042126	8	0.2621

Model 2

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: RANDOM2

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	9.980512	9	0.3521

Lampiran 5 (lanjutan)

Pengujian Data Panel *Random Effect Model* (REM)

Model 1

Dependent Variable: IAROA

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 03/29/12 Time: 14:34

Sample: 1 385

Periods included: 6

Cross-sections included: 116

Total panel (unbalanced) observations: 385

Swamy and Arora estimator of component variances

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.191632	0.085090	-2.252103	0.0249
INSID	-0.038168	0.109829	-0.347525	0.7284
INSID_2	1.415908	0.317910	4.453803	0.0000
INS	0.036098	0.015792	2.285759	0.0228
NLA	0.006301	0.003107	2.027950	0.0433
LER	0.000628	0.000116	5.422545	0.0000
RD	1.968244	1.537033	1.280547	0.2011
ME	-0.169578	0.092909	-1.825215	0.0688
AG	0.094349	0.016641	5.669568	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.045649	0.3842
Idiosyncratic random		0.057794	0.6158

Weighted Statistics			
R-squared	0.128762	Mean dependent var	-0.002997
Adjusted R-squared	0.110225	S.D. dependent var	0.061985
S.E. of regression	0.058450	Sum squared resid	1.284579
F-statistic	6.946233	Durbin-Watson stat	1.834331
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.166101	Mean dependent var	-0.004772
Sum squared resid	2.033208	Durbin-Watson stat	1.158929

Lampiran 5 (lanjutan)

Pengujian Data Panel *Random Effect Model* (REM) Model 2

Dependent Variable: IAROA

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 03/29/12 Time: 14:44

Sample: 1 385

Periods included: 6

Cross-sections included: 116

Total panel (unbalanced) observations: 385

Swamy and Arora estimator of component variances

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.260498	0.083538	-3.118308	0.0020
BMO	-0.120124	0.574869	-0.208960	0.8346
BLOCK	0.377619	0.128937	2.928708	0.0036
INSPRI	0.043921	0.018522	2.371241	0.0182
INSPRS	0.045782	0.018079	2.532385	0.0117
NLA	0.007953	0.002899	2.743824	0.0064
LER	0.000639	0.000115	5.556524	0.0000
RD	1.876867	1.672420	1.122247	0.2625
ME	-0.151812	0.092260	-1.645469	0.1007
AG	0.086077	0.021117	4.076171	0.0001

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.047346	0.4011
Idiosyncratic random		0.057860	0.5989

Weighted Statistics			
R-squared	0.116352	Mean dependent var	-0.002932
Adjusted R-squared	0.095144	S.D. dependent var	0.061546
S.E. of regression	0.058527	Sum squared resid	1.284535
F-statistic	5.486326	Durbin-Watson stat	1.829399
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.146454	Mean dependent var	-0.004772
Sum squared resid	2.081111	Durbin-Watson stat	1.129170

Lampiran 6 (Pengujian Model Data Panel Sampel *Stagnant*)

Uji Pemilihan Model (Uji Chow)

Model 1

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: FIXED1

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.951425	(47,55)	0.0000
Cross-section Chi-square	200.460692	47	0.0000

Model 2

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: FIXED2

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.685291	(47,54)	0.0000
Cross-section Chi-square	197.924877	47	0.0000

Lampiran 6 (lanjutan)

Uji Pemilihan Model (Uji Hausman)

Model 1

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: RANDOM1

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	45.191565	8	0.0000

Model 2

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: RANDOM2

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	41.094912	9	0.0000

Lampiran 6 (lanjutan)

Pengujian Data Panel *Fixed Effect Model* (FEM)

Model 1

Dependent Variable: IAROA

Method: Panel Least Squares

Date: 03/29/12 Time: 14:54

Sample: 1 111

Periods included: 6

Cross-sections included: 48

Total panel (unbalanced) observations: 111

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.088672	0.631835	1.723033	0.0905
INSID	4.419684	2.868086	1.540987	0.1291
INSID_2	-6.026931	7.933216	-0.759708	0.4507
INS	0.041610	0.069571	0.598091	0.5522
NLA	-0.038449	0.022520	-1.707312	0.0934
LER	7.97E-05	0.000111	0.717689	0.4760
RD	0.191084	1.947453	0.098120	0.9222
ME	-0.952771	0.466446	-2.042618	0.0459
AG	-0.003282	0.019813	-0.165658	0.8690

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.878662	Mean dependent var	0.021674
Adjusted R-squared	0.757324	S.D. dependent var	0.091965
S.E. of regression	0.045304	Akaike info criterion	-3.044027
Sum squared resid	0.112885	Schwarz criterion	-1.677057
Log likelihood	224.9435	Hannan-Quinn criter.	-2.489488
F-statistic	7.241449	Durbin-Watson stat	3.226149
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran 6 (lanjutan)

Pengujian Data Panel *Fixed Effect Model* (FEM)

Model 2

Dependent Variable: IAROA

Method: Panel Least Squares

Date: 03/29/12 Time: 15:03

Sample: 1 111

Periods included: 6

Cross-sections included: 48

Total panel (unbalanced) observations: 111

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.086186	0.625442	1.736668	0.0881
BMO	3.918526	2.775717	1.411717	0.1638
BLOCK	2.300626	1.406593	1.635601	0.1077
INSPRI	0.004830	0.025692	0.187993	0.8516
INSPRS	0.010968	0.051207	0.214182	0.8312
NLA	-0.037439	0.021839	-1.714334	0.0922
LER	9.38E-05	0.000131	0.716504	0.4768
RD	0.240153	1.911962	0.125606	0.9005
ME	-0.991247	0.474581	-2.088680	0.0415
AG	-0.003640	0.018932	-0.192244	0.8483

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.877204	Mean dependent var	0.021674
Adjusted R-squared	0.749860	S.D. dependent var	0.091965
S.E. of regression	0.045996	Akaike info criterion	-3.014063
Sum squared resid	0.114242	Schwarz criterion	-1.622683
Log likelihood	224.2805	Hannan-Quinn criter.	-2.449621
F-statistic	6.888452	Durbin-Watson stat	3.195257
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran 7 (Pengujian Model Data Panel dengan Var. *Dummy Growth* untuk Model 1a)

Uji Pemilihan Model (Uji Chow)

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: FIXED
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.182779	(120,565)	0.0000
Cross-section Chi-square	582.836119	120	0.0000

Uji Pemilihan Model (Uji Hausman)

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: RANDOM
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	29.317312	9	0.0006

Lampiran 7 (lanjutan)

Pengujian Data Panel *Fixed Effect Model* (FEM) dengan Var. *Dummy Growth* untuk Model 1a

Dependent Variable: IAROA

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 04/12/12 Time: 13:11

Sample: 1 695

Periods included: 6

Cross-sections included: 121

Total panel (unbalanced) observations: 695

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.061894	0.044945	1.377103	0.1690
INSID	-0.347087	0.088780	-3.909520	0.0001
INSID_2	1.435351	0.382745	3.750154	0.0002
INSID_CYCLE1	0.016442	0.042640	0.385609	0.6999
INS	-0.049937	0.010697	-4.668223	0.0000
NLA	-0.000789	0.001726	-0.457381	0.6476
LER	0.000479	0.000166	2.892144	0.0040
RD	-0.128409	0.157985	-0.812792	0.4167
ME	-0.360325	0.039582	-9.103175	0.0000
AG	0.003640	0.008003	0.454861	0.6494

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.886426	Mean dependent var	0.002629
Adjusted R-squared	0.860495	S.D. dependent var	0.148561
S.E. of regression	0.055228	Sum squared resid	1.723338
F-statistic	34.18389	Durbin-Watson stat	2.066584
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.604485	Mean dependent var	-0.003802
Sum squared resid	1.801227	Durbin-Watson stat	2.054701

Lampiran 8 (Pengujian Model Data Panel dengan Var. *Dummy Mature* untuk Model 1a)

Uji Pemilihan Model (Uji Chow)

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: FIXED
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.107517	(120,565)	0.0000
Cross-section Chi-square	578.016688	120	0.0000

Uji Pemilihan Model (Uji Hausman)

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: RANDOM
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	31.206670	9	0.0003

Lampiran 8 (lanjutan)

Pengujian Data Panel *Fixed Effect Model* (FEM) dengan Var. *Dummy Mature* untuk Model 1a

Dependent Variable: IAROA

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 04/12/12 Time: 14:16

Sample: 1 695

Periods included: 6

Cross-sections included: 121

Total panel (unbalanced) observations: 695

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.064359	0.045870	1.403088	0.1611
INSID	-0.383725	0.101543	-3.778927	0.0002
INSID_2	1.297787	0.376580	3.446244	0.0006
INSID_CYCLE2	0.060267	0.042727	1.410514	0.1589
INS	-0.050192	0.011051	-4.541915	0.0000
NLA	-0.000845	0.001782	-0.474099	0.6356
LER	0.000478	0.000166	2.882032	0.0041
RD	-0.150721	0.145358	-1.036898	0.3002
ME	-0.365494	0.043614	-8.380097	0.0000
AG	0.004062	0.007728	0.525616	0.5994

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.885580	Mean dependent var	0.002936
Adjusted R-squared	0.859456	S.D. dependent var	0.148195
S.E. of regression	0.055257	Sum squared resid	1.725107
F-statistic	33.89892	Durbin-Watson stat	2.060220
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.604580	Mean dependent var	-0.003802
Sum squared resid	1.800792	Durbin-Watson stat	2.044515

Lampiran 9 (Pengujian Model Data Panel dengan Var. *Dummy Stagnant* untuk Model 1a)

Uji Pemilihan Model (Uji Chow)

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: FIXED
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.101311	(120,565)	0.0000
Cross-section Chi-square	577.617790	120	0.0000

Uji Pemilihan Model (Uji Hausman)

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: RANDOM
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	28.790348	9	0.0007

Lampiran 9 (lanjutan)

Pengujian Data Panel *Fixed Effect Model* (FEM) dengan Var. *Dummy Stagnant* untuk Model 1a

Dependent Variable: IAROA

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 04/12/12 Time: 14:54

Sample: 1 695

Periods included: 6

Cross-sections included: 121

Total panel (unbalanced) observations: 695

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.062510	0.057591	1.085421	0.2782
INSID	-0.353222	0.101254	-3.488467	0.0005
INSID_2	1.423903	0.444740	3.201653	0.0014
INSID_CYCLE3	-0.180985	0.067564	-2.678741	0.0076
INS	-0.049713	0.010158	-4.893989	0.0000
NLA	-0.000831	0.002152	-0.386272	0.6994
LER	0.000479	0.000165	2.896252	0.0039
RD	-0.154370	0.140809	-1.096312	0.2734
ME	-0.343073	0.033755	-10.16354	0.0000
AG	0.003024	0.007432	0.406871	0.6843

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.892659	Mean dependent var	0.001598
Adjusted R-squared	0.868151	S.D. dependent var	0.152498
S.E. of regression	0.055250	Sum squared resid	1.724726
F-statistic	36.42329	Durbin-Watson stat	2.047496
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.604549	Mean dependent var	-0.003802
Sum squared resid	1.800934	Durbin-Watson stat	2.038872

Lampiran 10 (Pengujian Model Data Panel Seluruh Sampel Model 1b)

Uji Pemilihan Model (Uji Chow)

Model 1 (Pemecahan INSID dengan range 0-5; 5-25; dan lebih dari 25)

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: FIXED

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.061610	(120,565)	0.0000
Cross-section Chi-square	575.060557	120	0.0000

Uji Pemilihan Model (Uji Hausman)

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: RANDOM

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	29.406919	9	0.0006

Lampiran 10 (lanjutan)

Pengujian Data Panel *Fixed Effect Model* (FEM)

Dependent Variable: IAROA

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 04/02/12 Time: 16:00

Sample: 1 695

Periods included: 6

Cross-sections included: 121

Total panel (unbalanced) observations: 695

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.069120	0.054664	1.264453	0.2066
INSID0TO5	0.196695	0.132707	1.482181	0.1388
INSID5TO25	-0.350237	0.081773	-4.283032	0.0000
INSID_OVER25	1.436138	0.253959	5.655002	0.0000
INS	-0.046596	0.011220	-4.153012	0.0000
NLA	-0.001192	0.002079	-0.573391	0.5666
LER	0.000478	0.000167	2.865030	0.0043
RD	-0.151615	0.140159	-1.081740	0.2798
ME	-0.337212	0.034823	-9.683697	0.0000
AG	0.005242	0.007899	0.663608	0.5072

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.892612	Mean dependent var	0.001298
Adjusted R-squared	0.868094	S.D. dependent var	0.152118
S.E. of regression	0.055146	Sum squared resid	1.718204
F-statistic	36.40556	Durbin-Watson stat	2.070787
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.602878	Mean dependent var	-0.003802
Sum squared resid	1.808543	Durbin-Watson stat	2.059074

Lampiran 11**DAFTAR RIWAYAT HIDUP**

Nama : Nur Firdaus
Tempat dan Tanggal Lahir : Bogor, 4 Maret 1990
Alamat : Jl. Bakti III RT 06 RW 05 No. 5, Kp.
Areman-Tugu, Cimanggis-Depok, 16951
Nomor Telepon, surat elektronik : +62-856-991-8084
nur.firdaus@hotmail.co.id
Nama Orang Tua: Ayah : Manan
Ibu : Mariah

Riwayat Pendidikan Formal:

SD : SD Negeri Pekayon 15 Pagi Jakarta
SMP : SMP Negeri 91 Jakarta
SMA : SMA Negeri 38 Jakarta
S1 : Program Studi Ilmu Administrasi Niaga/ Keuangan, FISIP
Universitas Indonesia