

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN  
MANAJERIAL DAN PUBLIK, UKURAN  
PERUSAHAAN, EBIT/SALES DAN TOTAL  
HUTANG/TOTAL ASET TERHADAP NILAI  
PERUSAHAAN YANG TELAH *GO PUBLIC* DAN  
TERCATAT DI BURSA EFEK JAKARTA**



**TESIS**

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna  
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen  
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

**Oleh**

**Adhi Anjar Wicaksono  
C4A098001**

**PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2002**

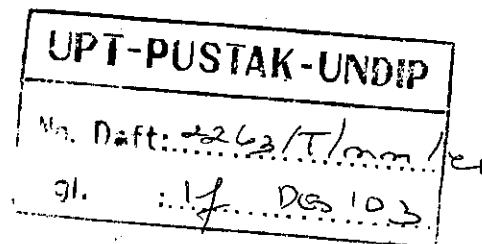
**UPT-PUSTAK-UNDIP**



## SERTIFIKASI

Saya, *Adhi Anjar Wicaksono*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Adhi Anjar Wicaksono  
8 April 2002



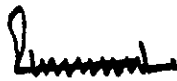
## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

### **PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN PUBLIK, UKURAN PERUSAHAAN, EBIT/SALES DAN TOTAL HUTANG/TOTAL ASET TERHADAP NILAI PERUSAHAAN YANG TELAH *GO PUBLIC* DAN TERCATAT DI BURSA EFEK JAKARTA**

yang disusun oleh Adhi Anjar Wicaksono, NIM C4A098001  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 29 November 2002  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



Drs. Daryono Rahardjo, MM.

Pembimbing Anggota



Dra. Yoestini, M.Si.

Semarang, 10 Januari 2003  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program



Prof. DR. Suyudi Mangunwihardjo

## ABSTRACT

Companies listed in stock exchange have a different ownership structure with ordinary companies. Basically, the main differences that they have a public stockholders beside managerial stockholders. There have suggested that there were a relationship between ownership composition and firm's value. Various research had been conducted in this area with a companies listed developed capital market as an object. So this is motivate to do this research in emerging capital market mainly in Indonesia capital market.

This research aimed to scrutinize the impact of managerial ownership, public ownership, firm's size, EBIT/Sales and TD/TA toward firm's value which proxied with stock price. Data were provided by Indonesian Capital Market Directory, while 33 companies were obtained by using purposive sampling method as a sample in this study. Research question will answered by using multiple regression method technique.

The findings shows that all variables have a significant impact toward firm value. Managerial ownership, firm's size and EBIT/Sales have a positive significant impact toward firms' value, while public ownership and TD/TA have the opposite impact.

## ABSTRAKSI

Perusahaan-perusahaan yang telah mencatatkan sahamnya di bursa efek akan memiliki struktur kepemilikan yang berbeda dengan perusahaan-perusahaan yang belum mencatatkan sahamnya di bursa efek. Perbedaan utama yang mendasar adalah bahwa komposisi kepemilikan perusahaan yang telah tercatat di bursa efek akan melibatkan pemegang saham publik. Lebih lanjut disebutkan pula bahwa struktur kepemilikan ini akan memiliki dampak terhadap nilai perusahaan. Berbagai penelitian telah dilakukan dalam kaitannya dengan komposisi kepemilikan ini, namun penelitian yang dilakukan tersebut kebanyakan dilakukan pada pasar modal yang telah maju. Hal ini mendorong untuk dilakukan penelitian serupa di pasar modal yang sedang berkembang terutama pada pasar modal di Indonesia.

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti mengenai pengaruh tingkat kepemilikan manajerial, kepemilikan publik, dan variabel-variabel lain seperti ukuran perusahaan, EBIT/Sales serta total hutang / total aset terhadap nilai perusahaan yang diwakili oleh harga saham. Data pada penelitian ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*. Dengan menggunakan metode *purposive sampling* diperoleh sebanyak 33 perusahaan sebagai sampel dalam penelitian ini. Untuk menjawab persoalan penelitian yang ada digunakan teknik analisis regresi berganda.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semua variabel yang diteliti memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Tingkat kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, dan EBIT/Sales memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan, sementara kepemilikan publik dan total hutang / total aset memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

## KATA PENGANTAR

Dengan segala kerendahan hati, penulis panjatkan puji syukur ke hadirat Allah SWT atas karunia yang telah dilimpahkan-Nya sehingga memungkinkan terselesaikannya penulisan tesis ini. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang, disamping manfaat yang mungkin dapat disumbangkan dari hasil penelitian ini kepada pihak yang berkepentingan.

Banyak pihak yang telah dengan tulus hati memberi bantuan, baik itu berupa pemikiran, nasihat serta semangat untuk menyelesaikan penulisan tesis ini. Pada kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih disertai penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. Bapak Prof. DR. Suyudi Mangunwihardjo, sebagai direktur program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. Bapak Drs. Daryono Rahardjo, MM. sebagai dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
3. Ibu Dra. Yoestini, M.Si., selaku dosen pembimbing anggota yang telah menuntun dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.

4. Staf pengajar Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang yang melalui kegiatan belajar mengajar telah memberikan suatu dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik kepada penulis.
5. Keluarga yang senantiasa mencurahkan kasih sayang kepada penulis baik dalam suka maupun duka.
6. Staf administrasi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi.

Akhir kata, teriring harapan semoga tesis ini dapat bermanfaat meskipun penulis menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna.

Semarang, April 2002

**Penulis**

# DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan	iii
Abstract	iv
Abstraksi	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Tabel	x
Daftar Gambar	xi
Daftar Lampiran	xii
<b>BAB I      PENDAHULUAN</b>	
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	5
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	6
1.3.1. Tujuan Penelitian.....	6
1.3.2. Manfaat Penelitian.....	7
<b>BAB II     TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS</b>	
2.1. Telaah Pustaka .....	8
2.1.1. <i>Arbitrage Pricing Theory</i> .....	8
2.1.2. Struktur Kepemilikan.....	10
2.1.3. Nilai Perusahaan.....	11
2.1.4. Struktur Kepemilikan, Konflik Kepentingan dan Nilai Perusahaan.....	12
2.1.5. Ukuran Perusahaan.....	13
2.1.6. EBIT/Sales.....	13
2.1.7. Total Debt/Total Assets.....	14
2.2. Penelitian Terdahulu.....	14
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis .....	19
2.4. Hipotesis dan Definisi Operasional Variabel.....	22
2.4.1. Hipotesis.....	22
2.4.2. Definisi Operasional Variabel.....	23
<b>BAB III    METODE PENELITIAN</b>	
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	25
3.2. Populasi dan Sampling.....	26
3.3. Metode Pengumpulan Data.....	29
3.4. Teknik Analisis.....	30
3.5. Pengujian Hipotesis.....	31
3.6. Pengujian Gejala Penyimpangan Asumsi Klasik.....	32



<b>BAB IV</b>	<b>ANALISIS DATA</b>	
	4.1. Gambaran umum Obyek Penelitian.....	36
	4.1.1. Tingkat Kepemilikan Manajerial Dari Perusahaan-Perusahaan Yang Menjadi Sampel.....	36
	4.1.2. Tingkat Kepemilikan Publik Dari Perusahaan-Perusahaan Yang Menjadi Sampel.....	36
	4.1.3. Ukuran Perusahaan Dari Perusahaan-Perusahaan Yang Menjadi Sampel.....	37
	4.1.4. EBIT/Sales Dari Perusahaan-Perusahaan Yang Menjadi Sampel.....	37
	4.1.5. Total Hutang / Total Aset Dari Perusahaan-Perusahaan Yang Menjadi Sampel.....	38
	4.1.6. Nilai Perusahaan (Harga Saham) Dari Perusahaan-Perusahaan Yang Menjadi Sampel.....	38
	4.2. Pengujian Asumsi Klasik.....	39
	4.2.1. Uji Normalitas Data.....	40
	4.2.2. Uji Heteroskedastisitas.....	41
	4.2.3. Uji Multikolinieritas.....	42
	4.3. Analisis Pengaruh Tingkat Kepemilikan Manajerial, Tingkat Kepemilikan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales dan TD/TA Secara Parsial.....	45
	4.3.1. Analisis Pengaruh Tingkat Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan.....	47
	4.3.2. Analisis Pengaruh Tingkat Kepemilikan Publik Terhadap Nilai Perusahaan.....	49
	4.3.3. Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan.....	50
	4.3.4. Analisis Pengaruh EBIT/Sales Terhadap Nilai Perusahaan.....	51
	4.3.5. Analisis Pengaruh Total Hutang / Total Aset Terhadap Nilai Perusahaan.....	52
<b>BAB V</b>	<b>KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN</b>	
	5.1. Kesimpulan.....	55
	5.2. Implikasi Kebijakan.....	57
	5.3. Keterbatasan Penelitian.....	59
	5.4. Agenda Penelitian Mendatang.....	60

## DAFTAR TABEL

TABEL		Halaman
2.1.	Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu.....	18
2.2.	Simbol, Jenis Indikator, Skala Pengukuran, dan Cara Pengukuran Variabel.....	24
3.1.	Daftar Saham Yang Masuk Perhitungan Indeks LQ45 Periode Tahun 2000.....	28
3.2.	Sampel Penelitian.....	29
4.1.	Ringkasan Statistika Deskriptif Variabel-Variabel Yang Diteliti	39
4.2.	Hasil Uji Kolmogorov Smirnov Satu Arah.....	40
4.3.	Hasil Uji Glejser.....	39
4.4.	Hasil Uji Multikolinieritas.....	43
4.5.	Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Bebas.....	44
4.6.	Hasil Analisis Regresi Berganda.....	46

# DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
2.1. Pengaruh Kepemilikan Oleh Pemegang Saham Pengendali / Manajerial, Kepemilikan Oleh Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales dan Total Debt / Total Assets Terhadap Nilai Perusahaan.....	21

## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1. Data Yang Dipergunakan Dalam Penelitian
- Lampiran 2. Statistika Deskriptif Variabel-Variabel Yang Digunakan
- Lampiran 3. Output Uji Normalitas Data
- Lampiran 4. Output Analisis Korelasi
- Lampiran 5. Output Uji Heteroskedastisitas
- Lampiran 6. Output Analisis Regresi Berganda

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Perusahaan-perusahaan yang mencatatkan sahamnya di bursa efek (telah *go public*) memiliki struktur kepemilikan yang berbeda dengan perusahaan yang tidak mencatatkan sahamnya di bursa efek. Perbedaan yang mendasar adalah bahwa perusahaan yang telah *go public* memiliki pemegang saham yang merupakan pihak luar perusahaan yang biasa disebut sebagai pemegang saham dari kalangan publik. Perusahaan mau melakukan *go public* karena membutuhkan dana untuk kegiatan operasi ataupun pendanaan lainnya. Namun sebagai konsekwensinya perusahaan harus merelakan sebagian kepemilikannya kepada publik. Pemegang saham dari kalangan publik ini memiliki karakteristik dengan tujuan investasi. Adapun tujuan investasi tersebut biasanya hanya berupaya memperoleh *capital gain* dan deviden. Namun dalam kenyataannya seringkali terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham pengendali atau pengelola perusahaan dengan pemegang saham publik.

Konflik antara pengelola perusahaan dengan pemegang saham telah menjadi bidang studi yang menarik perhatian para peneliti (Himmelberg, Hubbard dan Palia, 1999). Ketika pemegang saham kesulitan memonitor pengelola perusahaan, maka aset perusahaan dapat saja digunakan untuk

UPT-PUSTAK-UNDIP

kepentingan pengelola daripada memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Hal ini menunjukkan bahwa cara untuk mengatasi hal tersebut adalah dengan memberikan sebagian kepemilikan kepada pengelola. Cara ini akan turut pula membantu memecahkan masalah *moral hazard* dengan melakukan menyelaraskan antara kepentingan pengelola dengan kepentingan pemegang saham.

Namun kebanyakan pengelola perusahaan merupakan pemegang saham pengendali yang memiliki kepentingan terhadap perusahaan. Apabila pemegang saham pengendali lebih tertarik pada keuntungan jangka pendek perusahaan maka hal tersebut dapat saja membahayakan nilai perusahaan yang pada akhirnya akan merugikan pemegang saham minoritas / publik (Hutcheson dan Sharpe, 1998). Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali memiliki pengaruh yang cukup besar terhadap nilai perusahaan. Demlesetz dan Lehn (1985) menemukan adanya hubungan linier yang searah antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Sementara itu Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan manajerial dari suatu perusahaan maka akan semakin meningkat pula nilai perusahaan tersebut.

Pemegang saham publik, meskipun merupakan pemegang saham minoritas dalam suatu perusahaan juga memiliki kepentingan terhadap perusahaan. Pemegang saham publik ini berupaya untuk memonitor perilaku pengelola perusahaan dalam menjalankan perusahaannya, bahkan menuntut adanya *good corporate governance* dari suatu perusahaan. Kondisi ini akan

meningkatkan tingkat transparansi dalam suatu perusahaan. Short dan Keasey (1999) menemukan bahwa prosentase pemegang saham publik yang besar akan turut pula meningkatkan nilai perusahaan karena adanya campur tangan agar suatu perusahaan menerapkan pengelolaan perusahaan yang baik.

Berbagai temuan yang disebutkan di atas merupakan temuan-temuan penelitian yang dilakukan pada negara Amerika Serikat dan Inggris. Perusahaan-perusahaan Amerika Serikat dan perusahaan-perusahaan Inggris memiliki perbedaan dalam distribusi kepemilikan manajerialnya (Short dan Keasey, 1999). Meskipun memiliki karakteristik yang berbeda, hasil-hasil penelitian pada perusahaan-perusahaan Inggris dan Amerika tersebut menyimpulkan hasil yang sama yaitu bahwa kepemilikan manajerial berhubungan positif dengan nilai perusahaan. Namun hal yang berbeda ditemukan pada perusahaan-perusahaan di negara yang berada di kawasan Asia. Joh (2001) mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan di Korea memiliki struktur kepemilikan yang sebagian besar dimiliki oleh *Chaebol*. Perusahaan-perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial pada tingkat yang cukup tinggi oleh *chaebol* tersebut, maka perusahaan malah cenderung memiliki nilai perusahaan yang rendah.

Secara umum kondisi yang ada di Korea tersebut hampir mirip dengan kondisi di Indonesia, namun dipandang perlu adanya penelitian lebih lanjut yang dilakukan dengan obyek perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia. Perusahaan-perusahaan yang sudah *go public* menjadi obyek

dalam penelitian ini dikarenakan mereka memiliki akses modal yang cukup baik terutama melalui pasar modal baik dalam penerbitan saham maupun obligasi serta perusahaan-perusahaan tersebut telah melakukan keterbukaan informasi yang dibutuhkan dalam penelitian ini. Alasan yang lain adalah bahwa penelitian-penelitian yang telah dilakukan menyarankan meneliti perusahaan-perusahaan yang tercatat di pasar modal yang sedang berkembang.

Sementara itu variabel-variabel seperti aset perusahaan, EBIT/Sales dan Total Debt/Asset juga diteliti pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Variabel ukuran perusahaan dipandang dapat mempengaruhi nilai perusahaan karena semakin besar ukuran suatu perusahaan maka akan mempermudah perusahaan tersebut untuk memperoleh sumber pendanaan baik internal maupun eksternal bahkan perusahaan dengan skala besar dapat memperoleh *economic of scale* (Short dan Keasey, 1999). Variabel EBIT/Sales digunakan sebagai *proxy* profitabilitas perusahaan (Chen dan Ho, 2000) dan variabel Total Debt/Asset digunakan dengan alasan bahwa besarnya hutang juga akan melibatkan kepentingan para kreditur terhadap perusahaan. Stiglitz (1985) menyatakan bahwa kreditur juga memiliki kekuatan untuk mengendalikan kegiatan manajemen perusahaan terutama kreditur dari pihak perbankan. Selain itu hutang juga dapat meningkatkan nilai perusahaan apabila berada dalam jumlah yang tepat (Jensen dan Meckling, 1976; Grossman dan Hart, 1982).



## 1.2. Perumusan Masalah

Kepemilikan perusahaan terkait dengan nilai perusahaan (Hutcheson dan Sharpe, 1998; Donaldson dan Davis, 1991; Spong *et al.*, 1993; Fogelberg dan Griffith, 2000; Short dan Keasey, 1999; Rennebog, 2001; Joh, 2001). Kepemilikan perusahaan dapat dibagi menjadi kepemilikan oleh pemegang saham pengendali dan kepemilikan oleh publik. Dalam penelitian ini akan diteliti mengenai kaitan keduanya terhadap nilai perusahaan dengan adanya penambahan variabel seperti ukuran perusahaan, EBIT/Sales dan Total Debt/Asset.

Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan masalah penelitian sebagai berikut :

1. Apakah struktur kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah kepemilikan publik memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan?
3. Apakah ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan?
4. Apakah EBIT/Sales memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan?
5. Apakah Total Debt/Total Asset memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan?

6. Apakah struktur kepemilikan manajerial, kepemilikan publik, ukuran perusahaan, EBIT/Sales, dan Total Debt/Total Asset secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan?

### **1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian**

#### **1.3.1. Tujuan Penelitian**

Berikut ini adalah tujuan dari penelitian ini:

1. Untuk menelaah ada tidaknya pengaruh yang signifikan dari struktur kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.
2. Untuk menelaah ada tidaknya pengaruh yang signifikan dari struktur kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan.
3. Untuk menelaah ada tidaknya pengaruh yang signifikan dari ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.
4. Untuk menelaah ada tidaknya pengaruh yang signifikan dari EBIT/Sales terhadap nilai perusahaan.
5. Untuk menelaah ada tidaknya pengaruh yang signifikan dari Total Debt/Tota Asset terhadap nilai perusahaan.
6. Untuk menelaah ada tidaknya pengaruh yang signifikan dari struktur kepemilikan manajerial, kepemilikan publik, ukuran perusahaan, EBIT/Sales dan Total Debt/Total Aset secara bersama-sama terhadap nilai perusahaan.

### 1.3.2. Manfaat Penelitian

Manfaat penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi perusahaan-perusahaan yang sudah *go public*, diharapkan penelitian dapat memberikan masukan untuk bahan pertimbangan perusahaan mengenai bidang-bidang yang diteliti dalam penelitian ini.
2. Bagi para pemegang saham termasuk pemegang saham minoritas, diharapkan penelitian ini dapat memberikan masukan mengenai prospek perusahaan-perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh mereka berdasarkan porsi kepemilikan saham.
3. Bagi para peneliti yang tertarik untuk melakukan kajian di bidang yang sama, diharapkan penelitian ini dapat menjadi referensi bagi penelitian berikutnya.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

#### 2.1. Telaah Pustaka

##### 2.1.1. *Arbitrage Pricing Theory*

Analisis dalam *Arbitrage Pricing Theory* (APT) dimulai dengan mengasumsikan bahwa tingkat keuntungan akan dipengaruhi oleh faktor-faktor dalam perekonomian makro dan faktor-faktor lain di dalam perusahaan (Sri Handaru *et al.*, 1996, p. 117). Asumsi-asumsi dalam APT adalah sebagai berikut :

1. Pasar modal bersifat sempurna. Dalam pasar modal yang sempurna, informasi dapat diperoleh dengan cepat dan murah, serta tersedia bagi semua investor. Selain itu tidak terdapat biaya transaksi dan semua aset dapat dipecah sampai jumlah yang tidak terbatas.
2. Investor merupakan orang yang rasional dan selalu berusaha menghindari resiko.
3. Masing-masing investor mempunyai pengharapan yang identik (terhadap distribusi tingkat keuntungan dan resiko) dan mereka bisa melakukan *short selling* secara tidak terbatas.
4. Terdapat horizon waktu satu periode
5. Tingkat keuntungan terdistribusi secara normal dan masing-masing investor memiliki fungsi utilitas tertentu

#### 6. Terdapat tingkat bunga pinjaman dan tabungan bebas resiko

APT pada hakekatnya didasarkan pada dalil berlakunya hukum satu harga, artinya dua aset yang sama akan memiliki atribut yang sama, tidak dapat dijual dengan harga yang berlainan. Jika terdapat perbedaan harga antara kedua aset tersebut, maka akan terjadi proses arbitrase. Arbitrator akan menjual aset yang lebih mahal dan membeli aset lain yang lebih murah. Melalui proses ini, arbitrator akan memperoleh keuntungan tanpa harus menanggung resiko apapun. Proses arbitrase ini pada akhirnya akan menyamakan harga kedua aset tersebut.

Perumusan APT memiliki implikasi penting dalam penentuan harga aset. APT menyatakan bahwa tingkat keuntungan suatu aset akan dipengaruhi oleh satu atau beberapa variabel penjelas. Tetapi APT tidak menyebutkan (secara eksplisit) variabel-variabel apa yang mempengaruhi tingkat keuntungan tersebut. Hal ini merupakan salah satu kelemahan APT, meskipun demikian beberapa hasil penelitian empiris menyebutkan bahwa beberapa faktor yang memiliki pengaruh dalam penentuan harga suatu aset adalah struktur kepemilikan (Hutcheson dan Sharpe, 1998; Demsetz dan Lehn, 1985; Jensen dan Meckling, 1976; Short dan Keasey, 1999; Joh, 2001), ukuran perusahaan (Chen dan Ho, 2000; Short dan Keasey, 1999), rasio EBIT/penjualan (Chen dan Ho, 2000), dan rasio total hutang/total aset (Jensen dan Meckling, 1976; Grossman dan Hart, 1982, Short dan Keasey, 1999).

### 2.1.2. Struktur Kepemilikan

Persentase kepemilikan ditentukan oleh besarnya persentase jumlah saham terhadap keseluruhan saham perusahaan. Seseorang yang memiliki saham suatu perusahaan dapat dikatakan sebagai pemilik perusahaan walaupun jumlah sahamnya hanya beberapa lembar.

Pemegang saham mempunyai hak dan tanggung jawab seperti halnya seorang pemilik perusahaan. Mereka mempunyai hak untuk menentukan arah dan kebijaksanaan umum perusahaan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Tentunya hak mereka dibatasi oleh persentase jumlah saham yang mereka miliki karena berlakunya prinsip "*one share on vote*".

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada sistem kendali perusahaan. Banyaknya jumlah non eksekutif pada dewan direksi dan fungsi terpisah dari *CEO* dan pemimpin perusahaan dapat meningkatkan perputaran direktur pelaksana pada perusahaan yang memiliki kinerja buruk. Weisbach (1988) menyatakan bahwa direktur-direktur yang berasal dari luar perusahaan pada perusahaan Amerika Serikat memainkan peranan yang lebih besar dalam memonitor manajemen perusahaan dari pada direktur yang berasal dari perusahaan itu sendiri. Frank dan Meyers (1998) menyatakan bahwa pada perusahaan-perusahaan Jerman dengan kepemilikan yang terkonsentrasi, perwakilan dari dewan pengawas berjalan seiringan dengan pemilik saham utama. Sementara itu di Jepang sebagaimana dilaporkan oleh Kaplan dan Minton (1994) bahwa suatu kesepakatan oleh dewan direktur dengan perusahaan selalu diikuti oleh meningkatkannya perputaran manajemen puncak.

### 2.1.3. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dapat dilihat dari harga sahamnya (Haugen, 1997). Menurut Elton & Gruber (1995), saham adalah menunjukkan hak kepemilikan pada keuntungan dan aset dari sebuah perusahaan. Secara sederhana, saham dapat didefinisikan sebagai berikut : “Saham adalah surat berharga sebagai bukti penyertaan atau pemilikan individu maupun institusi dalam suatu perusahaan”.

Makna “surat berharga” adalah sesuatu yang mempunyai nilai dan tentunya dapat diperjualbelikan. Nilai saham berdasarkan fungsinya dapat dibagi atas tiga jenis yaitu :

- *Par Value* (Nilai Nominal).

Nilai nominal suatu saham adalah nilai yang tercantum pada saham yang bersangkutan yang berfungsi untuk tujuan akuntansi.

- *Base Price* (Nilai / harga dasar)

Harga dasar suatu saham baru merupakan harga perdananya. Sehingga nilai dasar merupakan hasil perkalian antara harga dasar dengan jumlah saham yang diterbitkan.

- *Market Price* (Nilai / harga pasar)

Harga pasar merupakan harga yang paling mudah ditentukan karena harga pasar merupakan harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung. Jadi harga pasar inilah yang menyatakan naik turunnya suatu saham. Jika harga pasar ini dikalikan dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding shares*) maka akan didapatkan *market value*.

Short dan Keasey (1999) menyatakan bahwa nilai pasar suatu saham dapat digunakan sebagai tolok ukur nilai perusahaan. Selain itu nilai pasar suatu saham lebih mencerminkan nilai perusahaan yang sebenarnya, hal ini disebabkan karena harga pasar saham juga mengandung harapan mengenai masa depan suatu perusahaan (Himmelberg, 1999). Dalam penelitian ini nilai perusahaan akan diukur dengan menggunakan nilai pasar suatu perusahaan.

#### **2.1.4. Struktur Kepemilikan, Konflik Kepentingan dan Nilai Perusahaan**

Konflik kepentingan dapat timbul di antara pemegang saham ketika pemegang saham memiliki kendali lebih besar dari pada yang seharusnya. Apabila seseorang memiliki kendali yang berlebihan maka dia akan cenderung memiliki insentif untuk memperoleh keuntungan pribadi karena akan cenderung menguasainya akibatnya kinerja perusahaan akan menurun (Joh, 2001). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kecenderungan ini meningkat ketika kepemilikan pemegang saham pengendali berkurang. Pada perusahaan dengan kepemilikan yang terbagi-bagi, pemilik saham terbesar akan mengendalikan perusahaan. Pada perusahaan yang dimiliki oleh konglomerat dengan kepemilikan institusi, pemegang saham pengendali akan mengendalikan perusahaan dengan sedikit kepentingan.

Konflik kepentingan dapat muncul antara pemegang saham lama dan investor di pasar modal karena adanya asimetri informasi. Myers dan Majluf (1984), pemegang saham lama akan berusaha meraih kesempatan investasi



yang baik pada saat saham mereka terdilusi oleh adanya penawaran umum perdana. Ketika suatu saham mengalami kelebihan harga pada saat proyek yang dilakukan tidak menjanjikan, pemegang saham lama mungkin akan mengeluarkan saham baru. Bagaimanapun juga investor-investor baru di pasar modal akan memperoleh informasi yang lebih sedikit dari yang seharusnya mengenai keputusan pendanaan suatu perusahaan. Pendanaan dengan menjual saham baru akan memberikan sinyal negatif kepada pasar dan akan menurunkan nilai perusahaan. Maka ketika pemegang saham lama memutuskan untuk *go public* dengan menghadapi masalah-masalah tersebut, perusahaan dapat mengalami penurunan profitabilitas dari pada yang diharapkan oleh pasar.

#### **2.1.5. Ukuran Perusahaan**

Besarnya ukuran perusahaan dapat mempengaruhi kemudahan suatu perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan baik eksternal maupun internal (Short dan Keasey, 1999). Bahkan ukuran perusahaan dapat pula menciptakan hambatan masuk bagi perusahaan-perusahaan yang akan masuk di suatu industri dan hal ini juga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

#### **2.1.6. EBIT/Sales**

Variabel EBIT/Sales dapat digunakan sebagai *proxy* profitabilitas perusahaan (Chen dan Ho, 2000). Semakin besar EBIT/Sales maka akan

menunjukkan semakin besar kemampuan profitabilitas perusahaan. Apabila perusahaan mampu menghasilkan laba yang cukup memadai maka hal ini dapat meningkatkan nilai perusahaannya.

#### 2.1.7. Total Debt/Total Assets

Tingkat *leverage* perusahaan dapat diukur dari Total Debt/Total Assets, hal ini menunjukkan perbandingan antara aset perusahaan dengan dana yang berasal dari kreditur. Semakin besar rasio ini menunjukkan bahwa kegiatan operasional perusahaan sebagian besar didanai oleh hutang maka berarti perusahaan sangat tergantung pada kreditur sehingga kreditur mempunyai peranan yang lebih besar untuk mengendalikan perusahaan (Stiglitz, 1985).

#### 2.2. Penelitian Terdahulu

Hasil penelitian terakhir mengenai hubungan antara kinerja perusahaan dengan kepemilikan perusahaan adalah bersifat linier (sebagai contoh : Demstet dan Lehn, 1985), sementara itu hasil penelitian sebelumnya yang telah dilakukan oleh Morck *et al* (1988), McConnel dan Servaes (1990, 1995); Kole (1995) memiliki fungsi non linier. Hal ini dapat disebabkan oleh dua hal yang memungkinkannya yaitu pengaruh hubungan antara kinerja perusahaan dengan kepemilikan manajerial. Pernyataan bahwa pemegang saham pengendali membantu menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan pengelola telah dibuktikan dalam literatur *agency*

(Jensen dan Meckling, 1976). Lebih lanjut Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa jika kepemilikan manajerial meningkat, maka kinerja perusahaan juga akan meningkat pula. Sebaliknya Demsetz (1983) dan Fama dan Jensen (1983) kepentingan pasar akan memaksa manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan pada tingkat kepemilikan yang sangat rendah. Pada tingkat kepemilikan saham tertentu, manajer akan diberi insentif berupa gaji yang menarik sebagai ganti kepemilikan saham di perusahaan tersebut.

Berg dan Smith (1978) meneliti mengenai hubungan kebenaran antara CEO dan dewan direksi dijabat oleh orang yang sama dengan kinerja keuangan. Mereka menemukan adanya hubungan yang signifikan terhadap ROE, yang merupakan satu dari tiga alat pengukur kinerja pengukuran yang mereka gunakan. Namun hasil ini masih tidak jelas sebagaimana dinyatakan oleh mereka sendiri.

Sementara itu Morck *et al.* (1988) menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial akan menyebabkan pemegang saham eksternal semakin sulit memantau tindakan manajer dalam perusahaan. Short dan Keasey (1999) melakukan penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kinerja dan nilai perusahaan di Inggris. Penelitian ini menggunakan metode regresi berganda dengan prosentase kepemilikan manajerial, kepemilikan eksternal serta variabel kontrol seperti penjualan, pertumbuhan, biaya penelitian dan pengembangan serta hutang sementara ROE dan nilai pasar saham sebagai variabel terikat. Hasil analisis

menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara signifikan terhadap keduanya sementara itu kepemilikan eksternal tidak berpengaruh secara signifikan, sementara variabel kontrol seperti penjualan, tingkat pertumbuhan, biaya penelitian dan pengembangan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kedua variabel terikat.

Chen dan Ho (2000) berusaha mengembangkan penelitian Short dan Keasey (1999) tersebut dengan obyek perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Singapura (*Stock Exchange of Singapore*). Penelitian ini menggunakan metode yang sama dengan variabel bebas tingkat kepemilikan manajerial dan tingkat kepemilikan eksternal sebagai variabel bebas dan aset serta umur perusahaan sebagai variabel kontrol sementara variabel terikat adalah diversifikasi dan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini adalah bahwa kepemilikan eksternal memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat diversifikasi, sementara kepemilikan eksternal tidak bahkan kedua variabel ini tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Rennebog (2001) melakukan penelitian sejenis di *Brussel Stock Exchange*. Dalam penelitian ini disimpulkan bahwa pasar saham Belgia memiliki karakteristik sebagai berikut : bahwa sedikit perusahaan yang tercatat di dalamnya, masing-masing perusahaan tersebut memiliki tingkat kepemilikan manajerial yang terkonsentrasi yang dimiliki oleh perusahaan induk dan keluarga. Terdapat hubungan positif yang signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan.

Joh (2001) melakukan penelitian serupa di Korea. Dengan mengambil sampel perusahaan-perusahaan yang tercatat di *Seoul Stock Exchange* dan menggunakan metode regresi berganda diperoleh kesimpulan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat konsentrasi kepemilikan oleh pemegang saham pengendali yang rendah akan memiliki kinerja yang rendah. Bahkan ditemukan pula bahwa perusahaan yang berafiliasi dengan *chaebol* cenderung memiliki kinerja yang lebih buruk dari pada perusahaan yang independen. Ringkasan hasil penelitian terdahulu dapat dilihat pada Tabel 2.1. berikut ini.

Tabel 2.1.

## Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu

No.	Penulis /Tahun	Variabel Yang Digunakan	Metode	Hasil
1.	Jensen dan Meckling (1976)	Kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan	Regresi	Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan
2.	Berg dan Smith (1978)	Kepemilikan manajerial dan kinerja keuangan	Regresi	Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap ROE
3.	Demzetz dan Lehn (1985)	Kinerja Perusahaan dan kepemilikan perusahaan	Regresi dan Korelasi	Kepemilikan perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan secara linier
4.	Short dan Keasey (1999)	Kepemilikan manajerial, kepemilikan eksternal, penjualan, pertumbuhan, biaya penelitian, dan hutang sebagai variabel bebas, ROE dan nilai pasar saham sebagai variabel terikat	Regresi berganda	Kepemilikan manajerial, penjualan, pertumbuhan, biaya penelitian memiliki pengaruh yang signifikan terhadap ROE dan harga saham
5.	Chen dan Ho (2000)	Kepemilikan manajerial, kepemilikan eksternal, aset dan umur perusahaan sebagai variabel bebas, diversifikasi dan nilai perusahaan sebagai variabel terikat	Regresi berganda	Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap diversifikasi, namun semua variabel tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan
6.	Rennebog (2001)	Kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan	Regresi	Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan
7.	Joh (2001)	Kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan	Regresi	Kepemilikan manajerial yang terkonsentrasi berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan

Sumber : Berbagai penelitian, diolah.

Berbagai temuan pada penelitian sebelumnya kebanyakan merupakan temuan-temuan penelitian yang dilakukan pada negara Amerika Serikat dan Inggris. Padahal karakteristik dari perusahaan Amerika Serikat dan Inggris berbeda dengan perusahaan di Asia. Sebagai contoh penelitian Joh (2001) menyebutkan bahwa karakteristik perusahaan Asia berbeda dengan perusahaan negara-negara barat seperti Amerika dan Inggris, sehingga perlu dilakukan penelitian mengenai kepemilikan manajerial dan kepemilikan publik pada perusahaan-perusahaan Asia.

Penelitian ini akan melakukan kajian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan publik pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia, pada penelitian ini digunakan pula variabel ukuran perusahaan, EBIT/Sales dan Total Debt/Total Assets guna memenuhi saran pada penelitian sebelumnya.

### **2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis**

Kepemilikan yang besar pada pemegang saham pengendali akan memudahkan pengelolaan suatu perusahaan karena pemegang saham pengendali memiliki hak suara yang dapat mengalahkan hak suara pemegang saham lainnya, pemegang saham pengendali dapat dengan leluasa mengelola perusahaan menurut kepentingannya. Short dan Keasey (1999) menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan pemegang saham pengendali maka nilai perusahaan dapat semakin meningkat, ini didasari bahwa kepentingan pemegang saham pada umumnya adalah meningkatkan nilai perusahaan.

Namun pengelolaan tanpa kontrol yang baik malah akan dapat menyebabkan penurunan dalam nilai perusahaan, berdasarkan hal tersebut maka pemegang saham publiklah yang menjalankan fungsi kontrol terhadap pengelolaan perusahaan (Himmelberg, 1999).

Pada umumnya pemegang saham publik juga memiliki kepentingan-kepentingan berupa peningkatan nilai perusahaan dan memperoleh imbal hasil berupa deviden. Sehingga pada kondisi sebagaimana seharusnya semakin besar tingkat kepemilikan oleh publik juga dapat meningkatkan nilai perusahaan karena fungsi kontrol dari pemegang saham publik akan mengawasi agar perusahaan dijalankan menurut koridor yang benar.

Selain hal tersebut terdapat beberapa variabel yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, di antaranya adalah ukuran perusahaan, EBIT/Sales dan Total Debt/Total Assets. Semakin besar ukuran perusahaan, maka perusahaan akan semakin mudah dalam memperoleh sumber pendanaan internal dan eksternal (Short dan Keasey, 1999). Hal ini terjadi karena perusahaan akan lebih dipercaya oleh kreditur ataupun pihak yang ingin menanamkan modalnya di perusahaan tersebut (Ben Zion dan Salit, 1975). Sementara itu semakin besar EBIT/Sales perusahaan maka menunjukkan semakin besar pula tingkat profitabilitas perusahaan. Tingkat profitabilitas yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan (Chen dan Ho, 2000).

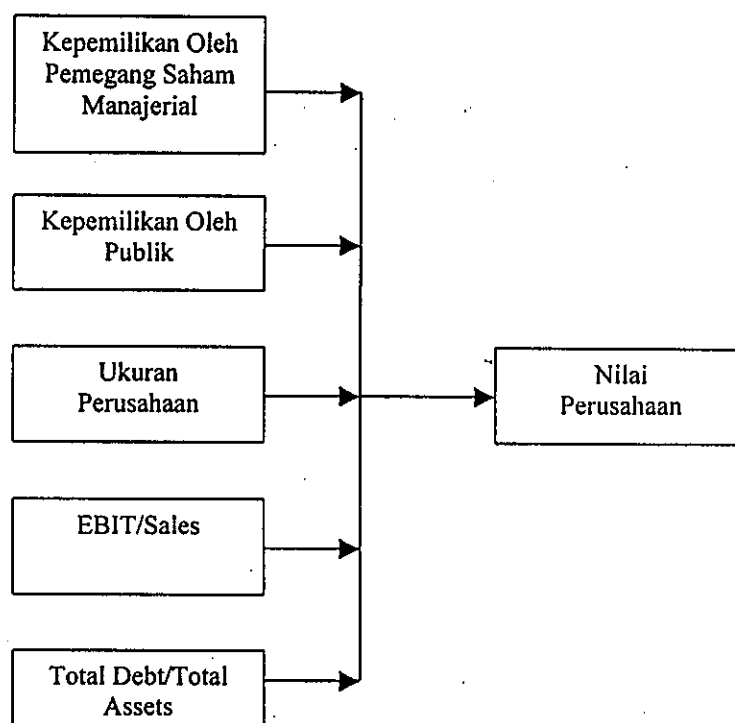
Drees dan Eckwert (2000) menemukan bahwa perusahaan dengan nilai hutang yang tinggi akan menyebabkan sahamnya semakin beresiko.



Dalam kaitannya dengan pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan, Stiglitz (1985) menyatakan bahwa semakin besar hutang perusahaan, maka perusahaan malah cenderung dikendalikan oleh krediturnya terutama kreditur yang merupakan pihak perbankan, akibatnya pengelola perusahaan akan tidak dapat bergerak leluasa dalam pengambilan keputusan manajerialnya. Berdasarkan hal tersebut maka dapat disimpulkan bahwa hubungan antara jumlah hutang perusahaan dengan nilai perusahaan adalah negatif.

Secara umum penjelasan di atas tersebut dapat dirangkum menjadi bagan sebagai berikut :

**Gambar 2.1.**  
**Pengaruh Kepemilikan Oleh Pemegang Saham Pengendali / Manajerial, Kepemilikan Oleh Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales dan Total Debt/Total Assets Terhadap Nilai Perusahaan**



Sumber : Dikembangkan Untuk Penelitian Ini

## 2.4. Hipotesis dan Definisi Operasional Variabel

### 2.4.1. Hipotesis

Hipotesis adalah suatu pernyataan mengenai konsep-konsep yang dapat dinilai benar atau salah untuk diujikan secara empiris (Emory, 1996). Jadi hipotesis merupakan suatu rumusan yang menyatakan adanya hubungan tertentu atau antar dua variabel atau lebih. Hipotesis ini bersifat sementara, dalam arti dapat diganti dengan hipotesis lain yang lebih tepat dan lebih benar berdasar pengujian.

Dalam penelitian ini, hipotesis yang diajukan dan yang akan diuji adalah sebagai berikut :

- H1 : Tingkat kepemilikan saham oleh manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H2 : Tingkat kepemilikan saham oleh publik berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H3 : Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H4 : EBIT/Sales berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H5 : Total Debt/Total Assets berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H6 : Tingkat kepemilikan saham oleh manajerial, tingkat kepemilikan saham oleh publik, ukuran perusahaan, EBIT/Sales, dan Total Debt/Total Assets secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan

#### 2.4.2. Definisi Operasional Variabel

Berikut ini adalah definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini :

1. Tingkat kepemilikan oleh pemegang saham pengendali / tingkat kepemilikan manajerial, diukur dengan membagi jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Digunakan sebagai variabel bebas.
2. Tingkat kepemilikan oleh publik, diukur dengan membagi jumlah saham yang dimiliki oleh publik dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Digunakan sebagai variabel bebas.
3. Nilai perusahaan, dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan harga pasar dari saham perusahaan bersangkutan pada akhir tahun. Pada penelitian ini nilai perusahaan adalah sebagai variabel terikat.
4. Ukuran Perusahaan. Diukur dengan menggunakan ukuran total aktiva. Chen dan Ho (2000) menggunakan variabel yang sama dalam penelitiannya. Digunakan sebagai variabel bebas.
5. EBIT/Sales, digunakan sebagai variabel bebas.
6. Total Hutang/Total Aset, digunakan sebagai variabel bebas.

Secara ringkas pada tabel berikut ini disajikan simbol, jenis, indikator, skala pengukuran, dan cara pengukuran variabel.

**Tabel 2.2.**  
**Simbol, Jenis, Indikator, Skala Pengukuran, dan**  
**Cara Pengukuran Variabel**

No.	Jenis Variabel	Simbol	Indikator	Skala Pengukuran	Sumber
1.	Nilai Perusahaan	P	Harga saham penutupan akhir tahun	Rasio	Indonesia Capital Market Directory
2.	Tingkat kepemilikan manajerial	TKM	Tingkat kepemilikan oleh pemegang saham manajerial diperoleh pada Indonesian Capital Market Directory	Rasio	Indonesia Capital Market Directory
3.	Tingkat kepemilikan oleh publik	TKP	Tingkat kepemilikan oleh pemegang saham publik diperoleh pada Indonesian Capital Market Directory	Rasio	Indonesia Capital Market Directory
4.	Ukuran Perusahaan	ASET	Total Assets perusahaan	Rasio	Indonesia Capital Market Directory
5.	EBIT/Sales	EBIT/S	Diperoleh dari Indonesia Capital Market Directory	Rasio	EBIT/Sales
6.	Total Debt/Total Assets	TD/TA	Diperoleh dari Indonesia Capital Market Directory	Rasio	Total Debt/Total Assets

Sumber : Dikembangkan untuk tesis ini.

## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1. Jenis dan Sumber Data

Data merupakan keterangan yang dapat memberikan gambaran tentang suatu keadaan. Data yang diperoleh perlu diolah untuk dapat menjawab persoalan penelitian yang dirumuskan. Data yang digunakan untuk penulisan ini adalah data kuantitatif dan data kualitatif untuk mendukung hasil olahan data kuantitatif. Sementara itu berdasarkan cara memperolehnya data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Data mengenai tingkat kepemilikan manajerial perusahaan.
2. Data mengenai tingkat kepemilikan publik dalam suatu perusahaan.
3. Data mengenai aset perusahaan
4. Data mengenai *revenue* perusahaan
5. Harga saham perusahaan pada periode penelitian
6. *Earning Before Interest and Taxes*
7. Data penjualan perusahaan
8. Data mengenai total hutang perusahaan

Semua data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory 2000* yang disediakan oleh Bursa Efek Jakarta.

UPI-PUSTAK-UNDIP

### 3.2. Populasi dan Sampling

Populasi merupakan suatu kesatuan atas dasar apa penelitian dan bagi siapa kesimpulan atau hasil penelitian diberlakukan (Sekaran, 1992). Populasi adalah semua emiten yang yang tercatat di Bursa Efek Jakarta hingga akhir tahun 2000. Jumlah populasi ini adalah 292 perusahaan.

Sampel diambil dengan metode *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan tujuan penelitian yang telah ditetapkan (Sekaran, 1992 :235). Sampel ini ditentukan berdasarkan syarat yang ditentukan sebagai berikut:

Kriteria pertama, merupakan saham yang aktif diperdagangkan selama tahun 2000, ini ditandai dengan masuknya saham perusahaan dalam perhitungan Indeks LQ 45 selama dua kali berturut-turut. Hal ini dilandasi pemikiran karena Indeks LQ 45 *direview* oleh otoritas bursa sebanyak 2 kali dalam setahun. Dalam penentuan saham-saham yang masuk dalam perhitungan indeks LQ 45. Berikut ini adalah kriteria pemilihan saham untuk Indeks LQ45 (Bursa Efek Jakarta, 2000):

- Masuk dalam *ranking 60 terbesar* dari total transaksi saham di Pasar Reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).
- Ranking berdasarkan Kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi harian selama 12 bulan terakhir).
- Telah tercatat di BEJ minimum 3 bulan
- Keadaan keuangan perusahaan dan prospek pertumbuhannya, frekuensi dan jumlah hari perdagangan transaksi pasar reguler.

Bursa Efek Jakarta terus memantau perkembangan komponen saham yang masuk dalam penghitungan Indeks LQ45. Setiap tiga bulan sekali akan dilakukan *review* pergerakan *ranking* saham-saham yang digunakan dalam penghitungan Indeks LQ45. Penggantian saham akan dilakukan setiap enam bulan sekali, yaitu setiap awal bulan Februari dan Agustus.

Kriteria kedua, tidak masuk dalam kegiatan restrukturisasi di BPPN, karena apabila hal ini tidak dilakukan maka dapat menyebabkan bias dalam hasil penelitian.

Berdasarkan kriteria pertama tercatat bahwa terdapat sebanyak 35 saham memenuhi kriteria tersebut, untuk jelasnya dapat dilihat pada Tabel 3.1. berikut ini.

Tabel 3.1.

**Daftar Saham Yang Masuk Perhitungan Indeks LQ45  
Periode Tahun 2000**

No.	Periode Semester I Tahun 2000	Periode Semester II Tahun 2000	Periode Tahun 2000(2X Masuk Perhitungan Indeks LQ45)
1.	AALI	AALI	AALI
2.	ANTM	ANTM	ANTM
3.	ASII	ASGR	ASII
4.	AUTO	ASII	AUTO
5.	BBNI	AUTO	BMTR
6.	BDMN	BASS	BNII
7.	BLTA	BCIC	BRPT
8.	BMRA	BHIT	CMNP
9.	BMTR	BMTR	GGRM
10.	BNII	BNII	GJTL
11.	BNLI	BRPT	HMSP
12.	BRPT	BUDI	INDF
13.	CMNP	CMNP	INDR
14.	DGSA	CPIN	INKP
15.	DVLA	DNKS	ISAT
16.	GGRM	FASW	KLBF
17.	GJTL	GGRM	KOMI
18.	HMSP	GJTL	LPBN
19.	INDF	HMSP	LPLI
20.	INDR	INDF	LPPS
21.	INKP	INDR	LSIP
22.	ISAT	INKP	LTLS
23.	JIHD	ISAT	MEDC
24.	KLBF	JIHD	MKDO
25.	KOMI	KLBF	MLPL
26.	LPBN	KOMI	MPPA
27.	LPLI	LPBN	PNBN
28.	LPPS	LPLI	RALS
29.	LSIP	LPPS	SMCB
30.	LTLS	LSIP	SMGR
31.	MEDC	LTLS	TINS
32.	MKDO	MEDC	TKIM
33.	MLIA	MKDO	TLKM
34.	MLPL	MLPL	TSPC
35.	MPPA	MPPA	UNTR
36.	MYOR	MTDL	
37.	PNBN	PNBN	
38.	RALS	RALS	
39.	SMCB	SMCB	
40.	SMGR	SMGR	
41.	TINS	TINS	
42.	TKIM	TKIM	
43.	TLKM	TLKM	
44.	TSPC	TSPC	
45.	UNTR	UNTR	

Sumber : Bursa Efek Jakarta.



Dari 35 saham yang memenuhi kriteria pertama tersebut, ternyata hanya sebanyak 33 saham yang juga memenuhi kriteria kedua. Bank International Indonesia dan Lippo Bank tidak memenuhi kriteria kedua karena masuk dalam BPPN. Untuk jelasnya dapat dilihat pada Tabel 3.2. berikut ini.

Tabel 3.2.

## Sampel Penelitian

No.	Nama Saham	No.	Nama Saham
1.	AALI	18.	LPPS
2.	ANTM	19.	LSIP
3.	ASII	20.	LTLS
4.	AUTO	21.	MEDC
5.	BMTR	22.	MKDO
6.	BRPT	23.	MLPL
7.	CMNP	24.	MPPA
8.	GGRM	25.	PNBN
9.	GJTL	26.	RALS
10.	HMSP	27.	SMCB
11.	INDF	28.	SMGR
12.	INDR	29.	TINS
13.	INKP	30.	TKIM
14.	ISAT	31.	TLKM
15.	KLBF	32.	TSPC
16.	KOMI	33.	UNTR
17.	LPLI		

Sumber : Bursa Efek Jakarta.

### 3.3. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan yaitu melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari buku-buku dan bacaan-bacaan lain yang berhubungan dengan pokok bahasan dalam penelitian ini. Pada tahap ini juga dilakukan pengkajian data yang

dibutuhkan, yaitu mengenai jenis data yang dibutuhkan, ketersediaan data, cara memperoleh data, dan gambaran cara pengolahan data.

Tahapan selanjutnya adalah penelitian pokok yang digunakan untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan penelitian dan memperkaya literatur untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh.

### 3.4. Teknik Analisis

Analisis data digunakan untuk menyederhanakan data supaya data lebih mudah diinterpretasikan. Analisis ini dilakukan menggunakan teknik analisis berganda untuk mengolah dan membahas data yang telah diperoleh.

Sementara itu model regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$P = \alpha + \beta_1 \text{TKM} + \beta_2 \text{TKP} + \beta_3 \text{ASET} + \beta_4 \text{EBIT/S} - \beta_5 \text{TD/TA} + e$$

Keterangan :

P : Nilai perusahaan yang diwakili oleh harga pasar saham

$\alpha$  : konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$  : koefisien regresi

TKM : Tingkat Kepemilikan Manajerial

TKP : Tingkat Kepemilikan Publik

ASET : Ukuran Perusahaan

EBIT/S : EBIT/Sales

TD/TA : Total Hutang/Total Aset

*e* : residual

### 3.5. Uji Hipotesis

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini secara parsial, sementara uji F dilakukan untuk menguji pengaruh semua variabel bebas terhadap variabel terikat secara bersama-sama / simultan. Pada penelitian ini hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 5 diuji dengan menggunakan uji t. Pada uji t, nilai t hitung akan dibandingkan dengan nilai t tabel, apabila nilai t hitung lebih besar daripada t tabel maka  $H_a$  diterima dan  $H_o$  ditolak, demikian pula sebaliknya. Nilai t hitung dihitung dengan rumus :

$$t \text{ hitung} = \frac{b}{\sigma b} \quad (\text{Algifari, 1997})$$

Dimana :

$b$  = koefisien regresi variabel independen

$\sigma b$  = deviasi standar koefisien variabel independen

Sementara itu pengujian hipotesis 6 akan dilakukan dengan uji F. Uji F dilakukan dengan membandingkan nilai F hitung dengan nilai F tabel, apabila nilai F hitung lebih besar daripada F tabel maka  $H_a$  akan diterima dan  $H_o$  akan ditolak, demikian pula sebaliknya. Nilai F hitung dihitung dengan rumus :

$$F \text{ hitung} = \frac{R^2 / (k-1)}{(1-R^2) / (n-k)} \quad (\text{Algifari, 1997})$$

$$= \frac{ESS / (k-1)}{RSS / (n-k)}$$

Di mana :

$R^2 = \text{explained sum of squares (ESS)}$

$1-R^2 = \text{residual sum of squares (RSS)}$

$n = \text{jumlah sampel}$

$k = \text{jumlah variabel}$

### 3.6. Pengujian Gejala Penyimpangan Asumsi Klasik

Pengujian gejala asumsi klasik dilakukan agar hasil analisis regresi memenuhi kriteria BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Uji asumsi klasik ini terdiri dari uji normalitas data, uji otokorelasi, uji multikolinieritas, dan uji heteroskedastisitas.

#### 1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat bahwa suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov satu arah. Hair *et al* (1996) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov. Apabila nilai Z statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal. Uji Kolmogorov Smirnov dipilih dalam penelitian ini karena uji ini dapat secara langsung menyimpulkan apakah data yang ada terdistribusi normal secara statistik atau tidak.

Sementara uji normalitas data yang lain seperti dari statistika deskriptif dirasakan tidak efisien karena memerlukan kesimpulan tambahan.

## 2. Uji Otokorelasi.

Otokorelasi terjadi apabila penyimpangan terhadap suatu observasi dipengaruhi oleh penyimpangan observasi yang lain atau terjadi korelasi diantara kelompok observasi menurut waktu dan tempat. Berhubung data yang digunakan dalam penelitian ini tidak bersifat runtut waktu dan bersifat *cross section* maka uji Otokorelasi tidak dilakukan.

## 3. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah terdapat inter korelasi yang sempurna diantara beberapa variabel bebas yang digunakan dalam model. Multikolinearitas terjadi jika terdapat hubungan linier antara independen variabel yang dilibatkan dalam model. Jika terjadi gejala multikolinearitas yang tinggi, standard error koefisien regresi akan semakin besar dan mengakibatkan *confidence interval* untuk pendugaan parameter semakin lebar, dengan demikian terbuka kemungkinan terjadi kekeliruan, menerima hipotesis yang salah.

Uji asumsi klasik seperti multikolinearitas dapat dilaksanakan dengan jalan meregresikan model analisis dan melakukan uji korelasi antar independent variable dengan menggunakan *Variance Inflating Factor (VIF)*. Batas dari *VIF* adalah 10 dan nilai *tolerance value* adalah 0,1. Jika nilai *VIF* lebih besar dari 10 dan nilai *tolerance value* kurang dari 0,1 maka terjadi

multikolinearitas. Alternatif lainnya adalah dengan melihat *condition index*, bila *condition index* lebih dari 20 maka disimpulkan terdapat multikolinearitas. Bila ada variabel independen yang terkena multikolinearitas, maka penanggulangannya salah satu variabel tersebut dikeluarkan dari model.

#### 4. Uji Heterokedastisitas

Heteroskedastisitas berarti varians variabel dalam model tidak sama (konstan). Konsekuensi adanya heteroskedastisitas dalam model regresi adalah penaksir (estimator) yang diperoleh menjadi tidak efisien, baik dalam sampel kecil maupun sampel besar meskipun penaksir yang diperoleh menggambarkan populasinya dan bertambahnya sampel yang digunakan akan mendekati nilai sebenarnya (konsisten). Hal ini disebabkan variansnya yang tidak minimum atau dengan kata lain tidak efisien (Algifari, 1996).

Heterokedastisitas terjadi apabila tidak adanya kesamaan deviasi standar nilai variabel dependen pada setiap variabel independen. Bila terjadi gejala heterokedastisitas akan menimbulkan akibat varians koefisien regresi menjadi minimum dan *confidence interval* melebar sehingga hasil uji signifikansi statistik tidak valid lagi.

Untuk menguji heteroskedastisitas, menurut Sritua Arief (1993), Gujarati (1995) dan Algifari (1996) ada beberapa metode yang dapat digunakan, diantaranya adalah sebagai berikut :

1. Metode Park
2. Metode Glejser
3. Metode Goldfield-Quandt
4. Metode Spearman Rank Correlation

Heterokedastisitas dapat dideteksi secara mudah dengan menggunakan uji Box Ljung, namun karena uji Box Ljung lebih tepat digunakan untuk data *time series* yang panjang maka sebagai alternatifnya digunakan uji Glejser. Dalam uji Glejser, model regresi linier yang digunakan dalam penelitian ini diregresikan untuk mendapatkan nilai residualnya, kemudian nilai residual tersebut diabsolutkan. Variabel-variabel bebas yang digunakan diregresikan dengan *absolute residual* tersebut, bila variabel-variabel bebas berpengaruh secara signifikan maka terjadi heterokedastisitas dalam model regresi ini (Gunawan Sumodiningrat, 1996).

## **BAB IV**

### **ANALISIS DATA**

#### **4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian**

##### **4.1.1. Tingkat Kepemilikan Manajerial Dari Perusahaan-Perusahaan Yang Menjadi Sampel**

Rata-rata tingkat kepemilikan manajerial dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel ini adalah sebesar 48,7448%. Tingkat kepemilikan manajerial tertinggi terdapat pada perusahaan P.T. Astra Otopart sebesar 87,31% yang dimiliki oleh P.T. Astra Internasional dan yang terkecil terdapat pada perusahaan P.T. Lippo Securities yang dimiliki oleh P.T. Lippo Pacific.

##### **4.1.2. Tingkat Kepemilikan Oleh Publik Dari Perusahaan-Perusahaan Yang Menjadi Sampel**

Rata-rata tingkat kepemilikan oleh publik dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel ini adalah sebesar 39,3506%. Tingkat kepemilikan oleh publik tertinggi terdapat pada perusahaan P.T. Lippo Securities, sementara itu tingkat kepemilikan oleh publik terendah terdapat pada perusahaan P.T. Astra Otopart. Secara kebetulan terjadi bahwa kedua perusahaan ini juga menjadi perusahaan dengan kepemilikan yang besarnya berlawanan antara tingkat kepemilikan publik dengan tingkat kepemilikan manajerial. Hal ini disebabkan



karena hanya terdapat dua jenis pemegang saham yaitu dari sisi perusahaan dan publik.

#### **4.1.3. Ukuran Perusahaan Dari Perusahaan-Perusahaan Yang Menjadi Sampel**

Rata-rata ukuran perusahaan yang menjadi sampel dilihat dari total aset yang dimilikinya adalah sebesar 7,217 trilyun rupiah. Angka ini cukup besar namun wajar mengingat sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang sahamnya masuk dalam perhitungan indeks LQ45 yang memiliki tingkat kapitalisasi pasar dan ukuran perusahaan yang besar. Sementara itu nilai tertinggi dari ukuran perusahaan ini terdapat pada P.T. Indah Kiat Pulp and Paper sebesar 48,04 trilyun rupiah dan nilai terendah terdapat pada P.T. Komatsu Indonesia dengan total aset sebesar 519,558 milyar rupiah.

#### **4.1.4. EBIT/Sales Dari Perusahaan-Perusahaan Yang Menjadi Sampel**

Nilai rata-rata dari rasio EBIT/Sales dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel adalah sebesar 0,6118 atau 61,18% yang menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan memiliki rasio laba sebelum pajaka dan bunga apabila dibandingkan dengan penjualan sebesar 61,18%. Nilai terendah dari EBIT/Sales adalah sebesar negatif 1,0094 yang terjadi pada P.T. Semen Cibinong. Hal ini terjadi karena pada saat penelitian P.T. Semen Cibinong membukukan kerugian yang sangat besar, sehingga tidak mengherankan apabila

rasio ini menunjukkan koefisien bertanda negatif. Sementara itu nilai tertinggi dari rasio ini adalah sebesar 161,13% yang terjadi pada P.T. Multipolar Corporation.

#### **4.1.5. Total Hutang / Total Aset Dari Perusahaan-Perusahaan Yang Menjadi Sampel**

Nilai rata-rata dari rasio total hutang / total aset dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel adalah sebesar 0,57633. Hal ini menunjukkan bahwa secara umum perusahaan-perusahaan tersebut 57,633% dari struktur modal yang dimilikinya berasal dari hutang. Nilai tertinggi untuk rasio ini terdapat pada P.T. Semen Cibinong sebesar 1,22, hal ini dapat terjadi karena disamping kerugian yang sangat besar ternyata hutang yang dimiliki oleh P.T. Semen Cibinong ini sangat besar dan kebanyakan dalam mata uang asing. Sementara itu nilai terendah untuk rasio ini terdapat pada P.T. Komatsu Indonesia sebesar 16,4%.

#### **4.1.6. Nilai Perusahaan (Harga Saham) Dari Perusahaan-Perusahaan Yang Menjadi Sampel**

Rata-rata harga saham yang dijadikan tolok ukur nilai perusahaan pada penelitian ini untuk perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel adalah sebesar Rp. 2818. Harga saham tertinggi ditemukan pada saham P.T. Gudang Garam sebesar Rp. 14150 dan harga saham terendah ditemukan pada saham P.T. Lippo

Securities senilai Rp. 225.

**Tabel 4.1.**

**Ringkasan Statistika Deskriptif Variabel-Variabel Yang Diteliti**

No.	Keterangan	N	Min	Max	Rata-Rata
1.	Manajerial	33	0,0828	0,8731	0,487448
2.	Publik	33	0,1269	0,8401	0,393506
3.	Ukuran	33	519558	48042324	7217111,3
4.	EBIT/Sales	33	-1,009472	16,113604	61187654
5.	TD/TA	33	0,164376	1,221611	0,57633582
6.	Nilai	33	225	14150	2818,18

Sumber : Indonesia Capital Market Directory, diolah.

#### 4.2. Pengujian Asumsi Klasik

Suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *best linear unbiased estimator* (Gujarati, 1997). Di samping itu suatu model dikatakan cukup baik dan dapat dipakai untuk memprediksi apabila sudah lolos dari serangkaian uji asumsi ekonometrik yang melandasinya.

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat digunakan. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari uji Kolmogorov Smirnov satu arah untuk menguji normalitas data secara statistik, uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji Glejser dan uji multikolinearitas dengan menggunakan *Variance Inflation Factors* (VIF) yang diperkuat dengan analisis korelasi. Uji otokorelasi tidak dilakukan karena data yang digunakan bersifat *cross section*.

#### 4.2.1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat bahwa suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov satu arah. Hipotesis yang menyatakan bahwa data terdistribusi tidak normal akan diuji dengan nilai Z. Hair *et al* (1998) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov. Apabila nilai Z statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal. Hal yang sama juga ditegaskan oleh Imam Ghozali (2001) yang menyatakan bahwa apabila nilai Z hitung  $>$  Z tabel, maka distribusi tidak normal. Uji Kolmogorov Smirnov satu arah dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5%. Bahkan agar lebih sederhana, pengujian ini dapat dilakukan dengan melihat tingkat probabilitas dari Kolmogorov Smirnov Z statistik. Pada Tabel 4.2. berikut ini akan disajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov satu arah.

Tabel 4.2.

#### Hasil Uji Kolmogorov Smirnov Satu Arah

Nama Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Probabilitas
Tingkat Kepemilikan Manajerial	0,686	0,734
Tingkat Kepemilikan Publik	1,023	0,246
Ukuran Perusahaan	1,086	0,238
EBIT/Sales	0,539	0,790
Total hutang / Total aset	0,550	0,923
Nilai Perusahaan	1,338	0,056

Sumber : Indonesia Capital Market Directory, diolah.

Dari Tabel 4.2. tersebut di atas dapat dilihat bahwa semua variabel yang digunakan dalam penelitian memiliki nilai Z dengan tingkat probabilitas yang lebih besar dari 5% yang artinya bahwa nilai Z tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan data tidak normal ditolak dan menerima hipotesis bahwa data terdistribusi secara normal.

#### 4.1.2. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas berarti varians variabel dalam model tidak sama (konstan). Konsekuensi adanya heteroskedastisitas dalam model regresi adalah penaksir (*estimator*) yang diperoleh menjadi tidak efisien, baik dalam sampel kecil maupun sampel besar meskipun penaksir yang diperoleh menggambarkan populasinya dan bertambahnya sampel yang digunakan akan mendekati nilai sebenarnya (konsisten). Hal ini disebabkan variansnya yang tidak minimum atau dengan kata lain tidak efisien.

Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser. Uji Glejser dilakukan dengan meregresi variabel-variabel bebas dalam persamaan regresi dengan nilai residual sebagai variabel terikatnya. Apabila hasilnya signifikan maka dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas (Gunawan Sumodiningrat, 1996). Alternatif yang lain adalah melihat koefisien korelasi antara residual dan variabel bebas. Menurut Gujarati (1995), heteroskedastisitas

akan menjadi permasalahan bila koefisien korelasinya melebihi 0,8.

**Tabel 4.3.**

**Hasil Uji Glejser**

Keterangan	t statistik	Signifikansi
Tingkat Kepemilikan Manajerial	1,485	0,147
Tingkat Kepemilikan Publik	1,149	0,261
Ukuran Perusahaan	0,544	0,591
EBIT/Sales	1,427	0,165
Total hutang / Total aset	1,302	0,202

Koefisien korelasi : 0,238

Sumber : Indonesia Capital Market Directory, diolah.

Dari uji Glejser seperti yang terlihat pada Tabel 4.3. diketahui bahwa semua variabel bebas yang digunakan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat yaitu *absolute error* ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas yang diteliti, di mana tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas tersebut lebih besar dari 5%. Nilai koefisien korelasi semua variabel bebas yang digunakan dengan *absolute error* sebesar 0,238. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam persamaan regresi.

#### 4.1.3. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah terdapat inter korelasi yang sempurna diantara beberapa variabel bebas yang digunakan dalam model. Apabila terjadi gejala multikolinieritas, maka bisa mengakibatkan hal-hal sebagai berikut (Algifari, 1997):

1. Nilai koefisien regresi menjadi kurang dapat dipercaya.
2. Kesulitan dalam memisahkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel tergantung.

Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan korelasi antar variabel-variabel bebas yang akan digunakan dalam persamaan regresi. Apabila sebagian atau seluruh variabel bebas berkorelasi kuat berarti terjadi multikolinieritas. Metode lain yang dapat dilakukan untuk menguji adanya multikolinieritas ini dapat dilihat pada *tolerance value* atau *Variance Inflation Factors (VIF)*. Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan *Variance Inflation Factors (VIF)* adalah 10 (Hair, et al.,1998 : 48). Jika nilai *tolerance value* di bawah 0,10 atau nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di atas 10 maka terjadi multikolinieritas. Untuk mendeteksi multikolinieritas ini dapat pula dilihat dari *condition index*. Nilai teoritis *condition index* adalah sebesar 20, jika lebih besar dari nilai tersebut maka diindikasikan terdapat multikolinieritas.

Tabel 4.4.

## Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>
Tingkat Kepemilikan Manajerial	0,477	2,098
Tingkat Kepemilikan Publik	0,528	1,896
Ukuran Perusahaan	0,931	1,075
EBIT/Sales	0,856	1,168
Total hutang / Total aset	0,768	1,303
<b><i>Condition Index : 17,750</i></b>		

Sumber : Indonesia Capital Market Directory, diolah.

Dari Tabel 4.4. di atas dapat dilihat bahwa nilai *tolerance value* semua variabel berada di atas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di bawah 10 serta koefisien *condition index* berada di bawah nilai 20, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas dalam persamaan regresi berganda.

Untuk memperkuat kesimpulan tersebut, dilakukan analisis korelasi untuk menggambarkan hubungan antar variabel bebas. Untuk mengetahui adanya kolinearitas, terutama dalam model regresi linier berganda dapat dilakukan dengan melihat nilai koefisien korelasi antara variabel yang satu dengan variabel yang lain. Menurut Gujarati (1995 : 335) apabila koefisien korelasi berada diatas 0,80 berarti terjadi gejala multikolinearitas.

Pada Tabel 4.5. berikut ini akan ditampilkan korelasi antar masing-masing variabel bebas.

**Tabel 4.5.**

**Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Bebas**

Keterangan	Manajerial	Publik	Ukuran	EBIT/ Sales	TD/TA
Manajerial	1,000				
Publik	-0,281	1,000			
Ukuran	0,007	-0,075	1,000		
EBIT/Sales	-0,254	0,222	-0,126	1,000	
TD/TA	-0,357	0,255	0,219	-0,158	1,000

Sumber : Indonesia Capital Market Directory, diolah.

Dari Tabel 4.5. di atas, tampak bahwa korelasi antara variabel-variabel



bebas menunjukkan tidak adanya korelasi yang mempunyai nilai yang lebih besar dari 0,80. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinieritas pada variabel-variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini.

#### **4.3. Analisis Pengaruh Tingkat Kepemilikan Manajerial, Tingkat Kepemilikan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales dan TD/TA Secara Parsial**

Sesuai dengan kaidah dalam melakukan analisis regresi berganda sebagaimana dinyatakan oleh Gujarati (1995), bahwa suatu persamaan regresi harus memiliki data yang terdistribusi normal, bebas heteroskedastisitas, dan bebas multikolinieritas agar diperoleh persamaan regresi yang baik dan tidak bias. Dari hasil uji normalitas data yang telah dilakukan maka diketahui bahwa data yang digunakan dalam persamaan regresi ini terdistribusi secara normal, bebas heteroskedastisitas, dan tidak terdapat multikolinieritas sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi berganda dengan baik.

Untuk menjawab masalah, mencapai tujuan dan pembuktian hipotesis serta untuk mengetahui apakah variabel eksplanatori secara parsial berpengaruh secara signifikan (nyata) terhadap variabel terikat, maka perlu dilakukan uji t. Hasil analisis regresi berganda yang telah dilakukan dapat dilihat pada Tabel

4.6. sebagai berikut:

**Tabel 4.6.**  
**Hasil Analisis Regresi Berganda**

Variabel	Koefisien Regresi	Nilai t	Signifikansi
Konstanta	6982,323	2,672**	0,012
Manajerial	1427,593	2,691**	0,011
Publik	-3180,873	2,770***	0,009
Ukuran	3,532E-05	1,918*	0,064
EBIT/Sales	122,421	2,637**	0,013
TD/TA	-4158,338	2,002*	0,054
Nilai F : 3,075**	R <sup>2</sup> : 0,570		

\* signifikan pada tingkat signifikansi 10%

\*\* signifikan pada tingkat signifikansi 5%

\*\*\* signifikan pada tingkat signifikansi 1%

Sumber : Indonesia Capital Market Directory, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.6. tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresi sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{Nilai Perusahaan} = & 6982,323 + 1427,593\text{KM} - 3180,873\text{KP} + \\ & 0,00003532\text{Size} + 122,421\text{EBIT/Sales} - \\ & 4158,338\text{TD/TA} + e \end{aligned}$$

Keterangan :

KM : Kepemilikan Manajerial

KP : Kepemilikan Publik

Size : Ukuran Perusahaan

EBIT/Sales : EBIT/Sales

TD/TA : Total Hutang / Total Aset

#### 4.3.1. Analisis Pengaruh Tingkat Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil analisis data yang dilakukan maka dapat diketahui bahwa koefisien regresi untuk variabel tingkat kepemilikan manajerial adalah sebesar 1427,593 yang menunjukkan bahwa apabila tingkat kepemilikan manajerial meningkat sebesar 1% maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 14,2759 (karena 1% sama dengan 0,01). Koefisien regresi ini memiliki nilai t hitung sebesar 2,691 yang lebih besar daripada t tabel dengan tingkat signifikansi 5% sebesar 2,038. Berdasarkan hal ini maka H1 yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh tingkat kepemilikan manajerial yang signifikan terhadap nilai perusahaan diterima, sementara H01 yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh tingkat kepemilikan manajerial yang signifikan terhadap nilai perusahaan ditolak.

Pengaruh tingkat kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan adalah positif, hal ini konsisten dengan penelitian Jensen dan Meckling (1976); Short dan Keasey (1999); Chen dan Ho (2000); Rennebog (2001). Hal ini dapat terjadi karena semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial akan semakin memudahkan pengendali perusahaan dalam menetapkan keputusan-keputusan yang strategis menyangkut masa depan perusahaan, sebagai pihak yang memiliki kepentingan terbesar, pemegang saham penendali berusaha untuk meningkatkan nilai semaksimal mungkin. Dan dalam penelitian ini, sampel perusahaan yang digunakan adalah perusahaan dengan kinerja perusahaan dan

kinerja saham yang relatif bagus apabila dibandingkan dengan perusahaan lain yang tercatat di Bursa Efek Jakarta karena sampel dipilih dari perusahaan yang saham-sahamnya masuk dalam perhitungan LQ45.

Temuan ini berbeda dengan temuan Joh (2001) meskipun secara umum kondisinya hampir sama dengan yang terjadi di Indonesia pada saat krisis moneter ini. Hal yang berbeda ini terjadi karena pada penelitian Joh tersebut yang kebanyakan sampel perusahaannya adalah perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan terkonsentrasi pada *chaebol* di Korea (lebih dari 50% kepemilikan pada perusahaan-perusahaan Korea yang diteliti tersebut dimiliki oleh *chaebol*) bahkan dalam pengelolaan perusahaan-perusahaan tersebut, para *chaebol* tersebut mengesampingkan aspek-aspek etika bisnis yang sehat (Joh, 2001). Pada penelitian ini, rata-rata tingkat kepemilikan manajerial pada perusahaan-perusahaan sampel adalah sebesar 48,75%, kurang dari 50% sehingga tidak terdapat pemegang saham dengan mayoritas tunggal yang berkepentingan terhadap perusahaan. Juga sampel pada penelitian ini merupakan saham yang masuk indeks LQ45 yang cenderung untuk memiliki aspek fundamental yang lebih baik apabila dibandingkan dengan saham-saham yang non LQ45 di mana kebanyakan merupakan saham-saham lapis kedua dan ketiga yang beberapa di antaranya memiliki karakteristik sama dengan obyek penelitian Joh (2001).

#### 4.3.2. Analisis Pengaruh Tingkat Kepemilikan Publik Terhadap Nilai Perusahaan

Koefisien regresi dari variabel tingkat kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan adalah sebesar  $-3180,873$  dengan nilai  $t$  hitung sebesar  $2,770$  yang lebih besar daripada  $t$  tabel dengan tingkat signifikansi  $1\%$  sebesar  $2,776$ . Hal ini menunjukkan bahwa variabel tingkat kepemilikan publik signifikan padatingkat signifikansi  $1\%$ , oleh sebab itu  $H_2$  yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh tingkat kepemilikan publik yang signifikan terhadap nilai perusahaan diterima, sementara  $H_{02}$  yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh tingkat kepemilikan publik yang signifikan terhadap nilai perusahaan ditolak. Pengaruh dari tingkat kepemilikan publik ini adalah negatif yang menunjukkan bahwa apabila terjadi peningkatan kepemilikan publik sebesar  $1\%$  maka akan terjadi penurunan nilai perusahaan sebesar  $31,8$ .

Temuan ini tidak mendukung temuan-temuan terdahulu yang menyimpulkan bahwa tingkat kepemilikan saham perusahaan oleh publik tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (Short dan Keasey, 1999; Chen dan Ho, 2000). Semakin besar kepemilikan publik maka pemegang saham pengendali tidak dapat leluasa dalam mengelola perusahaan, hal ini dapat menyebabkan terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham publik dengan pemegang saham pengendali. Di Indonesia, pemegang saham publik biasanya adalah investor yang dalam melakukan investasi cenderung berorientasi pada keuntungan jangka pendek. Bahkan pemegang saham publik

senantiasa mengabaikan hal-hal yang bersifat material bagi perkembangan perusahaan, sebagai contoh dalam suatu Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) suatu perusahaan seringkali tidak tercapai kuorum karena investor publik tidak hadir, sehingga agenda yang seharusnya dibahas pada RUPS tersebut tidak dapat dibahas dan tidak mencapai keputusan yang bermanfaat bagi perusahaan dan mampu meningkatkan nilai perusahaan pada jangka panjang. Semakin besar tingkat kepemilikan oleh publik maka semakin besar kemungkinan suatu *corporate action* memperoleh hambatan untuk dapat disetujui, akibatnya pasar akan merespon secara negatif karena tidak sesuai dengan harapannya.

#### 4.3.3. Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa koefisien regresi dari variabel ukuran perusahaan ini adalah sebesar 0,0003532 dengan nilai t hitung sebesar 1,918 yang lebih besar daripada nilai t tabel dengan tingkat signifikansi 10% sebesar 1,645. Berdasarkan hal ini maka H3 yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh ukuran perusahaan yang signifikan terhadap nilai perusahaan diterima, sementara H03 yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh ukuran perusahaan yang signifikan terhadap nilai perusahaan ditolak. Sehingga dapat dikatakan bahwa apabila terjadi peningkatan ukuran perusahaan sebesar satu satuan maka akan meningkatkan nilai perusahaan yang diukur dari harga

IRI-MUSTAK-UNDIP

saham sebesar 0,0003532 satuan.

Temuan ini sesuai dengan temuan Short dan Keasey (1999) yang menyatakan bahwa perusahaan yang berukuran besar akan semakin mampu mencapai skala ekonomi yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaannya, bahkan perusahaan yang besar akan semakin mudah dalam memperoleh sumber pendanaan eksternalnya (Short dan Keasey, 1999; Ben Zion dan Salit, 1975).

#### **4.3.4. Analisis Pengaruh EBIT/Sales Terhadap Nilai Perusahaan**

Koefisien regresi dari variabel EBIT/Sales ini adalah sebesar 122,421 dengan nilai t hitung sebesar 2,637 yang lebih besar daripada nilai t tabel dengan tingkat signifikansi 5% sebesar 2,038. Berdasarkan hal ini maka H4 yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh EBIT/Sales yang signifikan terhadap nilai perusahaan diterima, sementara H04 yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh EBIT/Sales yang signifikan terhadap nilai perusahaan ditolak. Sehingga dapat dikatakan bahwa apabila terjadi peningkatan EBIT/Sales sebesar 1 satuan maka akan dapat meningkatkan nilai perusahaan sebesar 122,421.

Temuan ini sesuai dengan temuan Chen dan Ho (2000), semakin besar nilai EBIT/Sales suatu perusahaan maka hal ini menunjukkan bahwa semakin besar pula tingkat profitabilitas perusahaan. Perusahaan yang mampu menghasilkan laba dengan baik dan dalam jumlah relatif besar akan mampu

mempergunakan laba tersebut sebagai sumber daya untuk menghasilkan laba yang lebih besar lagi pada tahun berikutnya, sehingga pada akhirnya nilai perusahaan akan semakin meningkat karena tingkat profitabilitas yang tinggi tersebut.

#### **4.3.5. Analisis Pengaruh Total Hutang / Total Aset Terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan hasil analisis regresi maka dapat diketahui bahwa koefisien regresi dari variabel Total Hutang / Total Aset (TD/TA) adalah sebesar -4158,338 dengan nilai t hitung sebesar 2,002 yang lebih besar daripada nilai t tabel sebesar 1,645. Hal ini menunjukkan bahwa  $H_5$  yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh TD/TA yang signifikan terhadap nilai perusahaan diterima, sementara  $H_0$  yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh TD/TA yang signifikan terhadap nilai perusahaan ditolak. Koefisien regresi sebesar -4158,338 menunjukkan bahwa apabila terjadi peningkatan rasio TD/TA sebesar 1 satuan maka akan dapat menurunkan nilai perusahaan sebesar 4158,338. Tanda pada koefisien regresi ini konsisten dengan temuan Drees dan Eckwert (2000) dan Stiglitz (1985). Perusahaan dengan tingkat hutang yang sangat tinggi akan menyebabkan perusahaan cenderung dikuasai oleh para krediturnya sehingga perusahaan tidak dapat dengan leluasa menentukan masa depan perusahaannya. Bahkan pada perusahaan yang mengeluarkan surat hutang dalam bentuk obligasi maka seringkali pihak wali amanat akan turut mengawasi



jalannya perusahaan dan perusahaan harus senantiasa mengadakan RUPO (Rapat Umum Pemegang Obligasi) guna melakukan dengar pendapat dengan para pemegang obligasinya.

Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan memiliki saham yang beresiko tinggi. Terlebih pada perusahaan yang memiliki hutang dalam mata uang asing yang memiliki volatilitas tinggi seperti saat ini. Sehingga mau tak mau nilai saham perusahaannya juga akan sangat dipengaruhi oleh tingkat hutangnya.

#### **4.4. Analisis Pengaruh Tingkat Kepemilikan Manajerial, Tingkat Kepemilikan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales dan TD/TA Secara Bersama-sama**

Persamaan regresi ini memiliki nilai F hitung sebesar 3,076 yang lebih besar daripada F tabel pada tingkat signifikansi 5% sebesar 2,57. Artinya adalah persamaan regresi ini signifikan pada tingkat signifikansi hingga 5%. Berdasarkan hal tersebut  $H_0$  yang menyatakan bahwa Tingkat Kepemilikan Manajerial, Tingkat Kepemilikan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales dan TD/TA secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, ditolak. Sementara itu  $H_1$  yang menyatakan bahwa Tingkat Kepemilikan Manajerial, Tingkat Kepemilikan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales dan TD/TA secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, diterima. Ini menunjukkan bahwa variabel bebas yang

digunakan dalam penelitian ini merupakan penjas nyata pada variabel terikat.

Sementara itu kemampuan persamaan regresi ini untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat adalah sebesar 57%, sementara 43% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini. Persamaan regresi ini dapat dikatakan baik karena memiliki kemampuan untuk menjelaskan besarnya variasi dalam variabel terikat lebih dari 50%.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

#### 5.1. Kesimpulan

Kesimpulan hasil penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Dari hasil analisis regresi yang dilakukan maka dapat diketahui bahwa nilai  $t$  hitung variabel tingkat kepemilikan manajerial lebih besar daripada nilai  $t$  tabel. Berdasarkan hal ini maka  $H_1$  diterima, variabel tingkat kepemilikan manajerial berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Kondisi ini menunjukkan bahwa semakin besar tingkat kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan maka akan semakin meningkatkan nilai perusahaan, hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Jensen dan Meckling (1976), Short dan Keasey (1999), Chen dan Ho (2000) dan Rennebog (2001).
2. Variabel tingkat kepemilikan publik memiliki nilai  $t$  hitung yang lebih besar daripada nilai  $t$  tabel, sehingga  $H_2$  diterima, namun berbeda dengan variabel terdahulu, variabel ini memiliki pengaruh yang negatif terhadap nilai perusahaan. Semakin besar tingkat kepemilikan publik maka akan cenderung menurunkan nilai perusahaan. Kepemilikan publik ini sebagian besar dimiliki oleh para investor publik yang memiliki tujuan investasi yang berorientasi jangka pendek sehingga mereka kurang mementingkan pada perusahaan. Juga kepemilikan publik yang tinggi akan dapat menghambat

proses pengambilan suatu keputusan yang strategis bagi perusahaan di masa mendatang, karena adanya benturan kepentingan.

3. Variabel ukuran perusahaan memiliki nilai hitung yang lebih besar daripada nilai t tabel, sehingga disimpulkan bahwa H3 diterima. Pengaruh dari ukuran perusahaan ini adalah positif terhadap nilai perusahaan. Perusahaan dengan ukuran yang besar akan makin mudah dalam memperoleh sumber dana eksternal bahkan cenderung dipercaya oleh pihak-pihak yang kelebihan dana, sehingga perusahaan dapat secara selektif memanfaatkan sumber dayanya untuk meningkatkan nilai perusahaannya.
4. Variabel EBIT/Sales juga memiliki nilai t hitung yang lebih besar daripada nilai t tabel, sehingga disimpulkan bahwa H4 diterima. Variabel ini menunjukkan tingkat profitabilitas perusahaan, semakin besar variabel ini maka semakin besar tingkat profitabilitas perusahaan. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi akan menarik bagi pasar untuk melakukan investasi di dalamnya sehingga akan dapat meningkatkan nilai perusahaan.
5. Variabel total hutang / total aset memiliki nilai t hitung yang lebih besar juga apabila dibandingkan dengan nilai t tabel, sehingga disimpulkan bahwa H5 diterima. Variabel ini memiliki pengaruh yang negatif terhadap nilai perusahaan. Semakin besar nilai variabel ini maka nilai perusahaan akan semakin menurun, karena berarti perusahaan dalam melakukan kegiatan usahanya ternyata sebagian besar didanai oleh hutang yang menimbulkan

kewajiban yang besar bagi perusahaan. Bahkan semakin besar hutang yang dimiliki oleh perusahaan akan menyebabkan benturan kepentingan antara pemegang saham dengan pihak kreditur. Lebih lanjut dalam kasus di mana kreditur tersebut adalah dari pihak perbankan, maka perusahaan akan semakin tidak leluasa dalam mengelola perusahaan sehingga dapat menyebabkan penurunan nilai perusahaan.

6. Persamaan regresi memiliki nilai F hitung sebesar 3,076 yang signifikan pada tingkat signifikansi 5%, berdasarkan hal ini maka  $H_0$  diterima, ini menunjukkan bahwa semua variabel bebas yang digunakan secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat, lebih lanjut dapat dikatakan bahwa variabel-variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini merupakan faktor penjelas yang nyata bagi variabel terikat. Kemampuan persamaan regresi ini untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat adalah sebesar 57%, sementara 43% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini.

## 5.2. Implikasi Kebijakan

Adapun saran-saran yang dapat diberikan melalui hasil temuan ini adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan-perusahaan yang mencatatkan sahamnya di pasar modal Indonesia harus memperhatikan baik tingkat kepemilikan manajerial maupun tingkat kepemilikan publik. Hal ini mutlak dilakukan karena

masing-masing pihak tersebut memiliki kepentingan yang berbeda dalam perusahaan sehingga berpotensi untuk menimbulkan suatu benturan kepentingan yang dapat menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Lebih lanjut perusahaan dipandang perlu juga memperhatikan ukuran perusahaannya, profitabilitas yang dilihat dari EBIT/Sales dan Total Hutang / Total Aset karena ketiga variabel ini juga memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

2. Bagi perusahaan yang akan mencatatkan sahamnya di bursa efek, dipandang perlu untuk memperhatikan komposisi kepemilikan perusahaan. Hal ini mutlak dilakukan untuk menghindari potensi benturan kepentingan yang dapat berlarut-larut dalam suatu pengambilan keputusan menyangkut perusahaan sebagai perusahaan publik. Bahkan perusahaan harus menentukan jumlah saham yang akan ditawarkan kepada publik secara tepat.
3. Investor saham dipandang perlu untuk memperhatikan komposisi kepemilikan perusahaan, dianjurkan agar melakukan investasi pada saham-saham perusahaan yang tidak memiliki tingkat kepemilikan publik yang moderat dalam artian terjadi konsentrasi suatu kepemilikan saham perusahaan, agar dalam pengambilan suatu keputusan yang menyangkut masa depan perusahaan di masa mendatang dapat berlangsung sebagaimana yang diinginkan oleh pasar. Namun untuk melakukan investasi pada saham perusahaan dengan karakteristik tersebut di atas investor juga perlu

memperhatikan variabel lain seperti ukuran perusahaan, profitabilitas dan tingkat hutang perusahaan. Ini perlu mengingat apabila investor mengabaikan variabel yang disebut terakhir namun berinvestasi pada saham dengan kepemilikan terkonsentrasi maka investor mungkin malah akan mengalami kerugian.

### **5.3. Keterbatasan Penelitian**

Penelitian ini memiliki keterbatasan sebagai berikut :

Penelitian ini belum melakukan pemilahan kepemilikan individu dan institusi (misalnya pemilikan oleh investor institusi seperti reksa dana dan dana pensiun) karena keterbatasan data yang ada. Pada penelitian-penelitian yang telah dilakukan di luar negeri, seringkali diperoleh karakteristik yang berbeda pada perilaku investasi individu dan institusi.

### **5.4. Agenda Penelitian Mendatang**

Berdasarkan keterbatasan-keterbatasan yang terdapat pada penelitian ini, maka berikut ini yang disarankan untuk agenda penelitian mendatang :

1. Penelitian mendatang dipandang perlu untuk menggunakan seluruh populasi yang ada di Bursa Efek Jakarta. Hal ini dapat dilakukan dengan memilah-milah saham-saham yang termasuk kategori lapis pertama, lapis kedua dan lapis ketiga. Mengingat perilaku manajerial dan publik dari saham-saham ini berbeda satu sama lain.

2. Penelitian mendatang perlu untuk meneliti kepemilikan individual dan institusional dari suatu perusahaan terutama menyangkut kepemilikan oleh investor publik, agar diperoleh gambaran menyeluruh mengenai potensi hal-hal tersebut dalam kaitannya dengan nilai perusahaan / harga saham.



## DAFTAR REFERENSI

- Amihud, Y. dan B. Lev (1981), "Risk Reduction as a Managerial Motive For Conglomerate Mergers," *The Bell Journal of Economics*, 12
- Anthony, Robert. (1995), *Sistem Pengendalian Manajemen*, Jakarta : Erlangga, diterjemahkan oleh Agus Maulana.
- Berger, P.G. dan E. Ofek (1995), "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics*, 37
- Berger, P.G. dan E. Ofek (1996), "Bustup Takeovers of Value Destroying Diversified Firms," *Journal of Finance*, 51
- Blosch, Marcus (2001), "Pragmatism and Organizational Knowledge Management," *Knowledge and Process Management*, Vol. 8, No. 1.
- Bourgeois, L.J. III (1985), "Strategic Goals, Perceived Uncertainty, and Performance in Volatile Environments," *Academy of Management Journal*, 28.
- Chen, Sheng-Yan dan Kim Wai Ho (2000), "Corporate Diversification, Ownership Structure, and Firm Value; The Singapore Evidence," *International Review of Financial Analysis*, 9
- Chkir, Imed Eddine dan Jean Claude Cosset (2001), "Diversification Strategy and Capital Structure of Multinational Corporations," *Journal of Multinational Financial Management*, 11
- Comment, R. dan G. A. Jarrell (1995), "Corporate Focus and Stock Return," *Journal of Financial Economics*, 37
- Dess, G.G. dan R.B. Robinson (1984), "Measuring Organizational Performance in the Absence of Objective Measures : The Case of the Privately Held Firm and Conglomerate Business Unit," *Strategic Management Journal*, 5.
- Denis, J. D., D.K. Denis dan A. Sarin (1997), " Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification," *Journal of Finance*, 52
- Donaldson, Lex dan James H. Davis (1991), "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder," *Australian Journal of Management*, 16,1
- Emory, C. William (1996), *Metode Penelitian Bisnis*, Penerbit Erlangga Jakarta

- Fogelberg, Lawrence dan John M. Griffith (2000), "Control and Bank Performance," *Journal of Business and Strategic Decisions*, Vol. 13 No. 3.
- Greene, William H. (1997), *Econometric Analysis*, Mac Millan Publishing Company, New York
- Gujarati, D.N. (1995), *Basic Econometric*, 3rd Edition; McGraw Hill, Inc.
- Gunawan Sumodiningrat (1996), *Ekonometrika Pengantar*, BPFE UGM, Yogyakarta
- Hair, J.R., R.E. Anderson, R. Tatham dan Balcak W. (1995), *Multivariate Data Analysis with Readings*, Prentice Hall, Englewood Cliff, New Jersey.
- Husein Umar (1999) *Riset Strategi Perusahaan*, Jakarta : Gramedia Pustaka Utama.
- Himmelberg, Charles P., R. Glenn Hubbard dan Darius Palia (1999), "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol 53., p. 353 – 384.
- Hucteson, Tiffany dan Ian G. Sharpe (1998), "Ownership Structure and Building Society Efficiency," *Australian Journal of Management*, Vol. 2, No. 2.
- Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76
- Joh, Sung Wook (2001), "Control, Ownership, and Firm Performance: the Case of Korea," *Working paper*
- Khanna, Tarun dan Jan W. Rivkin (2001), "Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets," *Strategic Management Journal*, 22, 45-74.
- Kochar, Rahul (1997), "Strategic Assets, Capital Structure, and Firm Performance," *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 10, No. 3
- Lang, L. H. dan R. M. Stulz (1996), "Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, 102
- Lewellen, W. G. (1971), "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger," *Journal of Finance*, 26
- Merchant, Kenneth A. (1998) *Modern Management Control System : Text and Cases*, New Jersey : Prentice Hall, Inc.

- Meyer, M., P. Milgrom dan J. Robert (1992), "Organizational Prospects, Influence Costs and Ownership Changes," *Journal of Economics and Management Strategy*, 1
- Morck, R., A. Shleifer dan R. W. Vishny (1990), "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?," *Journal of finance*, 45
- Pi, L. dan Timme S.G. (1993), "Corporate Control and Bank Efficiency," *Journal of Banking and Finance*, 20, April.
- Porter, Michel (1987), "From Competitive Advantage to Corporate Strategy," *Harvard Business Review*, May-June
- Porter, Michael (1993), *Strategi Keunggulan Bersaing*, Jakarta: Erlangga.
- Ramajunam, V. dan Venkatraman N. (1988), "Excellence, Planning and Performance," *Interfaces*, 18.
- Renneboog, Luc (2001), "Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussel Stock Exchange," *Working paper*
- Sekaran, Uma (1992), *Research Methods For Business: Skill-Building Approach*; 2nd Editon, John Wiley & Sons, Inc.
- Servaes, H. (1996), "The Value of Diversification During The Conglomerate Merger Wave," *Journal of Finance*, 51
- Shleifer, A. dan R. W. Vishny (1989), "Management Entrenchment : The Case of Manager Specific Investments," *journal of Financial Economics*, 25
- Shleifer, A. dan R. W. Vishny (1992), "Liquidation Values and Debt Capacity : A Market Equilibrium Approach," *Journal of Finance*, 45
- Short, Helen dan Kevin Keasey (1999), "Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence From the UK," *Journal of Corporate Finance*, 5
- Slater, Stanley F., Eric M. Olson, Venkatesshwar K. Reddy (1997), "Strategy-Based Performance Measurement," *Business Horizons*, July-August.
- Slater, Stanley F. dan John C. Narver (1993), "Product-market Strategy and Performance : An Analysis of the Miles and Snow Strategy Types," *European Journal of Marketing*, Vol. 27, No. 10.

- Spong, Kenneth, Richard J. Sullivan dan Robert De Young (1993), "What Makes a Bank Efficient?- A Look at Financial Characteristics and Bank Management and Ownership Structure," *Federal Reserve Bank of Kansas City*
- Stulz, R. M. (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics*, 26
- Swamirdass E. dan L. Newell (1987), "The Linkages Between Strategy, Strategic Group and Performance," *Strategic Management Journal*, 11 93).
- Venkatraman, N. (1990), "Performance Implications of Strategic Coalignment : A Methodical Perspective," *Journal of Management Studies*, 27.
- Wonnacot, Ronald J. & Wonnacot, Thomas H. (1985), *Introductory Statistics*; 4th Edition, John Wiley & Sons, Inc.