

# Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan: Kasus Indonesia

Buddi Wibowo

## Abstract

As an agent of shareholders, manager should maximize shareholders' wealth instead of her own benefit. However, manager may not manage firm's resources efficiently and chase her own interest at shareholders' cost. To minimize this agency problem, shareholder should monitor manager behavior strictly enough. How strictly shareholder monitoring activities influenced by firm's ownership structure. Diffused ownership structure causes low shareholder power to monitor manager and bad financial performance at next stage. Relationship between ownership structures of the firm and financial performance has been tested empirically by many researchers. This paper show depth investigation for Indonesian case.

**Keywords:** Struktur Kepemilikan, Tobin's Q

Konsekuensi dari pemisahan kepemilikan dan kontrol manajemen atas suatu perusahaan modern (*the modern corporation*) diungkapkan pertama kali oleh Berle dan Means (1932) yang mengamati korporasi-korporasi besar di Amerika Serikat. Ada *principal-agent problem* disini. Masalah ini dikarenakan kepentingan pemilik (*principal*) dan manajemen (*agent*) tidak selalu sejalan. Seorang *agent* (orang yang menerima tugas atau wewenang) tidak selalu bertindak sesuai dengan keinginan *principal* (orang yang memberikan tugas dan wewenang), dikenal dengan nama masalah agensi (*agency problem*). Menurut mereka, apabila struktur kepemilikan perusahaan semakin tersebar (*diffuse ownership*), para pemegang saham akan semakin kehilangan *power* untuk melakukan kontrol terhadap manajer. Karena kepentingan pemilik (*principal*)

dan manajer (*agent*) tidak selalu sejalan, sumber daya perusahaan dapat digunakan secara tidak efisien oleh manajer.

Sejalan dengan teori Berle dan Means ini, Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa semakin besar kepemilikan oleh manajemen (*managerial ownership*), maka semakin berkurang kecenderungan manajemen untuk tidak mengoptimalkan penggunaan sumber daya yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Ada hubungan positif antara kepemilikan oleh manajemen dengan nilai perusahaan. Sebaliknya, Shleifer dan Vishny (1989) mengemukakan bahwa semakin besar kepemilikan saham oleh manajemen, maka semakin kecil kemampuan pemegang saham lain untuk menjalankan mekanisme kontrol. Karenanya, kepemilikan oleh manajemen berhubungan negatif dengan kinerja perusahaan.

Demsetz (1983) mengatakan, semakin besarnya skala usaha suatu perusahaan, maka semakin besar tekanan ekonomi untuk mengubah struktur kepemilikannya menjadi lebih tersebar. Peningkatan biaya

para pemegang saham untuk memonitor para manajer akan terkompensasi oleh penurunan tingkat risiko yang terkait dengan biaya modal, sehingga dalam memaksimalkan nilai aset-aset perusahaan justru diperlukan struktur kepemilikan yang tersebar.

Menurut Demsetz (1983), struktur kepemilikan pada suatu perusahaan menyesuaikan dengan kondisi-kondisi dimana perusahaan beroperasi. Pasar sebagai mekanisme kontrol yang memaksa perusahaan untuk menciptakan struktur kepemilikan yang paling sesuai. Struktur-struktur kepemilikan tersebut berbeda antara satu perusahaan dengan yang lainnya karena adanya perbedaan keadaan-keadaan yang dihadapi perusahaan, terutama dari skala ekonomi, peraturan-peraturan dan stabilitas lingkungan dimana perusahaan beroperasi. Apabila struktur kepemilikan ini merupakan hasil dari kontrol dari *perfect market*, maka pasar akan mengeliminasi seluruh hubungan yang sistematis antara kinerja perusahaan dengan struktur kepemilikan.

Teori Demsetz ini didukung oleh pengujian-pengujian empiris antara lain oleh Demsetz dan Lehn (1983) dan Demsetz dan Villalonga (2001). Mereka menemukan tidak ada hubungan yang signifikan antara struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan.

Stulz (1988) mengembangkan teori struktur kepemilikan dan mendapatkan bahwa hubungan antara kepemilikan manajer dan nilai perusahaan adalah non-monotonik<sup>1</sup>. Pada tingkat kepemilikan saham oleh manajer ( $\alpha$ ) yang rendah, nilai perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya  $\alpha$  karena pada level ini

<sup>1</sup> Non-monotonik berarti hubungan yang berubah-ubah pada rentang-rentang tertentu, atau hubungan yang tidak monoton.

Buddi Wibowo, Staf LM FEUI, dan Staf Pengajar FEUI

insentif manajer untuk bertindak "konsumtif" menurun. Pada level  $\alpha$  yang tinggi, nilai perusahaan justru menurun ketika  $\alpha$  meningkat karena adanya pengaruh *management entrenchment*, yaitu suatu posisi kepemilikan dimana manajer dapat dengan bebas memaksimalkan utilitasnya tanpa takut adanya akuisisi dari perusahaan lain, perlawanan dari dewan komisaris, maupun *proxy fight* oleh investor besar.

Teori struktur kepemilikan dari Stulz (1988) ini didukung oleh beberapa pengujian empiris, antara lain pengujian oleh Morck, Shleifer, dan Vishny (1988), McConnell dan Servaes (1990), Hermalin dan Weisbach (1991), dan Holderness, Kroszner dan Sheehan (1999) yang menemukan hubungan yang non-monotonik antara struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan.

#### Pengujian-pengujian Empiris Mengenal Hubungan Struktur Kepemilikan dan Kinerja Perusahaan

Demsetz dan Lehn (1985) yang menginvestigasi bagaimana respon struktur kepemilikan terhadap aspek-aspek perusahaan, memperlakukan struktur kepemilikan sebagai variabel endogen<sup>2</sup> seperti yang diutarakan Demsetz (1983). Mereka menguji apakah struktur kepemilikan mempengaruhi kinerja perusahaan. Mereka menggunakan persentase dari 5 besar dan 20 besar pemegang saham serta ukuran konsentrasi Herfindahl<sup>3</sup> sebagai ukuran struktur kepemilikan.

Dengan menggunakan data 431 perusahaan pertambangan dan manufaktur, hasil regresi mereka menunjukkan bahwa kinerja perusahaan mempengaruhi struktur kepemilikan tetapi struktur kepemilikan tidak mempengaruhi kinerja perusahaan. Struktur kepemilikan tidak dapat menjelaskan variasi dari kinerja perusahaan.

Morck, Shleifer, dan Vishny (1988) dengan menggunakan data tahun 1980, menguji hubungan kepemilikan oleh manajemen (*managerial ownership*) dan kinerja perusahaan pada 371 perusahaan

dari perusahaan-perusahaan yang terdapat pada Fortune 500. Tobin's Q digunakan sebagai ukuran kinerja, dan kepemilikan saham yang dimiliki oleh para anggota dewan dengan minimum kepemilikan 0.2% sebagai ukuran kepemilikan oleh manajemen. Dengan menggunakan metode estimasi *piecewise linear regression*, mereka menemukan bahwa Tobin's Q meningkat ketika kepemilikan saham oleh manajemen ( $\alpha$ ) meningkat dari 0% sampai 5%, menurun ketika kepemilikan oleh manajemen naik dari 5% sampai 25%, dan kemudian meningkat kembali ketika kepemilikan oleh manajemen diatas 25%. Penelitian ini juga menggunakan *accounting profit rates* sebagai alternatif ukuran kinerja perusahaan, mengikutsertakan beberapa variabel kontrol (rasio R&D dan *advertising*, *leverage*, *size*, tingkat pertumbuhan *labor force*, dan variabel *industry*).

McConnell dan Servaes (1990) menguji hubungan antara Tobin's Q dan kepemilikan oleh manajemen (*insider*) dan kepemilikan saham yang besar oleh institusi (*blockholders*) dari dua sampel *cross-section* yang berbeda, satu untuk tahun 1976 dan yang lain untuk tahun 1986, dengan menggunakan data lebih dari 1000 perusahaan. Mereka menggunakan metode regresi *ordinary least square* (OLS) dan menemukan hubungan yang signifikan positif antara Tobin's Q dengan kepemilikan oleh manajemen dan hubungan yang positif tetapi tidak signifikan antara Tobin's Q dengan kepemilikan oleh institusi. Hubungan antara Tobin's Q dan kepemilikan oleh manajemen memiliki *slope* yang tetap meningkat sampai dengan level kepemilikan oleh manajemen ( $\alpha$ ) antara 40-50% dan kemudian *slope* menurun perlahan. Penelitian mereka mengikutsertakan variabel-variabel kontrol yang sama seperti yang digunakan Morck et al (1988) dan juga menggunakan *accounting profit rate* sebagai alternatif ukuran kinerja. Mereka mereplikasi metodologi yang digunakan Morck et al (1988) (menggunakan *piecewise linear regression*) dan menemukan adanya hubungan yang signifikan positif antara kepemilikan manajemen dengan kinerja perusahaan pada *insider ownership level* antara 0% sampai 5% tetapi tidak ditemukan

hubungan yang signifikan pada kepemilikan diatas 5%.

Hermalin dan Weisbach (1991) mengestimasi pengaruh dari kepemilikan oleh manajemen dan komposisi dewan direksi (*board of directors*) terhadap Tobin's Q. Kepemilikan oleh manajemen diukur dengan bagian saham yang dimiliki CEO perusahaan saat itu dan para CEO terdahulu yang masih menjadi anggota dewan. Dengan menggunakan sampel 142 perusahaan yang tercatat di New York Stock Exchange (NYSE), mereka menemukan hubungan yang signifikan antara kepemilikan manajemen dengan kinerja perusahaan. Hubungan tersebut positif antara  $\pm 0\%$  sampai 1%, menurun antara  $\alpha = 1\%$  sampai 5%, meningkat lagi antara  $\alpha = 5\%$  sampai 20%, dan menurun setelah  $\alpha > 20\%$ .

Loderer dan Martin (1997) menggunakan data akuisisi untuk mengestimasi *simultaneous equation model*, dimana Tobin's Q dan kepemilikan oleh manajemen adalah endogen. Tobin's Q, *log of sales*, standar deviasi harian dari *return* saham perusahaan, dan varians harian dari *return* saham perusahaan digunakan untuk menjelaskan kepemilikan oleh manajemen (*insider holdings*). Kepemilikan oleh manajemen, *log of sales*, dan *dummy* untuk akuisisi yang dibiayai dengan pengeluaran saham digunakan untuk menjelaskan Tobin's Q. Kepemilikan oleh manajemen gagal dalam memprediksikan Tobin's Q, tetapi Tobin's Q merupakan penduga yang negatif (*negative predictor*) untuk kepemilikan.

Cho (1998) menggunakan data *cross-section* 230 perusahaan dari perusahaan-perusahaan yang terdapat pada Fortune 500 dan informasi kepemilikan yang merupakan replikasi dari penelitian oleh Morck et al (1988). Dengan menggunakan metode estimasi *piecewise linear regression*, ia menemukan hasil yang hampir serupa dengan Morck et al (1988) mengenai hubungan Tobin's Q dengan kepemilikan oleh manajemen. Tobin's Q meningkat sampai dengan tingkat  $\alpha = 7\%$ , kemudian menurun pada tingkat  $\alpha = 7\%$  sampai dengan 36%, dan kemudian meningkat lagi pada tingkat  $\alpha$  di atas 36%.

Cho (1988) kemudian mengestimasi *system of three equation* dalam bentuk persamaan model simultannya, dimana

2 Endogen berarti variabel yang bukan hanya dapat mempengaruhi tetapi juga dapat dipengaruhi (simultan).

3 Besaran konsentrasi Herfindahl diukur dengan menjumlahkan kuadrat kepemilikan saham pada perhitungan keseluruhan total kepemilikan.

kepemilikan oleh manajemen (*insider ownership*) dependen terhadap Tobin's Q, investasi, dan satu set variabel kontrol<sup>4</sup>; Tobin's Q dependen terhadap kepemilikan oleh manajemen, investasi, dan satu set variabel kontrol<sup>5</sup>; dan investasi dependen terhadap kepemilikan oleh manajemen, Tobin's Q, dan satu set variabel kontrol<sup>6</sup>. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa Tobin's Q mempengaruhi kepemilikan (*ownership*) tetapi tidak sebaliknya.

Himmelberg, Hubbard, dan Palia (1999) memperluas pengujian oleh Demsetz dan Lehn (1983) dengan menambahkan variabel baru untuk menjelaskan variasi dari struktur kepemilikan. Himmelberg et al (1999) menambahkan variabel *firm size*, *capital intensity*, *R&D intensity*, *advertising intensity*, *cashflow* dan *investment rate* sebagai pengontrol kemungkinan terjadinya *moral hazard*<sup>7</sup> oleh manajer. Penelitian ini menggunakan data 600 perusahaan di Amerika Serikat pada tahun 1982 sampai dengan 1984 yang dipilih melalui sampel random, data 551 perusahaan untuk tahun 1985 dan menurun sampai menjadi 330 perusahaan pada tahun 1992. Struktur kepemilikan diukur dengan kepemilikan saham oleh manajemen (manajer dan direktur). Mereka menggunakan Tobin's Q sebagai ukuran kinerja dan mengemukakan bahwa hasil pengujian mereka hampir sama jika menggunakan *return of asset* sebagai ukuran kinerja. Mereka menggunakan dua metode dalam pengujian-nya, yaitu *quadratic piecewise regression* dan *piecewise linear regression*<sup>1</sup>. Dari hasil pengujian-nya mereka mengemukakan bahwa kepemilikan oleh manajemen berhubungan negatif dengan rasio modal/penjualan dan R&D/penjualan, tetapi berhubungan positif dengan rasio *advertising/penjualan* dan laba operasi/penjualan, dan kepemilikan oleh manajemen tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja. Ketika mereka memasukkan endogenitas dari kepemilikan (*ownership*) dengan menggunakan variabel instru-

mental, mereka menemukan bentuk *quadratic* dari pengaruh kepemilikan terhadap kinerja.

Holderness, Kroszner, dan Sheehan (1999) mereplikasi metodologi pengujian Morck et al (1988) dan Demsetz dan Lehn (1983). Data yang digunakan merupakan data *cross section* dari perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat tahun 1935 dan tahun 1995. Untuk tahun 1935 total sampel yang digunakan adalah 1479 perusahaan dan untuk tahun 1995 total sampel yang digunakan adalah 4202 perusahaan. Penelitian ini menggunakan Tobin's Q sebagai ukuran kinerja dan kepemilikan oleh manajemen didefinisikan sebagai total kepemilikan oleh anggota direksi dan *officers*. Mereka menemukan hubungan yang positif signifikan pada kepemilikan oleh manajemen ( $\alpha$ ) antara 0% sampai 5% dengan kinerja, tetapi mereka tidak menemukan hubungan yang signifikan pada kepemilikan oleh manajemen di atas 5% untuk data tahun 1935 dan tahun 1995. akan tetapi signifikansi untuk tahun 1995 lebih lemah dibanding pada tahun 1935. Mereka juga memasukkan kepemilikan oleh manajemen sebagai variabel endogen, dan menemukan hubungan yang negatif antara kepemilikan oleh manajemen dengan besar perusahaan (*firm size*), volatilitas kinerja (*performance volatility*), regulasi dan *leverage*.

Demsetz dan Villalonga (2001) menekankan bahwa tidak hanya endogenitas dari struktur kepemilikan perusahaan yang harus diperhitungkan; tetapi struktur kepemilikan juga seharusnya dimodelkan sebagai suatu kombinasi dari kepemilikan saham oleh orang-orang yang memiliki perbedaan kepentingan (sebagai variabel multi-dimensional). Struktur kepemilikan dibedakan menjadi bagian saham yang dimiliki oleh orang-orang di luar manajemen perusahaan (*outside shareholders*) dan bagian saham yang dimiliki oleh manajer perusahaan (*insiders*). Persentase dari saham yang dimiliki oleh pemegang saham besar di

luar manajemen perusahaan mengindikasikan kemampuan yang dimiliki *outside shareholders* dalam melakukan kontrol terhadap tindakan-tindakan manajemen. Persentase dari saham yang dimiliki oleh manajer perusahaan mengindikasikan kemampuan para manajer perusahaan dalam mengacuhkan keinginan-keinginan para pemegang saham lain.

Pengujian ini menggunakan data 223 perusahaan yang merupakan sampel dari sampel perusahaan-perusahaan yang digunakan dalam penelitian Demsetz dan Lehn (1985) dengan periode 1976-1980. Demsetz dan Villalonga (2001), dengan menggunakan *ordinary least squares regression* menemukan bahwa kinerja perusahaan selalu bergantung pada paling tidak satu ukuran struktur kepemilikan. Akan tetapi, pengujian lebih lanjut dengan menggunakan *two-stage least square regression*, yang memperhitungkan endogenitas dari struktur kepemilikan, menemukan tidak ada ukuran struktur kepemilikan yang signifikan secara statistik dalam menjelaskan variasi-variasi dari kinerja. Gambar 2.1 menggambarkan pola hubungan struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q dari hasil penelitian-penelitian terdahulu yang didokumentasikan oleh Demsetz dan Villalonga.

Severin (2001) melakukan pengujian hubungan struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan pada perusahaan-perusahaan Perancis. Pengujian ini mengambil data 199 perusahaan yang terdaftar di *Paris Boure* pada tahun 1996. Data ini tidak memasukkan perusahaan-perusahaan yang berada di sektor finansial dan perusahaan-perusahaan yang tidak memiliki data lengkap.

Perusahaan-perusahaan tersebut dikategorikan dengan menggunakan *Kohonen Map* menjadi empat kelas yaitu *very strong*, *strong*, *weak*, dan *very weak*. Setelah dikategorikan menggunakan *Kohonen Map*, lalu diuji menggunakan *Wilcoxon* dan *Chi-square* ( $\chi^2$ ).

Hasil pengujian ini menemukan bahwa hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja bersifat non-linear. Selain itu, variabel eksternal (*leverage* dan *security turnover rate*) menjelaskan sebagian dari kinerja. Walaupun *leverage* mempengaruhi kinerja secara

4 Satu set variabel kontrol yang digunakan Cho disini adalah *market value of common equity*, *volatility of earning*, *liquidity*, dan *industry dummy*.

5 Satu set variabel kontrol yang digunakan Cho disini adalah *financial leverage*, *asset size*, dan *industry dummy*.

6 Satu set variabel kontrol yang digunakan Cho disini adalah *volatility of earnings*, *liquidity*, dan *industry dummy*.

7 *Moral Hazard* yaitu suatu kondisi yang bersumber dari orang yang bersangkutan berkaitan dengan sikap mental ataupun pandangan hidup serta kebiasaan yang dapat memperbesar terjadinya suatu kerugian atau penyelewengan.

negatif, namun *security turnover rate* mempunyai dampak yang menguntungkan pada kinerja. Hasil kesimpulan lainnya adalah walaupun variabel-variabel organisasi tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap kinerja perusahaan, namun besar kecilnya perusahaan dapat menjelaskan perbedaan-perbedaan antar kinerja perusahaan.

Welch di Australia (2003) menguji kasus Australia. Pengujian ini menggunakan data dari 114 perusahaan yang terdaftar di *Australian Stock Exchange* pada tahun 1999-2000 dan mengadopsi definisi variabel dan metodologi seperti yang digunakan oleh Demsetz dan Villalonga (2001). Lebih spesifiknya, dua variabel struktur kepemilikan yang dimaksud adalah kepemilikan saham oleh lima besar pemegang saham perusahaan (TOP5) dan kepemilikan saham oleh *top management* perusahaan dan dewan direksi (MSO).

Dengan menggunakan metode *Ordinary Least Square* (OLS), hasil yang didapat menunjukkan bahwa kinerja perusahaan secara statistik tidak dipengaruhi struktur kepemilikan dan kepemilikan juga secara statistik tidak dipengaruhi kinerja perusahaan. Namun, apabila *accounting profit rate* digunakan sebagai pengukur kinerja, kinerja perusahaan menjadi dipengaruhi oleh tingkat kepemilikan saham oleh manajemen dan begitu juga sebaliknya.

Dengan menggunakan metode *Two-Stage Least Square* (2SLS), hasil yang didapat menunjukkan bahwa ketika endogenitas dari struktur kepemilikan perusahaan diperhitungkan, konsentrasi kepemilikan tidak signifikan dalam menjelaskan kinerja perusahaan.

Dengan menggunakan metode *General Non-Linear Model Fit*, hasil yang didapat mirip dengan hasil dari metode OLS. Perbedaan yang terjadi hanyalah pada variabel akuntansi (*knot point*) yang baru dimasukkan, secara statistik bersifat signifikan dan negatif. (Tabel 1).

### Estimasi Variabel Riset Hubungan antara Struktur Kepemilikan dan Kinerja Perusahaan

Sebagian besar pengujian-pengujian empiris seperti pengujian oleh Morck, Shleifer dan Vishny (1988), McConnell dan Servaes (1990), Hermalin dan

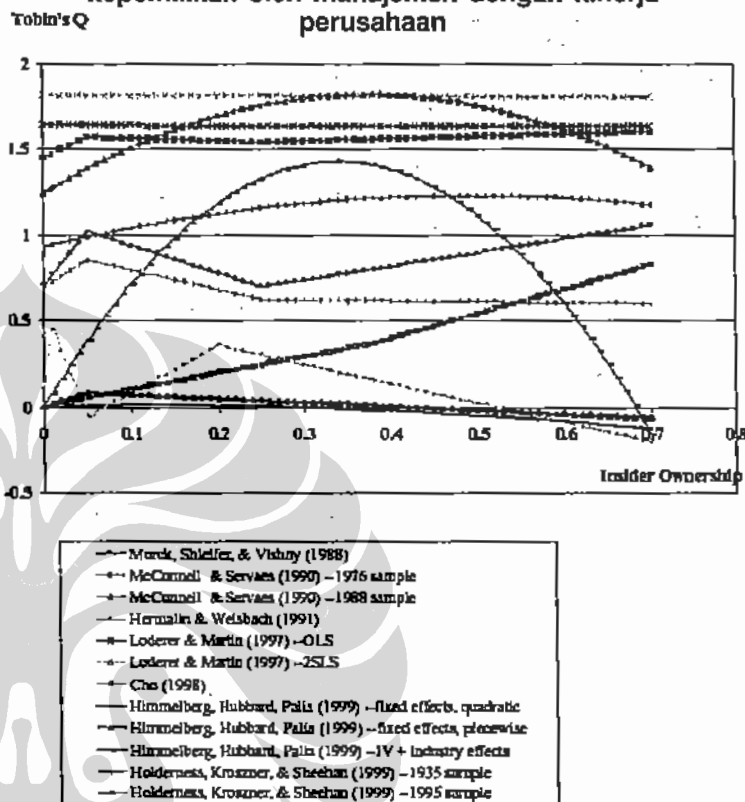
Weisbach (1991), Loderer dan Martin (1997), Craswell, Taylor dan Saywell (1997), Cho (1998), Himmelberg, Hubbard dan Palia (1999), Holderness, Kroszner dan Sheehan (1999), dan Demsetz dan Villalonga (2001), menggunakan Tobin's Q sebagai ukuran kinerja.

#### ■ Tobin's Q

Tobin's Q merupakan ukuran kinerja dalam penelitian-penelitian mengenai hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan. Tobin's Q juga sering digunakan sebagai *proxy* dalam menilai kualitas perusahaan atau *corporate opportunity*. Model ini pertama kali diperkenalkan oleh James Tobin<sup>8</sup>, ia mengemukakan bahwa kombinasi dari *market value* seluruh perusahaan yang terdapat di bursa saham seharusnya hampir sama dengan *replacement cost* dari aset-aset perusahaan.

Tobin's Q atau rasio  $Q = \text{market value} / \text{asset value}$

Gambar 1.  
Hasil pengujian-pengujian empiris mengenai hubungan kepemilikan oleh manajemen dengan kinerja perusahaan



(Sumber: Demsetz, H dan Villalonga, B., (2001), Ownership structure and corporate performance, *Journal*)

Sebagai contoh, nilai Q yang rendah (antara 0 dan 1) berarti *replacement value* dari aset-aset perusahaan lebih besar dari *market value* saham perusahaan, dengan demikian dapat dikatakan bahwa saham perusahaan tersebut *undervalued*. Jika *market value* seluruhnya merefleksikan nilai aset perusahaan, maka Tobin's Q = 1. Jika Tobin's Q > 1, maka *market value* lebih besar dari nilai aset perusahaan, dapat dikatakan bahwa *market value* merefleksikan aset-aset yang tidak dapat diukur (*intangible value*) dari perusahaan, seperti merek, reputasi, atau inovasi-inovasi, yang merupakan nilai yang diberikan oleh para pemegang saham ataupun analisis bisnis terhadap perusahaan.

Dalam penelitian ini, Tobin's Q dikalkulasikan sebagai :

<sup>8</sup> James Tobin, profesor dari Yale University adalah penerima hadiah Nobel dalam bidang ekonomi untuk ilustrasinya mengenai konsep yang ia namai Tobin's Q.

$$\text{Tobin's } Q \text{ atau Rasio } Q = \frac{(\text{year-end book value of debt} + \text{year-end market value of equity})}{\text{year-end book value of assets}}$$

#### ■ Struktur Kepemilikan

Demsetz dan Lehn (1985) berfokus pada bagian dari saham yang dimiliki oleh lima pemegang saham terbesar. Bagian ini dianggap sebagai yang paling berpengaruh bagi perusahaan. Penelitian oleh Morck et al (1988) berfokus pada bagian saham yang dimiliki oleh para anggota dewan direksi (*board of directors*). Penelitian-penelitian sesudahnya berfokus pada bagian dari saham yang dimiliki oleh manajemen, dimana sebagian dari penelitian-penelitian empiris sebelumnya mendefinisikan kepemilikan oleh manajemen sebagai kepemilikan oleh anggota dewan direksi dan *top management*, sedangkan sebagian lagi mendefinisikannya sebagai kepemilikan oleh anggota dewan direksi dan *officers*. Pengukuran kepemilikan seperti ini, dimana para pemegang saham yang diklasifikasikan sebagai manajemen ini dianggap memiliki kepentingan yang sama, pada realitanya tidak dapat dibenarkan. Sebagai contoh, seorang anggota dewan direksi mungkin memperoleh posisi sebagai anggota dewan karena ia memiliki kepemilikan saham besar pada perusahaan atau bisa juga sebagai perwakilan dari pemegang saham besar. Karenanya, kepentingan mereka lebih sejalan dengan kepentingan pemegang saham luar (*outsider*) dan tidak dapat dianggap sejalan dengan kepentingan para anggota manajemen "asli". Maka sebenarnya tingkat kepemilikan manajemen yang tinggi tidak dapat dianggap sebagai suatu indeks yang mullak menjelaskan kekuatan manajer dalam menjalankan operasi perusahaan, dimana sebagian besar penelitian justru menganggapnya sebagai indeks yang menjelaskan demikian.

Bagian saham yang dimiliki oleh para pemegang saham di luar manajemen perusahaan lebih baik dalam merepresentasikan kemampuan para pemegang saham dalam mengontrol para profesional manajer, dibandingkan bagian saham yang dimiliki oleh manajemen merepresentasikan kemampuan para manajer dalam mengacuhkan para pemegang saham.

#### ■ Endogenitas Struktur Kepemilikan

Seperti dibuktikan dalam pengujian oleh Demsetz dan Lehn (1985), struktur kepemilikan adalah endogen. Manajemen bekerja untuk kepentingannya sendiri (*self-serving*) pada lingkaran dimana *imperfect monitoring* memberinya peluang untuk begitu. Akan tetapi, permasalahan utamanya adalah apakah para profesional manajer dan struktur kepemilikan yang tersebar mampu memberikan keunggulan tersendiri bagi perusahaan. Apabila terdapat keunggulan yang mampu mengkompensasi seperti itu, maka kita dapat mengharapkan tidak ada hubungan (secara sistematis) antara kepemilikan saham oleh manajemen dengan kinerja perusahaan. Akan tetapi, apabila keunggulan tersebut tidak mampu mengkompensasi seluruh kelemahannya, maka seharusnya terdapat hubungan yang sistematis.

Lebih jauh lagi, dengan adanya pertimbangan-pertimbangan seperti adanya *insider information*, dimana manajer memiliki akses lebih besar terhadap informasi perusahaan sehingga dapat mengambil tindakan lebih dahulu dibanding investor non-manajemen, dan kinerja berdasarkan kompensasi (*performance-based compensation*), maka kinerja perusahaan setidaknya dapat mempengaruhi struktur kepemilikan seperti halnya struktur kepemilikan mempengaruhi kinerja perusahaan.

*Insider information* dapat memberikan insentif bagi manajemen untuk membedakan kepemilikan sahamnya menurut ekspektasinya terhadap kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Pembelian bagian saham yang merupakan bagian yang dimiliki oleh non-manajemen oleh manajemen merupakan contoh bagaimana ekspektasi terhadap kinerja di masa yang akan datang dapat mempengaruhi struktur kepemilikan manajemen.

Hasil penelitian Kole (1996) menunjukkan bahwa manajer lebih menyukai kompensasi dalam bentuk kepemilikan saham perusahaan (*performance-based compensation*) ketika manajer mengharapkan kinerja perusahaan akan lebih baik. Lebih jauh, hasil penelitian Kole (1996)

mengemukakan bahwa hubungan sebab-akibat (*causality*) tidak hanya terjadi dari struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan, tetapi juga sebaliknya dari kinerja perusahaan terhadap struktur kepemilikan.

Argumen bahwa struktur kepemilikan adalah endogen dan nampaknya dipengaruhi oleh faktor-faktor lain, seperti oleh kinerja perusahaan, menyebabkan endogenitas ini seharusnya diperhitungkan saat melihat hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja yang masih belum dapat dipastikan. Apabila endogenitas tidak diperhitungkan dapat menyebabkan bias dari estimasi regresi.

#### Struktur Kepemilikan, Kinerja Perusahaan dan Karakter-karakter Spesifik Perusahaan

Dalam memodelkan hubungan antara Struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan, penting juga untuk melihat karakter-karakter spesifik dari perusahaan. Pemasukan variabel-variabel tersebut dalam model adalah untuk melihat kemungkinan terdapatnya faktor-faktor lain yang mempengaruhi struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan, yang berarti kemungkinan terdapat hubungan (*correlation*) antara faktor-faktor tersebut dengan struktur kepemilikan atau dengan kinerja perusahaan.

Untuk menentukan faktor atau karakter spesifik mana dari perusahaan yang akan dimasukkan ke dalam model, kita dapat membandingkan dari penelitian-penelitian terdahulu.

#### ■ Ukuran Perusahaan (*Firm-Size*)

Pemegang saham *outsiders* maupun *insiders* memiliki kemungkinan lebih besar untuk memiliki bagian saham lebih besar pada perusahaan yang ukurannya kecil, sedangkan dalam perusahaan yang ukurannya besar, pemilik (*owners*) memerlukan investasi yang lebih besar untuk menguasai bagian saham yang sama dengan bagian jika ia berinvestasi pada perusahaan yang ukurannya lebih kecil. Ukuran perusahaan (*Firm-size*) diekspektasikan memiliki koefisien yang negatif atau dengan kata lain, berhubungan negatif dengan struktur kepemilikan.

#### ■ *Financial Leverage*

*Firm leverage* merupakan ukuran pemberi kredit (*credit provider*) dalam



memonitoring (mengawasi) perusahaan. *The trade-off theory* memprediksikan adanya hubungan yang positif antara tingkat *debt* perusahaan dengan kinerja perusahaan. Sejalan dengan teori ini, Jensen dan Meckling (1976) juga menyarankan memakai peningkatan hutang supaya *outside equity* tidak bertambah sehingga konflik antara investor luar dengan manajemen tidak meningkat. Pengurangan konflik ini selanjutnya akan meningkatkan kinerja perusahaan.

Bertentangan dengan teori tersebut, *The Pecking Order Hypothesis* memprediksikan adanya hubungan yang negatif antara tingkat *debt* perusahaan dengan kinerja perusahaan.

#### ■ Likuiditas (*liquidity*)

Cho (1998) memperhitungkan likuiditas perusahaan dengan tujuan sebagai variabel kontrol terhadap pengaruh likuiditas perusahaan terhadap investasi yang dilakukan perusahaan pada *capital expenditure* dan *research and development expenditure*-nya.

■ *Firm-Specific Risk* dan *Market-risk*  
*Firm-Specific Risk* dan *Market-risk* mengukur tingkat risiko yang terkait dengan kepemilikan saham perusahaan. *Firm-Specific Risk* digunakan sebagai ukuran tingkat risiko perusahaan. Dalam melakukan investasi pada berbagai perusahaan, terdapat tingkat risiko yang

berbeda-beda untuk tiap perusahaan. Pertimbangan teoritis mengenai hubungan tingkat risiko dengan kepemilikan manajemen menunjukkan pengaruh yang bertolak belakang. Di satu sisi, karena kebanyakan manajer adalah *risk averse*, maka dapat diharapkan hubungan yang negatif antara tingkat risiko perusahaan dengan kepemilikan manajemen. Tetapi disisi lain, kepemilikan oleh manajemen juga dapat digunakan sebagai signal untuk kualitas suatu perusahaan. Manajer hanya akan bersedia menginvestasikan sebagian besar kekayaannya pada perusahaan hanya bila ia yakin perusahaan akan sukses di masa yang akan datang. Karenanya tingkat risiko perusahaan memiliki hubungan yang positif dengan kepemilikan oleh manajemen.

#### ■ *Intangible Assets*

Demsetz dan Villalonga (2001) mengemukakan bahwa *intangible* aset perusahaan perlu diperhitungkan untuk mengurangi distorsi yang mungkin terjadi dari penggunaan Tobin's Q sebagai ukuran kinerja, karena dalam perhitungannya, Tobin's Q tidak memasukkan nilai *intangible asset* perusahaan. Total *book value of asset*, yang merupakan penyebut dari variabel Tobin's Q, tidak termasuk nilai *intangible asset* perusahaan yang perlu diperhitungkan antara lain pengeluaran *ad-*

*vertising*, pengeluaran *research and development* dan *capital expenditure*, karena distorsi akuntansi juga dapat terjadi dari depresiasi terhadap aset-aset tetap perusahaan (*fixed assets*). Ketiga variabel pengukur *intangible asset* perusahaan di atas akan memiliki hubungan yang positif dengan kinerja perusahaan (Tobin's Q), akan tetapi hubungan ini adalah *spurious*<sup>9</sup>, bukan hubungan sebab-akibat (*causal*).

#### ■ Sektor Industri (*industry membership*)

Menurut Demsetz dan Lehn (1985), keanggotaan perusahaan dalam suatu sektor industri perlu diperhitungkan karena adanya kemungkinan korelasi antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan merupakan *industry effects*. Korelasi ini mungkin disebabkan adanya keuntungan relatif bagi investor untuk memiliki kepemilikan besar pada suatu perusahaan pada suatu industri karena terdapat regulasi-regulasi yang membatasi penggunaan aset perusahaan (*firm's assets*) oleh para pemegang saham pada industri-industri lain.

#### Data Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dari laporan keuangan 90 perusahaan pada akhir tahun 2002 dan akhir tahun 2003, dan data bulanan harga saham perusahaan sejak Januari 2002 sampai dengan Desember 2003.

Tabel 2  
Rangkuman Variabel-variabel Kontrol dari Pengujian-pengujian Empiris Terdahulu dalam Memodelkan Hubungan antara Struktur Kepemilikan dan Kinerja Perusahaan

Authors	Firm Size	Financial Leverage	Liquidity	Total Risk of the Firm	Market Risk	Firm-Specific Risk	Advertising Expenditure	R&D Expenditure	Capital Expenditure	Industry Membership
Demsetz dan Lehn (1985)	Ya (Av, MV common equity/EV assets)	Tidak	Tidak	Ya ( $\sigma$ of stock returns and $\sigma$ of Acc ROR)	Tidak	Ya (std. error from market model)	Ya (sales/ advertising)	Ya (sales/ R&D)	Ya (sales/ capex)	Ya (Dummies for utility and media firms)
Moerk, Shleifer dan Vishny (1988)	Ya (RC assets)	Ya (MV long-term debt/ RC assets)	Tidak	Tidak	Tidak	Tidak	Ya (advertising/ RC assets)	Ya (R&D/RC assets)	Tidak	Ya (Dummies based on SIC codes)
McConnell dan Servaes (1990)	Ya (RC assets)	Ya (debt/ RC assets)	Tidak	Tidak	Tidak	Tidak	Ya (advertising/ RC assets)	Ya (R&D/ RC assets)	Tidak	Tidak
Hermalin dan Weisbach (1981)	Ya (ln(RC assets))	Tidak	Tidak	Tidak	Tidak	Tidak	Ya (advertising weighted by RC assets)	Ya (R&D weighted by RC assets)	Tidak	Tidak
Loderer dan Martin (1997)	Ya (ln(sales))	Tidak	Tidak	Ya ( $\alpha$ and $\sigma^2$ of stock returns)	Tidak	Tidak	Tidak	Tidak	Tidak	Tidak
Cho (1998)	Ya (log(RC of assets))	Ya (MV long-term debt/ RC assets)	Ya (cashflows/ RC of assets)	Tidak	Tidak	Ya ( $\sigma$ of changes in profit/ RC assets)	Tidak	Ya (R&D/ RC assets)	Ya (capex/ RC assets)	Ya (Dummies based on SIC codes)
Himmelberg, Hubbard dan Pailla (1999)	Ya (ln(sales) and ln(sales)) <sup>2</sup>	Tidak	Tidak	Tidak	Tidak	Ya ( $\sigma$ of idiosyncratic stock price risk)	Ya (advertising/ PP&E)	Ya (R&D/PP&E)	Ya (capex/PP&E expenditures)	Tidak

Tabel 2 (lanjutan)  
Rangkuman Verlabel-varibel Kontrol dari Pengujian-pengujian Empiris Terdahulu dalam Memodelkan Hubungan antara Struktur Kepemilikan dan Kinerja Perusahaan

Authors	Firm Size	Financial Leverage	Liquidity	Total Risk of the Firm	Market Risk	Firm-Specific Risk	Advertising Expenditure	R & D Expenditure	Capital Expenditure	Industry Membership
Holderness, Kroszner dan Sheehan (1995)	Ya (total assets)	Ya (debt/assets)	Tidak	Tidak	Tidak	Ya (std. error from market model)	Tidak	Tidak	No	Yes (Dummies based on SIC codes)
Dametz dan Villalonga (2001)	Ya (Av. BV assets)	Ya (Av. Debt/BV assets)	Tidak	Tidak	Ya ( $\beta$ from regression of stock returns on market returns)	Ya (std. error of market risk measure)	Ya (Av. Advertising/sales)	Ya (Av.R&D/ sales)	Yes (Av. (PP&E expenditure/sales))	Yes (Dummies for utilities, media and financial firms)
Welch (2003)	Ya (Av. BV assets)	Ya (Av. Debt/BV assets)	Tidak	Tidak	Ya ( $\beta$ from regression of stock returns on market returns)	Ya (std. error of market risk measure)	Ya (Av. Advertising/sales)	Ya (Av.R&D/ sales)	Yes (Av. (PP&E expenditure/sales))	Yes (Dummies for utilities, media and financial firms)

Catatan:

- RC = Replacement cost; BV = Book value; MV = Market value; SIC Codes = Standard Industrial Classification Codes; Capex = Capital expenditure; PP&E = Property, plant and equipment.
- Loderer dan Martin (1997) menggunakan data dari perusahaan-perusahaan yang melakukan akuisisi dalam melihat hubungan struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan. Karenanya mereka menggunakan variabel *dummy* untuk mengindikasikan akuisisi tersebut dibiayai dengan pengeluaran saham baru.
- Cho (1998) mendefinisikan *cash flow* sebagai *after-tax income + depresiasi + amortisasi*.
- Himmelberg dkk (1999) menggunakan rasio *operating income / sales* dalam model sebagai ukuran *market power* perusahaan dan rasio *PP&E / sales* sebagai ukuran pengurangan *agency cost* karena aset PP&E ini lebih mudah dimonitor.

Tabel 3  
8 Variabel dari Sampel 90 Perusahaan Definisi Variabel Periode 2002 – 2003

Semua data tersebut merupakan data sekunder yang bersumber pada Bursa Efek Jakarta, Bisnis Indonesia dan Kompas.

Pada tabel 3 dapat dilihat definisi variabel-variabel yang digunakan. Untuk keperluan penelitian maka variabel kepemilikan saham oleh manajemen (*AvMH*), kepemilikan saham oleh lima pemegang saham terbesar perusahaan (*TOP5*), dan *AvAsset* akan ditampilkan dalam bentuk logaritma.

#### Endogenitas *LavMH* dan *LTOP5*

Penelitian ini menggunakan ukuran struktur kepemilikan perusahaan sebagai bagian yang dimiliki oleh manajemen dan bagian yang dimiliki oleh lima pemegang saham terbesar perusahaan. Akan tetapi, yang mana dari kedua ukuran struktur kepemilikan ini yang lebih kuat sebagai variabel endogen?

Berdasarkan pertimbangan-pertimbangan seperti akses yang lebih besar bagi manajemen untuk mendapatkan *insider information*, yang dapat memberikan insentif bagi manajemen untuk membedakan kepemilikan sahamnya menurut ekspektasinya terhadap kinerja perusahaan di masa yang akan datang, dan kinerja berdasarkan kompensasi (*performance-based compensation*), dimana manajer lebih menyukai kompensasi dalam bentuk kepemilikan saham perusahaan ketika manajer mengharapkan kinerja perusahaan

Variabel	Definisi
AvQ	Rata-rata dari nilai Tobin's Q tiap perusahaan, dari tahun 2002 dan 2003.
Av(ad/s)	Rata-rata dari pengeluaran iklan tahunan terhadap penjualan tahunan, dari tahun 2002 dan 2003.
Av(fix/s)	Rata-rata dari perubahan <i>gross fixed asset</i> perusahaan tahunan terhadap penjualan tahunan, dari tahun 2002 dan 2003.
Se	<i>Standard error</i> dari regresi yang digunakan dalam mengestimasi risiko pasar, dimana risiko pasar dihitung sebagai koefisien $\beta$ (beta) yang diperoleh dari regresi dari <i>return</i> saham bulanan terhadap <i>return</i> pasar bulanan, menggunakan data harga saham bulanan periode Januari 2002 sampai dengan Desember 2003.
TOP5	Bagian saham yang dimiliki oleh lima pemegang saham terbesar perusahaan pada akhir tahun 2003.
AvMH	Rata-rata dari bagian saham yang dimiliki oleh manajemen perusahaan, yaitu para anggota direksi dan karyawan perusahaan, dari tahun 2002 dan 2003.
Avasset	Rata-rata dari nilai buku dari total aset perusahaan, dari tahun 2002 dan 2003.
Av(debt/a)	Rata-rata dari <i>debt</i> terhadap nilai buku dari total aset perusahaan, dari tahun 2002 dan 2003.

akan lebih baik, maka kinerja perusahaan setidaknya dapat mempengaruhi struktur kepemilikan oleh manajemen seperti halnya struktur kepemilikan oleh manajemen mempengaruhi kinerja.

Pada Tabel 2.3. dapat dilihat endogenitas dari struktur kepemilikan baik kepemilikan oleh manajemen perusahaan maupun kepemilikan oleh lima pemegang saham terbesar perusahaan.

Seperti terlihat pada tabel, kinerja perusahaan tidak signifikan secara statistik mempengaruhi kepemilikan oleh pemegang saham luar, akan tetapi kinerja

perusahaan secara statistik berpengaruh kuat terhadap kepemilikan oleh manajemen. Adjusted R-square dan probabilitas *F*-stat untuk model kepemilikan saham oleh non-manajemen juga menunjukkan hasil yang sangat buruk yang artinya model yang digunakan tidak dapat menjelaskan variasi-variasi para pemegang saham non-manajemen. Model yang digunakan hanya dapat menjelaskan variasi pada kepemilikan saham oleh manajemen. Karenanya penelitian ini menggunakan kepemilikan saham oleh manajemen sebagai variabel endogen.

<sup>9</sup> Signifikan secara statistik namun tidak bisa diartikan secara ekonomi.

### Tobin's Q sebagai Variabel Dependen

Model yang digunakan, baik OLS maupun 2SLS, cukup baik dalam menjelaskan variasi-variasi dari kinerja perusahaan ( $AvQ$ ). Hal ini dilihat dari *adjusted R-square* yang sebesar 0.267 pada model OLS dan sebesar 0.248 pada model 2SLS, serta probabilitas F-statistik pada model OLS dan 2SLS yang berada pada tingkat  $\alpha=1\%$ . Dengan data *cross-section* seperti yang digunakan pada penelitian ini, *adjusted R-square* di atas 0.20 sudah menunjukkan bahwa variabel-variabel independen yang digunakan sudah cukup menjelaskan variasi-variasi pada variabel dependen (kinerja perusahaan).

Pada estimasi OLS untuk persamaan kinerja perusahaan, dapat kita lihat bahwa kinerja perusahaan,  $AvQ$ , secara statistik dipengaruhi oleh kepemilikan saham oleh manajemen (pada  $\alpha=10\%$ ). Dilihat dari tanda pada koefisiennya, hubungan tersebut negatif untuk  $LAvMH$  yang artinya semakin besar kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen maka, secara statistik dapat dikatakan, kinerja perusahaan akan menurun. Sebaliknya, hubungan tersebut positif untuk  $LTOP5$  akan tetapi tidak signifikan secara statistik. Hasil estimasi persamaan dengan model OLS ini konsisten dengan beberapa pengujian empiris sebelumnya di negara Amerika Serikat, seperti pengujian oleh Morck dkk (1989), McConnell dan Servaes (1990), Hermlin dan Weisbach (1991), dsb, yang menunjukkan bahwa kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Akan tetapi, hasil estimasi dengan 2SLS menunjukkan hasil yang berbeda. Struktur kepemilikan perusahaan, baik

kepemilikan oleh manajemen maupun oleh lima pemegang saham terbesar perusahaan, tidak mempengaruhi kinerja perusahaan. Hasil ini konsisten dengan pandangan Demsetz (Demsetz, 1983), bahwa bagaimanapun bentuk struktur kepemilikan suatu perusahaan tetap bertujuan memaksimalkan profit bagi para pemegang sahamnya, sehingga tidak ada pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan.

Hasil yang signifikan positif untuk  $Av(ad/s)$  merupakan hubungan yang *spurious* atau tidak memiliki arti ekonomis karena variabel ini digunakan untuk mengurangi distorsi dari perhitungan *intangible asset* perusahaan karena penyebut dari  $Q$ , ukuran kinerja perusahaan, tidak memperhitungkan *intangible asset* perusahaan. Demikian juga hubungan yang signifikan positif dari  $Av(fix/s)$  merupakan hubungan yang *spurious* bukan hubungan sebab-akibat (*causal*), dimana variabel ini dimasukkan untuk mengurangi distorsi akuntansi dari perhitungan depresiasi terhadap aset-aset tetap perusahaan (*fixed assets*).

$Av(debt/a)$  ukuran *financial leverage* perusahaan konsisten memiliki koefisien yang negatif dan signifikan secara statistik (pada  $\alpha=5\%$ ) untuk estimasi dengan OLS dan 2SLS. Variabel ini merupakan ukuran pemberi kredit dalam memonitor perusahaan. Dengan demikian, pada perusahaan-perusahaan di Indonesia, secara statistik dapat dikatakan, semakin besar monitor yang dilakukan

para pemberi kredit memberikan pengaruh yang dapat menurunkan kinerja perusahaan.

### LAvMH Sebagai Variabel Dependen

Model yang digunakan, baik OLS maupun 2SLS, cukup dapat menjelaskan variasi-variasi dari struktur kepemilikan oleh manajemen perusahaan. Hal ini dilihat dari *adjusted R-square* yang sebesar 0.142 untuk model OLS dan sebesar 0.089 untuk model 2SLS, serta probabilitas F-statistik pada model OLS dan 2SLS yang berada pada tingkat  $\alpha=1\%$ .

Pada estimasi OLS maupun 2SLS untuk persamaan kepemilikan oleh manajemen, dapat kita lihat bahwa kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen,  $LAvMH$ , secara statistik dipengaruhi dengan kuat oleh kinerja perusahaan (pada  $\alpha=1\%$ ). Dilihat dari tanda pada koefisiennya, hubungan tersebut negatif yang artinya dengan semakin baiknya kinerja perusahaan atau semakin tinggi  $AvQ$  maka bagian saham yang dimiliki oleh manajemen menurun. Penjelasan mengenai hal ini menurut Demsetz dan Villalonga (2001) adalah bahwa saat kinerja perusahaan baik, mungkin manajer memilih untuk memegang bagian saham yang lebih sedikit karena ekspektasi manajer bahwa kinerja perusahaan yang baik tersebut

Tabel 4  
8 Variabel dari Sampel 90 Perusahaan  
Statistik Deskriptif Periode 2002 – 2003

Variabel	Mean	Median	Std. Dev.	Max.	Min.
AvQ	0.595	0.387	0.853	6.294	0.006
Av(ad/s)	0.022	0.007	0.037	0.178	0.005
Av(fix/s)	0.089	0.071	0.127	0.411	0.008
Se	0.562	0.459	0.342	1.976	0.154
LTOP5	-2.129	-2.088	0.144	-1.998	-2.978
LAvMH	-4.442	-4.146	1.469	-2.044	-8.921
LAvasset	11.804	11.818	0.670	13.675	10.368
Av(debt/a)	0.503	0.448	0.339	2.285	0.043

(Sumber: Hasil Pengolahan Data)

Tabel 5  
LAvMH dan LTOP5 Sebagai Variabel Endogen  
Sampel 90 Perusahaan dengan 90 Observasi  
Hasil Uji OLS dan 2SLS  
Periode 2002 – 2003

	LAvMH (OLS)	LAvMH (2SLS)	LTOP5 (OLS)	LTOP5 (2SLS)
AvQ (t)	-0.4546 (-2.56)***	-0.8617 (-2.26)**	0.0184 (0.96)	0.0384 (1.01)
Se (t)	0.6384 (1.50)	0.6837 (1.55)	-0.0206 (-0.45)	-0.0228 (-0.49)
Av(debt/a) (t)	-0.1058 (-0.23)	-0.4158 (-0.78)	0.0142 (0.29)	0.0294 (0.53)
Lasset (t)	-0.5810 (-2.59)***	-0.5123 (-2.16)**	-0.0004 (-0.02)	-0.0038 (-0.15)
Const (t)	2.3816 (0.90)	1.9440 (0.71)	-2.1309 (-7.48)***	-2.1095 (-7.30)***
Adj. R-square	0.142415	0.089342	-0.033407	-0.046669
Prob(F-statistic)	0.001797	0.004039	0.889708	0.875142

\*\*\* Signifikan pada  $\alpha = 1\%$

\*\* Signifikan pada  $\alpha = 5\%$

\* Signifikan pada  $\alpha = 10\%$

(Sumber: Hasil Pengolahan Data)



akan diikuti dengan kinerja yang memburuk untuk tahun-tahun yang akan datang. Hal ini dimungkinkan karena manajer memiliki akses yang lebih besar untuk mendapatkan *insider information* mengenai perkembangan kinerja perusahaan sehingga memungkinkan memegang bagian saham sesuai dengan ekspektasinya mengenai kinerja perusahaan di masa yang akan datang.

Selain itu, secara statistik, ukuran perusahaan (*Lasset*) juga memiliki pengaruh negatif yang kuat (pada  $\alpha=1\%$ ) terhadap kepemilikan oleh manajemen. Berarti semakin besar ukuran perusahaan, kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen semakin kecil. Sebaliknya, semakin kecil ukuran perusahaan, kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen menjadi semakin besar. Hal ini terlihat dari koefisien *Lasset* yang negatif dan signifikan. Menurut Demsetz dan Villalonga (2001) pengaruh ini dikarenakan manajer perusahaan memiliki kemungkinan lebih besar untuk memiliki bagian saham lebih besar pada

Tabel 6  
Tobin's Q dan LAVMH Sebagai Variabel Dependen  
Sampel 90 Perusahaan dengan 90 Observasi  
Hasil Uji OLS dan 2SLS  
Periode 2002 - 2003

Variabel	AvQ (OLS)	AvQ (2SLS)	LavMH (OLS)	LavMH (2SLS)
LAVMH (t)	-0.1077 (-1.77)*	-0.0397 (-0.18)		
LYOP5 (t)	0.3724 (0.60)	0.7061 (0.68)		
Av(ad/s) (t)	6.3151 (2.91)***	6.4946 (2.90)***		
Av(fix/s) (t)	0.3298 (2.77)***	0.3506 (2.70)***		
Av(debt/a) (t)	-0.5203 (-2.22)**	-0.5072 (-2.16)**	-0.1058 (-0.23)	-0.4158 (-0.78)
AvQ (t)			-0.4546 (-2.56)***	-0.8617 (-2.26)**
Se (t)			0.6384 (1.50)	0.6837 (1.55)
Lasset (t)			-0.5810 (-2.59)***	-0.5123 (-2.16)**
Const (t)	0.6549 (0.45)	1.7108 (0.58)	2.3816 (0.90)	1.9440 (0.71)
Adj. R-square	0.267434	0.247889	0.142415	0.089342
Prob(F-statistic)	0.000014	0.000110	0.001797	0.004039

\*\*\* Signifikan pada  $\alpha = 1\%$   
\*\* Signifikan pada  $\alpha = 5\%$   
\* Signifikan pada  $\alpha = 10\%$   
(Sumber: Hasil Pengolahan Data)

perusahaan yang ukurannya kecil, sedangkan dalam perusahaan yang ukurannya besar, manajer memerlukan investasi yang lebih besar untuk menguasai bagian saham yang sama dengan perusahaan yang ukurannya lebih kecil.

Secara statistik, variabel *Av(debt/a)* tidak signifikan baik dalam estimasi OLS maupun 2SLS, yang artinya pada perusahaan-perusahaan di Indonesia, kemampuan para pemberi kredit dalam memonitor perusahaan tidak memberikan pengaruh terhadap kepemilikan perusahaan oleh manajemen.

Terakhir, variabel *Se* sebagai ukuran tingkat risiko spesifik perusahaan tidak signifikan secara statistik baik dalam estimasi OLS maupun 2SLS. Artinya pada perusahaan-perusahaan di Indonesia, kepemilikan manajemen perusahaan terhadap saham perusahaan tersebut tidak dipengaruhi oleh tingkat risiko perusahaan tersebut. Tingkat risiko perusahaan yang tinggi tidak mengurangi niat manajer melakukan investasi di perusahaan tersebut. Manajer bukan *risk averse*.  $\square$

#### DAFTAR PUSTAKA

- Berte, Adolf A. dan Means, Gardiner C., (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: The Macmillan Company.
- Cho, M-H, (1998), "Ownership structure, investment and the corporate value: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 47, hal. 103-121.
- Emery, Douglas R. dan Finnerty, John D., (1997), *Corporate Financial Management*, Prentice-Hall, Inc.
- Demsetz, H dan Villalonga, B., (2001), "Ownership structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, hal. 209-233.
- Fama, E. dan Jensen, M., (1963), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, hal. 375-390.
- Gujarati, Damodar N., (1995), *Basic Econometrics*, McGraw-Hill, Inc.
- Himmelberg, C., Hubbard, R. G., dan Palia, D., (1999), "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of Financial Economics*, vol. 53, hal. 353-384.
- Holderness, C., Kroszner, R., dan Sheehan, D., (1999), "Were the good old days that good?"

- Evolution of managerial stock ownership and corporate governance since the great depression", *Journal of Finance*, vol. 54, hal. 435-469.
- Jensen, M., (1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, hal. 323-339.
- Jensen, M. dan Meckling, W., (1976), "The theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, hal. 306-360.
- LaPorta, R., Lopez, F., dan Shleifer, A., (1999), "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, vol. 54, hal. 471-517.
- Lee, Jim, (2004), "The effects of family ownership and management on firm performance", *S.A.M. Advanced Management Journal*, Autumn 2004, vol. 69, hal. 46-54.
- Limpaphayom, Piman dan Ngamwutikul, Anchalee, (2004), "Ownership structure and post-issue operating performance of firms conducting seasoned equity offerings in Thailand", *Journal of Economics and Finance*, Fall 2004, vol. 28, hal. 307-331.
- Meggison, William L., (1997), *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- McConnel, J. dan Servaes, H., (1990), "Additional

- evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, hal. 595-612.
- Murphy, K., (1985), "Corporate performance and managerial remuneration", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, hal. 11-42.
- Scott, David F., Martin, John D., Petty, J., dan Keown, Arthur J., (1999), *Basic Financial Management*, Prentice Hall International, Inc.
- Severin, Eric, (2001), "Ownership structure and the performance of firms: evidence from France", *European Journal of Economic and Social Systems* 15, no. 2, hal. 85-107.
- Short, H. dan Keasey, K., (1999), "Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the U.K.", *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, hal. 79-101.
- Sheifer, A. dan Vishny, R., (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, vol. 52, hal. 737-783.
- Welch, Emma, (2003), "The relationship between ownership structure and performance in listed Australian Companies", *Australian Journal of Management*, vol. 28, no. 3.