

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN PERUSAHAAN PADA KINERJA: FAKTOR KETIDAKPASTIAN LINGKUNGAN SEBAGAI PEMODERASI

Muchamad Syafruddin

Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro

E-mail: much_syafruddin@yahoo.co.id

Abstract

Besides examining strong relationship between outside ownership concentration and organizational performance, based on the agency theory, theoreticians in financial field also suggest that there is a contradictory relationship between insider ownership and organizational performance. Past empirical studies showed that the insider ownership and organizational performance have not firmly established this relationship.

On the basis of the contingency theory and agency theory, the current study postulates and tests the impact of environmental uncertainty on the insider ownership and performance nexus. The study finds that estimation results support the hypothesis that there is significantly positive relationship between outside ownership concentration and organizational performance. The estimation results also show that there is significant positive impact of environmental uncertainty on the insider ownership and firm's performance, but insider ownership factor alone is not significantly influencing firm's performance.

Keywords: *outside ownership concentration, insider ownership, environmental uncertainty, organizational performance, agency theory, contingency theory.*

PENDAHULUAN

Ada 3 (tiga) isu riset yang akan diuji dalam riset ini, yaitu hubungan antara (1) kepemilikan dari dalam (*insider ownership*) dan kinerja organisasi, (2) konsentrasi kepemilikan dan kinerja organisasi, dan (3) kepemilikan dari dalam dan faktor kontekstual, ketidak-pastian lingkungan (*environmental uncertainty*). Semua uji empiris ini didasarkan pada teori agensi dan kontinjensi. Adapun premis sentral dalam teori agensi adalah bahwa manajer top bertindak sebagai agen dari pemegang

saham (*stockholders*) yang dalam menjalankan aktifitasnya bisa jadi tidak konsisten dengan apa yang menjadi kepentingan para pemilik (Jensen dan Meckling, 1976; Fama, 1980). Ketidak-konsistenan ini terjadi, karena ke-duanya diasumsikan sebagai individu yang memaksimalkan *utility*-nya. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terdapat konflik kepentingan antara agen dengan pemilik.

Premis berikutnya yang bisa dijelaskan dari hubungan antara manajer top dan

pemilik tersebut adalah bahwa struktur kepemilikan perusahaan termasuk di dalamnya (1) konsentrasi kepemilikan (*ownership concentration*) dan (2) kepemilikan oleh manajer top (*insider ownership*) merupakan bagian atau faktor yang menentukan dalam mengatasi atau mereduksi potensi konflik tersebut. Dari urian ini dapat disimpulkan bahwa baik konsentrasi kepemilikan maupun kepemilikan oleh manajer top merupakan faktor-faktor kunci dalam menghasilkan kinerja organisasi yang optimal.

Atas dasar premis yang dikembangkan di atas dapat diskenariokan bahwa konsentrasi kepemilikan (*ownership concentration*) pada kelompok tertentu dan kesempatan manajer yang sekaligus berfungsi sebagai pemilik (*managerial ownership*) merupakan faktor-faktor penentu kinerja organisasi. Semakin tinggi konsentrasi kepemilikan organisasi tertentu, semakin tinggi pula kinerja organisasi tersebut dibanding dengan organisasi yang kepemilikannya tersebar (*diffuse*). Demikian sebaliknya, kepemilikan yang tersebar (*diffuse*) memungkinkan para manajer memperoleh keleluasaan (*managerial discretion*) dalam menjalankan organisasi yang bisa jadi tidak konsisten dengan kepentingan pemilik yaitu memaksimalkan nilai perusahaan (kinerja perusahaan).

Skenario berikutnya, dapat diprediksi bahwa keleluasaan manajer yang mungkin tidak konsisten dengan kepentingan pemilik tersebut bisa diatasi dengan memberikan kesempatan pada manajer top untuk berfungsi juga sebagai pemilik. Harapan dari fungsi manajer top yang juga sebagai pemilik ini adalah bahwa manajer top dalam menjalankan aktifitasnya akan lebih konsisten dengan kepentingan pemilik sehingga kinerja atau nilai perusahaan secara keseluruhan

meningkat. Jadi, semakin tinggi kepemilikan perusahaan oleh manajer, semakin tinggi pula kinerja organisasi keseluruhan dibanding dengan perusahaan yang kepemilikan oleh manajer rendah.

Proses peningkatan kinerja perusahaan secara keseluruhan tersebut akibat dari fungsi manajer top yang juga sebagai pemilik disebabkan oleh dua pengaruh yaitu (1) pengaruh keselarasan (*alignment effect*) dan (2) pengaruh keleluasaan manajerial (*managerial discretion effect*). Kepemilikan perusahaan oleh manajer akan menjadikan terjadinya proses keselarasan (*alignment*) antara kepentingan manajer dengan kepentingan pemilik. Konsekuensi dari semua ini adalah meningkatnya kinerja organisasi. Selain itu, kepemilikan perusahaan oleh manajer juga akan mengarahkan keleluasaan manajer pada proses yg konsisten dengan kepentingan pemilik sehingga nilai perusahaan secara keseluruhan juga meningkat.

Yang menjadi isu dalam penelitian ini adalah bahwa secara umum, skenario atau argumentasi teoritis yang dikembangkan di atas yang menunjukkan bahwa kepemilikan oleh manajer akan meningkatkan kinerja perusahaan, ternyata tidak konsisten (saling bertentangan) dengan hasil uji empiris. Berbagai studi empiris yang mendukung adanya hubungan antara kepemilikan oleh manajer dengan kinerja perusahaan ini ditemukan oleh adalah Kim, Lee dan Francis (1988), Schellenger, Wood, dan Tashakori (1989), dan Oswald dan Jahera (1991). Dalam penelitiannya, mereka mengidentifikasi bahwa terdapat hubungan positif antara kepemilikan dari dalam (*insider ownership*) dengan kinerja perusahaan.

Sementara studi yang dilakukan oleh Lloyd, Jahera dan Goldstein (1986) dan Tsetsekos dan DeFusco (1990)

menunjukkan bahwa hubungan antara dua faktor, yaitu kepemilikan oleh manajer top terhadap perusahaan dan kinerja perusahaan secara keseluruhan ternyata tidak cukup signifikan. Dari dua fakta empiris yang bertentangan ini, penelitian yang akan dilakukan adalah menguji kembali hubungan faktor kepemilikan oleh manajer *top* dengan kinerja perusahaan. Juga akan menguji kembali hubungan faktor konsentrasi kepemilikan dengan kinerja perusahaan. Pengujian-pengujian ini dilakukan dengan tujuan melakukan uji teoritis yaitu menguji teori agensi dalam konteks dua variabel tersebut.

Isu lainnya yang akan diuji dalam penelitian ini adalah menguji kembali hubungan faktor konsentrasi kepemilikan luar dengan kinerja perusahaan secara keseluruhan. Walaupun telah cukup banyak riset yang menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan oleh pihak luar berpengaruh secara positif signifikan dalam pencapaian kinerja organisasi, yang menjadi pertanyaan penelitian adalah apakah argumentasi atau fenomena yang sama juga berlaku di Indonesia. Oleh karena itu penelitian ini menguji kembali fenomena yang sama dengan basis dimensi waktu dan tempat yang berbeda.

Selain menguji dua faktor tersebut di atas yaitu konsentrasi kepemilikan luar dan kepemilikan oleh manajemen kaitannya dengan kinerja perusahaan, dalam penelitian ini juga mengangkat isu penelitian lain yaitu isu yang berhubungan dengan faktor ketidakpastian lingkungan (*environmental uncertainty/EU*). Isu ini didasarkan pada basis teori kontinjensi yang menyatakan bahwa hubungan dua atau lebih faktor sangat bergantung pada faktor lain (*kontinjuen*) yang tidak bisa dikontrol oleh suatu organisasi (Otley, 1980). Atas dasar argumentasi kontinjensi ini, peneliti

yakin bahwa hasil uji empiris (riset) yang berbeda berkaitan dengan hubungan kepemilikan dari dalam dengan kinerja perusahaan (satu sisi berhubungan positif signifikan dan sisi lain tidak signifikan) dapat dijelaskan lebih lanjut.

Peneliti menduga bahwa terdapat faktor lain yang memoderasi hubungan dua faktor (*owner manager/insider ownership* dan *organizational performance*) tersebut yang dalam penelitian ini, faktor tersebut adalah faktor ketidak-pastian lingkungan (*environmental uncertainty/EU*). Argumentasi ini selaras dengan pandangan yang menyimpulkan bahwa lingkungan merupakan faktor kontekstual penting yang mempunyai dampak sangat kuat terhadap arah strategi perusahaan (Hamel dan Prahalad, 1994). Jadi penelitian yang akan dilakukan adalah memprediksi bahwa hubungan kepemilikan oleh manajer top dengan kinerja perusahaan secara keseluruhan juga tergantung pada bagaimana manajer top tersebut berada pada kondisi ketidak-pastian lingkungan. Dalam penelitian-penelitian sebelumnya faktor ketidak-pastian lingkungan merupakan faktor kunci dalam mencapai kinerja perusahaan yang optimal. Dengan demikian, terdapat dua teori yang akan diuji dalam penelitian ini yaitu (1) teori agensi dan (2) teori kontinjensi.

Dari uraian di atas dapat dirumuskan beberapa masalah yang akan menjadi pusat perhatian penelitian, (1) atas dasar teori agensi, apakah ada hubungan antara konsentrasi kepemilikan oleh pihak luar dengan kinerja organisasi. Selain itu, atas dasar teori yang sama, dapat dirumuskan pertanyaan penelitian tentang hubungan antara kepemilikan oleh manajer top dengan kinerja organisasi. Masalah penelitian yang kedua (2) bahwa atas dasar teori kontinjensi, apakah benar bahwa faktor

ketidak-pastian lingkungan merupakan faktor kunci (moderasi) dalam menentukan hubungan antara kepemilikan oleh manajer top dengan kinerja perusahaan. Selain berbagai masalah yang akan diteliti ini, dalam penelitian ini juga diuji faktor-faktor lain yang juga merupakan faktor penentu (determinant) kinerja perusahaan. Pengujian ini dilakukan untuk menghindari adanya pengaruh yang mengacaukan (*counfounding effect*) dalam sebuah penelitian dengan memasukkan beberapa variabel kontrol.

KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Di bagian Tinjauan Pustaka ini secara simultan akan dijelaskan (1) model teoritis dan temuan-temuan empiris (tinjauan literatur) yang berbasis pada teori agensi dan teori kontinjensi. Berbasis pada analisis teoritis dan temuan empiris ini, selanjutnya akan dirumuskan berbagai hipotesa penelitian yang akan diuji dengan data empiris. Selanjutnya di bagian (2) akan dirumuskan berbagai penentuan variabel kontrol.

Model Teoritis, Tinjauan Literatur, dan Hipotesa

Dalam konteks teori agensi, para manajer top merupakan agen yang mengelola kegiatan bisnis organisasi atas nama pemilik perusahaan. Dari perspektif ilmu ekonomi (*economics*) yang rasional, para pemilik menginginkan agar para agen (manajemen perusahaan) selalu mengikuti dan mencapai sasaran (*goal*) dengan strategi yang tepat yang semua ini akan konsisten dengan kepentingan para pemilik (Jensen dan Meckling, 1976). Walaupun demikian, seringkali para agen ini dalam mencapai sasaran berusaha memuaskan pihak-pihak yang beragam sebagaimana dinyatakan Donaldson dan Lorsch (1983).

Selain itu sasaran yang akan dicapai ini seringkali dibelokkan oleh para agen sehingga sasaran ini hanya merupakan kepentingan para agen ini sendiri sebagaimana disimpulkan oleh Jensen (1989). Akibat dari dua hal ini adalah kinerja perusahaan bisa jadi lebih rendah dari kinerja seharusnya, karena adanya ketidak-sesuaian (*incongruence*) antara sasaran yang diharapkan para pemilik dengan sasaran yang menjadi kepentingan para agen atau manajer. Alat utama yang tersirat dalam teori agensi untuk menselaraskan dua kepentingan yang mungkin berbeda ini adalah dengan memberikan kesempatan kepada para manajer untuk menjadi pemilik (*stock ownership*).

Ide atau dugaan yang menyatakan bahwa kepemilikan oleh manajer cukup tinggi merupakan faktor kunci bagi pen-selarasan (*alignment*) antara para agen dan pemilik telah mendorong dilakukannya berbagai studi empiris yang menguji hubungan kepemilikan manajer dengan kinerja organisasi. Berbagai studi yang mengidentifikasi adanya hubungan positif antara kepemilikan oleh pihak dalam (*insider ownership*) dengan kinerja perusahaan antara lain dilakukan Kim, Lee dan Francis (1988), Schellenger, Wood dan Tashakori (1989), dan Oswald dan Jahera (1991). Sedang studi lainnya yang menunjukkan hasil kurang mendukung (secara statistik tidak signifikan) atau bertentangan dengan penelitian sebelumnya yaitu dilakukan oleh Lloyd, Jahera dan Goldstein (1986) dan Tsetsekos dan DeFusvo (1990). Menurut Oswald dan Jahera (1991) faktor potensial yang berkontribusi pada mengapa hasil temuan-temuan penelitian terdahulu tidak konsisten sebagaimana diuraikan di atas, bisa jadi dikarenakan oleh kesalahan para peneliti

dalam menentukan indikator (ukuran) variabel kepemilikan dan kinerja. Review yang dilakukan oleh McGuire dan Dow (1994) terhadap berbagai penelitian tentang masalah ini menunjukkan hasil observasi yang sama yaitu adanya kesalahan dalam menentukan indikator kepemilikan dan kinerja. Disimpulkan dalam review yang dilakukan oleh McGuire dan Dow (1994) bahwa para peneliti menggunakan indikator-indikator yang berbeda dalam menjelaskan konsep kepemilikan seperti konsentrasi kepemilikan, kontrol pemilik, kepemilikan saham yang signifikan.

Selain itu para peneliti seringkali mengadopsi berbagai cara untuk mengukur konsep ini seperti *stockholding of officers*, *stockholding* oleh para direksi, *stockholding* oleh pihak dalam (*insiders*), *stockholding* oleh pemegang saham besar. Selain kelemahan dalam hal perumusan konsep kepemilikan dan operasionalisasi konsep kepemilikan, juga terdapat kelemahan yang sama yaitu menyangkut ukuran kinerja yang jadi pilihan dalam penelitian-penelitian tersebut. Para peneliti yang meninjau kinerja perusahaan dari literatur keuangan (*finance*), cenderung menggunakan return saham tidak normal dalam mengoperasionalisasikan kinerja perusahaan sebagaimana dilakukan Brown dan Warner (1985). Sedang peneliti yang meninjau kinerja perusahaan dari literatur manajemen, cenderung menggunakan return on assets (ROA) dalam mengoperasionalisasikan kinerja perusahaan seperti yang dilakukan oleh Schellenger *et al.* (1989) dan ukuran pasar seperti return total kepada para investor sebagaimana dilakukan oleh Kesner (1987).

Dari uraian model teoritis yang berbasis pada teori agensi di atas dapat dirumuskan hipotesa pertama seperti berikut:

Ha-1: Terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan oleh manajer dengan kinerja perusahaan.

Bersamaan dengan berbagai studi tentang hubungan antara kepemilikan oleh manajer dan kinerja perusahaan ini terdapat beberapa studi yang menunjukkan bahwa variabel kontekstual merupakan variabel yang mempunyai kontribusi dalam menjelaskan hubungan dua variabel tersebut. Seperti studi yang dilakukan oleh Zajac dan Westphal (1994) yang menunjukkan bahwa resiko spesifik perusahaan merupakan variabel yang memoderasi keefektifan insentif manajerial dan program monitoring yang digunakan untuk mengontrol berbagai masalah keagenan. Studi lain yang menunjukkan adanya variabel kontekstual yaitu yang dilakukan oleh Kesner (1987) yang menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang terdapat di dalam industri dengan pertumbuhan rendah, hubungan antara kepemilikan oleh manajer dengan kinerja perusahaan tidak signifikan. Sebaliknya perusahaan-perusahaan yang terdapat di dalam industri dengan pertumbuhan tinggi, hubungan antara kepemilikan oleh manajer dengan kinerja perusahaan menunjukkan hubungan positif yang signifikan.

Faktor kontekstual kunci yang secara khusus belum banyak memperoleh perhatian dalam berbagai studi bidang keuangan maupun manajemen adalah variabel dinamika ketidak-pastian lingkungan. Dalam konteks hubungan keagenan, faktor dinamika ketidak-pastian lingkungan bisa jadi merupakan faktor kunci berkaitan dengan tindakan pemilik dalam memonitor dan mengontrol para manajer. Pemilik dalam memonitor dan mengontrol tindakan manajer sangat tergantung pada berbagai faktor seperti

sistem penghargaan yang diterapkan dalam perusahaan tersebut. Penghargaan yang diberikan oleh pemilik kepada para manajer bisa berbasis pada perilaku manajemen yang diharapkan maupun pada hasil kinerja manajer itu sendiri.

Pengontrolan pemilik terhadap manajer yang dimanifestasikan dalam bentuk penghargaan atas dasar hasil kinerja manajer seperti laba, meskipun penting, bisa menjadi tidak efektif kalau strategi perusahaan (*corporate strategic*) merupakan strategi yang menghasilkan pengaruh terhadap kinerja manajer yang hanya terjadi setelah periode waktu tertentu. Dengan kata lain sistem kontrol berbasis pada hasil kinerja manajer hanya efektif pada lingkungan yang stabil bahkan mungkin statis dan menjadi tidak efektif pada lingkungan dengan ketidak-pastian tinggi. Secara khusus, hal ini sangat tampak ketika perusahaan berada dalam lingkungan yang sangat dinamis dan manajer top dituntut atau dipaksa untuk mengembangkan respon strategi baru terhadap perubahan dinamika lingkungan. Hasil atau keefektifan respon strategi baru hanya dapat diperkirakan dampaknya pada periode waktu berikutnya. Dalam situasi dinamika lingkungan tinggi seperti ini, sistem pengontrolan dan pemantauan oleh pemilik terhadap manajemen yang efektif adalah adanya keharusan bagi pemilik untuk memahami kondisi lingkungan sebagai tempat beroperasinya perusahaan. Selain itu juga terdapat tuntutan agar pemilik mampu mengidentifikasi respon yang sebagaimana mestinya (*appropriate*) yang selanjutnya mengarahkan pada kinerja perusahaan yang lebih baik. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa keefektifan pemantauan terhadap perilaku manajemen bergantung pada kondisi lingkungan sebagai tempat beroperasinya perusahaan.

Uraian di atas menyimpulkan bahwa pemilik luar tidak akan mampu memonitor perilaku manajemen secara efektif ketika dinamika ketidak-pastian lingkungan sangat tinggi. Keefektifan sistem monitoring yang dilakukan oleh pemilik luar terhadap aktifitas manajemen sangat tergantung pada kemampuan pemilik memperkirakan apakah sasaran dan strategi perusahaan telah konsisten dengan tujuan atau kepentingan pemilik pada lingkungan yang ada. Jika lingkungan yang ada ini tidak stabil, maka sangat sulit bagi pemilik untuk memahami sasaran dan strategi yang dikembangkan dan direvisi oleh manajemen dalam rangka mengikuti perubahan dinamika lingkungan. Dengan demikian semakin tinggi dinamika ketidak-pastian lingkungan semakin sulit pula bagi pemilik untuk memahami sasaran dan strategi yang dikembangkan oleh manajemen yang selanjutnya sangat sulit bagi pemilik untuk memonitor tindakan manajemen tersebut. Kesulitan pemilik melakukan monitoring terhadap manajemen dalam dinamika ketidak-pastian lingkungan yang tinggi memberikan keleluasaan manajerial yang lebih tinggi bagi para manajer. Oleh karena itu kepemilikan perusahaan oleh manajemen sebagai bentuk atau wujud sistem monitoring terhadap manajemen yang dilakukan oleh pemilik sangat tergantung pada dinamika ketidakpastian lingkungan itu sendiri. Semakin tinggi dinamika ketidakpastian lingkungan, semakin tinggi pula keleluasaan manajerial. Apabila manajemen dengan keleluasaan manajerial tinggi ini diberikan kesempatan untuk berfungsi sebagai pemilik, maka keleluasaan manajerial ini akan dijalankan sesuai dengan kepentingan pemilik luar. Dengan kata lain kepemilikan oleh manajemen dalam situasi dinamika ketidak-pastian lingkungan tinggi sangat produktif

bagi nilai perusahaan secara keseluruhan. Dari sini dapat dikembangkan hipotesa penelitian seperti berikut:

Ha-2: Semakin tinggi ketidakpastian lingkungan, hubungan positif antara kepemilikan oleh manajer dan kinerja perusahaan semakin kuat.

Argumentasi berikut dikembangkan untuk merumuskan hipotesa ketiga. Kepemilikan oleh pihak luar yang semakin terkonsentrasi akan memberikan insentif atau kesempatan yang juga semakin meningkat bagi pihak luar ini untuk memonitor aktifitas manajemen. Konsekwensi dari hal ini adalah semakin terbatasnya keleluasaan manajemen dalam menjalankan aktifitas perusahaan. Dengan demikian manajemen akan semakin konsisten dengan kepentingan pemilik dalam menjalankan perusahaan. Argumentasi ini sesuai dengan yang dinyatakan oleh Hart (1983) yang menyatakan bahwa monitoring merupakan salah satu alat untuk memotivasi manajemen agar bertindak sesuai dengan kepentingan para pemilik. Sebagaimana diketahui bahwa selain monitoring terdapat berbagai alat untuk memotivasi manajemen agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik, seperti bonding, kontrak kompensasi, dan sebagainya.

Lebih lanjut argumentasi yang menyatakan bahwa kepemilikan luar yang terkonsentrasi akan meningkatkan kinerja perusahaan adalah sebagai berikut. Dalam situasi pemegang saham dengan klaim kepemilikan kecil, maka hanya terdapat kesempatan yang kecil pula bagi pemegang saham untuk memonitor manajemen perusahaan. Pemegang saham kecil ini akan mengeluarkan *cost monitoring*, namun hanya menerima manfaat yang kecil pula sebagai akibat kepemilikan yang kecil.

Manfaat *cost monitoring* merupakan prosentase kepemilikan dibagi dengan total manfaat monitoring. Jadi semakin kecil konsentrasi kepemilikan semakin pula manfaat *cost monitoring* yang diperoleh dari pengeluaran *cost* tersebut. Sebaliknya, bagi pemilik dengan konsentrasi kepemilikan yang besar akan memungkinkan untuk memperoleh manfaat *cost monitoring* yang juga lebih besar. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan yang tinggi akan meningkatkan manfaat *cost monitoring* yang juga semakin tinggi yang selanjutnya akan meningkatkan utility pemilik yaitu dalam bentuk semakin meningkatnya nilai perusahaan atau kinerja perusahaan. Hipotesa ke tiga bisa dirumuskan seperti berikut.

Ha-3: Terdapat hubungan yang positif antara konsentrasi kepemilikan oleh pihak luar dengan kinerja perusahaan

Faktor-Faktor Lain

Uraian yang ada pada pengembangan model teoritis, tinjauan literatur sampai pada perumusan hipotesis di atas didasarkan pada asumsi bahwa hubungan struktur kepemilikan kaitannya dengan kinerja perusahaan adalah homogen sepanjang perusahaan (*homogeneous across firms*). Asumsi seperti ini tentu saja tidak realistis dan oleh karena itu harus ada pelonggaran terhadap asumsi sehingga spesifikasi maupun kekuatan penjelas (*explanatory power*) menjadi lebih robust (lihat misalnya Collin dan Kothari, 1989; Easton dan Zmijewski, 1989; Teoh dan Wong, 1993; dan Bae dan Sami, 1999). Atas dasar ini, berbagai variabel kontrol akan dirumuskan dalam riset ini.

Tujuan dilakukannya pelonggaran asumsi ini adalah untuk menghindari

kemungkinan munculnya *counfounding effects* karena peneliti tidak memasukkan variabel yang secara empiris telah teruji hubungannya dengan kinerja perusahaan. Adapun teknik yang bisa digunakan untuk melonggarkan asumsi ini adalah dengan memilih dan memasukkan berbagai variabel kontrol ke dalam model penelitian untuk juga diuji. Pilihan terhadap berbagai variabel kontrol dilakukan dengan cara *ad hoc* yaitu dengan mendasarkan pada hasil riset terdahulu yang di dalam riset-riset terdahulu ini telah dilakukan pengujian variabel, baik pengujian analitis maupun empiris.

Adapun berbagai variabel kontrol yang dimasukkan ke dalam penelitian ini meliputi variabel-variabel berikut, (1) nilai pasar saham yang dimiliki oleh pihak dalam, (2) rasio leverage, (3) investor publik, (4) ukuran perusahaan, dan (5) umur perusahaan. Argumentasi yang digunakan untuk memasukkan variabel nilai pasar saham yang dimiliki oleh pihak dalam adalah bahwa derajat kepemilikan oleh pihak dalam, yaitu nilai nyata saham yang dimiliki oleh para pemegang saham pihak dalam perusahaan akan memotivasi pihak dalam ini untuk bekerja sesuai dengan kepentingan pemilik yaitu mengoptimalkan nilai perusahaan. Sedang rasio leverage dimasukkan sebagai variabel kontrol dengan alasan bahwa pemegang utang (*debt holders*) dapat menjalankan kontrol terhadap tindakan manajemen melalui restriksi dana yang membatasi keleluasaan manajerial. Akibat selanjutnya dari pembatasan keleluasaan manajerial ini adalah berpengaruh terhadap kinerja perusahaan secara keseluruhan. Investor publik menggambarkan kelompok kepemilikan unik yang mungkin mempunyai sumber daya berlebihan dan dapat mendorong manajer perusahaan untuk menjalankan

perusahaan dengan lebih efektif. Dengan alasan ini maka, variabel investor publik merupakan variabel kontrol dalam riset ini. Menurut Finkelstein dan Hambrick (1996) ukuran perusahaan dan umur perusahaan merupakan faktor yang dapat membatasi keleluasaan manajerial dan oleh karena itu dalam penelitian ini kedua variabel ini dimasukkan ke dalam penelitian sebagai variabel kontrol.

Riset ini dilakukan dengan tujuan tertentu dan perolehan manfaat tertentu pula dengan alasan-alasan atau argumentasi berikut. Pertama, hasil atau temuan empiris riset ini merupakan salah satu bagian dari pengembangan riset bidang manajemen keuangan (*finance management*) berbasis pada teori keagenan (*agency theory*) yang diharapkan bermanfaat bagi literatur manajemen dan bisnis. Secara lebih spesifik, hasil studi ini diharapkan memberikan penjelasan secara empirik tentang mengapa, apakah dan bagaimana struktur kepemilikan perusahaan dalam hal ini kepemilikan pihak dalam (*insider ownership*) dan konsentrasi kepemilikan (*concentration ownership*) berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (*organizational performance*). Semua jawaban ini tercermin pada koefisien pengaruh kepemilikan pihak dalam dan koefisien pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan. Jadi, penelitian ini merupakan salah satu riset yang berkontribusi pada pengembangan bidang keuangan (*finance*) dan teori keagenan.

Kontribusi kedua yang bisa diharapkan dari penelitian ini adalah manfaatnya bagi pengambil keputusan berhubungan dengan regulasi pasar modal di Indonesia. Informasi tentang pengaruh konsentrasi kepemilikan suatu perusahaan dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi pihak-pihak yang

mempunyai otoritas untuk meregulasi seberapa besar seharusnya kepemilikan suatu perusahaan yang seharusnya ditawarkan kepada masyarakat luas. Selain itu hasil studi ini akan memberikan informasi bagi *stock holders* mayoritas untuk menentukan seberapa besar saham yang seharusnya ditawarkan di pasar modal sehingga dicapai derajat keefektifan struktur kepemilikan perusahaan.

METODE PENELITIAN

Di bagian metode penelitian ini akan dibahas beberapa aspek metode penelitian yang terdiri dari (1) data dan sampel penelitian, (2) pengukuran variabel uji dan variabel kontrol, (3) metode pengujian statistik/empiris, dan (4) uji asumsi klasik dalam regresi linier.

Data dan Penentuan Sampel

Dalam rangka melakukan pengujian empiris, riset ini akan mengestimasi model regresi multipel cross-sectional terhadap kinerja perusahaan kaitannya dengan faktor kepemilikan oleh manajemen, faktor konsentrasi kepemilikan, dan faktor ketidakpastian lingkungan sebagai variabel kontekstual. Pengujian ini dilakukan untuk menguji hipotesa 1, hipotesa 2., dan hipotesa 3.

Selain berbagai variabel utama yang menjadi pusat uji hipotesis, penelitian ini juga menguji berbagai variabel penjelas tambahan lain yang dimasukkan dalam persamaan regresi yang berfungsi sebagai variabel kontrol. Berbagai variabel kontrol ini, secara empiris telah teruji dalam riset-riset terdahulu. Hal yang telah teruji secara empiris ini diuji kembali. Regresi diestimasi dengan berbagai sampel yang terdaftar di BEJ yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) 2000.

Untuk ini sampel terdiri dari perusahaan yang menyampaikan laporan keuangan selama periode tahun 1997-1999. Dari identifikasi pada ICMD 2000 diperoleh sampel seperti berikut:

Tabel 1: The Data Sampel Perusahaan

Keterangan	Jumlah Sampel Perusahaan
Total perusahaan terdaftar di BEJ selama tahun 1997-2001	281
Sampel perusahaan yang terdapat <i>insider ownership</i>	51
Sampel perusahaan yang merupakan sampel <i>outlier</i>	5
Jumlah sampel perusahaan yang masuk dalam analisis penelitian	46

Pengukuran Variabel Uji dan Variabel Kontrol

Dari pembahasan dan argumentasi yang terdapat dalam perumusan model teoritis hingga memasukkan berbagai variabel kontrol dapat dinyatakan bahwa penelitian akan menguji hubungan kausalitas berbagai variabel utama atau variabel pokok uji yang terdiri dari (1) kinerja perusahaan, (2) kepemilikan dari dalam, (3) konsentrasi kepemilikan, (4) ketidak-pastian lingkungan dan berbagai variabel kontrol uji yang terdiri dari (1) nilai pasar saham yang dimiliki oleh pihak dalam, (2) rasio leverage, (3) investor publik, (4) ukuran perusahaan, dan (5) umur perusahaan.

Berbagai variabel yang terkelompok dalam dua bagian di atas diukur dengan cara berikut. Kinerja perusahaan didasarkan profitabilitas perusahaan yang tercermin dalam return on assets. Kepemilikan dari dalam diukur dengan prosentasi saham yang dimiliki oleh pihak dalam baik oleh direksi maupun karyawan, bila ada.

Konsentrasi kepemilikan didasarkan pada prosentase jumlah kepemilikan yang dimiliki oleh mereka yang kemungkinan besar sangat berpengaruh terhadap jalannya perusahaan. Variabel ketidak-pastian lingkungan diukur atas dasar jenis perusahaan, apakah masuk dalam industri yang banyak regulasi pemerintah yang berarti unsur tidak kepastian rendah diberi notasi 0, sedang perusahaan yang masuk industri yang tidak banyak diatur pemerintah berarti masuk dalam unsur ketidakpastian tinggi diberi notasi 1.

Sedang berbagai variabel kontrol diukur dengan cara berikut. Nilai pasar

saham yang dimiliki oleh pihak dalam diukur atas dasar *market value to book value of equity* oleh *insider ownership*. Rasio leverage diukur dengan cara membandingkan total utang dengan total ekuitas perusahaan. Investor institusional diukur dengan cara menghitung derajat prosentase kepemilikan oleh institusi. Ukuran perusahaan diukur dengan jumlah karyawan, dan umur perusahaan didasarkan pada umur sejak berdiri hingga data tahun laporan keuangan yang digunakan dalam analisis. Adapun statistik deskriptif menyangkut berbagai penelitian dapat disajikan dan dijelaskan seperti pada Tabel 2.

Tabel 2: Statistik Deskriptif

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Standard Deviation
O _{Pi}	46	-9,47	28,19	5,60	7,30
I _{Oi}	46	0,03	32,10	8,94	9,14
D _i	46	0,00	12,51	1,81	3,10
I _{NTi}	46	0,00	32,10	5,35	6,07
C _{Oi}	46	41,19	87,28	62,75	10,77
M _{IOi}	46	12	32.180	1.066,96	4.717,83
L _i	46	-19,28	2.823,09	65,47	415,80
P _{ui}	46	3,41	56,61	26,36	11,05
F _{Zi}	46	36,00	40.415	3.174,15	6.743,74
A _i	46	8,00	50,00	22,74	8,99

O_{Pi} =organizational performance (kinerja perusahaan)

I_{Oi} =insider ownership (kepemilikan oleh pihak dalam)

D_i =dummy, 1 untuk perusahaan dalam industri persaingan tinggi, dan 0 untuk perusahaan dalam industri persaingan rendah

C_{Oi} =concentration ownership (konsentrasi kepemilikan)

M_{IOi} = market insider ownership (nilai pasar kepemilikan dari dalam)

L_i =leverage (risiko)

P_{ui} =public investor (investor publik)

F_{Zi} =firm size (ukuran perusahaan)

A_i =age (umur perusahaan)

Tabel 2 di atas menunjukkan deskripsi statistik bagi variabel dependen maupun semua variabel independen yang dimasukkan dalam analisis regresi.

Pengujian Statistik dan Asumsi Klasik

Selanjutnya estimasi model regresi multipel cross-sectional terhadap kinerja perusahaan dengan (1) kepemilikan dari dalam, (2) ketidak-pastian lingkungan, (3) konsentrasi kepemilikan, dan berbagai variabel kontrol uji yang terdiri dari (1) nilai pasar saham yang dimiliki oleh pihak dalam, (2) rasio leverage, (3) investor publik, (4) ukuran perusahaan, dan (5)

umur perusahaan. Adapun persamaan regresinya adalah sebagai berikut:

$$O_{Pi} = \beta_0 + \beta_1 I_{Oi} + \beta_2 D_i + \beta_3 I_{NTi} + \beta_4 C_{Oi} + \beta_5 M_{IOi} + \beta_6 L_i + \beta_7 P_{ui} + \beta_8 F_{Zi} + \beta_9 A_i + \epsilon$$

keterangan:

O_{Pi} =organizational performance (kinerja perusahaan)

I_{Oi} =insider ownership (kepemilikan oleh pihak dalam)

C_{Oi} =concentration ownership (konsentrasi kepemilikan)

D_i =dummy, 1 untuk perusahaan dalam industri persaingan tinggi, dan 0 untuk perusahaan dalam industri persaingan rendah

M_{IOi} = market insider ownership (nilai pasar kepemilikan dari dalam)

L_i =leverage (risiko)

P_{ui} =public investor (investor publik)

F_{Zi} =firm size (ukuran perusahaan)

A_i =age (umur perusahaan)

ε =error/kesalahan yang diasumsikan berdistribusi N (0, n2)

Dari berbagai uji asumsi klasik yang terdapat dalam regresi linier yang terdiri dari asumsi normalitas, asumsi tidak ada autokorelasi, asumsi tidak ada multikoloniaritas, asumsi tidak ada heterokedasitas atau asumsi homegenitas,

dua asumsi yaitu (1) autokorelasi dan (2) normalitas tidak diuji mengingat data yang digunakan merupakan data cross section dengan teknik pengambilan sampel berdasar pada *purposive sampling*. Uji asumsi autokorelasi tepat digunakan pada data yang menggunakan data time-series.

Sedang uji normalitas lebih cocok digunakan pada sampel yang dipilih secara acak (*random*) yang tujuannya adalah untuk meyakinkan bahwa sampel data dapat mewakili populasi penelitian. Dengan alasan ini, maka berbagai uji asumsi klasik yang dilakukan dalam penelitian ini meliputi uji asumsi tidak ada multikoloniaritas dan uji asumsi tidak ada heterokedasitas atau asumsi homegenitas.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Nilai korelasi pada Tabel 3 di bawah adalah nilai korelasi dalam persamaan regresi. Hampir semua nilai korelasi menunjukkan nilai korelasi yang signifikan. Namun demikian semua nilai korelasi lebih kecil dari 0,70 yang berarti mengindikasikan tidak adanya masalah yang serius berkaitan dengan asumsi multi kolonieritas.

Hasil estimasi regresi yang ada pada Tabel 4 menunjukkan bahwa hipotesa pertama yang menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan oleh manajer dengan kinerja perusahaan tidak diterima dengan indikasi nilai parameter sebesar -0,165 pada nilai $t = -1,181$. Nilai ini mengindikasikan bahwa selain tidak dapat menerima hipotesa, hasil ini justru bertolak belakang dengan perkiraan teori yang menyatakan bahwa kedua faktor tersebut seharusnya berhubungan secara positif.

Tabel 3: Matrik Korelasi

	PERF	INSID	UNCE	INTER	CONC	LEVE	MARK	PUBLI	UKUR	UMUR
PERF	1,000	-0,038 0,402	0,320 0,015	0,259 0,000	0,532 0,000	0,109 0,235	0,465 0,001	-0,456 0,001	0,324 0,014	-0,013 0,465
INSID		1,000	-0,127 0,200	0,617 0,000	0,042 0,392	-0,147 0,165	-0,105 0,244	-0,051 0,369	-0,204 0,087	0,055 0,358
UNCE			1,000	0,122 0,210	0,230 0,062	-0,085 0,287	0,096 0,264	-0,051 0,369	-0,139 0,178	-0,146 0,166
INTER				1,000	0,161 0,142	-0,101 0,252	-0,046 0,381	-0,229 0,063	-0,230 0,062	0,048 0,375
CONC					1,000	0,229 0,063	-0,088 0,280	-0,575 0,000	-0,016 0,458	-0,037 0,403
LEVE						1,000	-0,014 0,462	0,141 0,175	0,860 0,000	0,087 0,283
MARK							1,000	-0,143 0,171	-0,071 0,319	0,106 0,243
PUBLI								1,000	-0,071 0,319	0,184 0,110
UKUR									1,000	0,109 0,234

UMU										1,000
-----	--	--	--	--	--	--	--	--	--	-------

Tabel 4: Analisis Regresi

$$O_{Pi} = \beta_0 + \beta_1 IO_{i} + \beta_2 D_{i} + \beta_3 IO_{i} D_{i} + \beta_4 CO_{i} + \beta_5 MIO_{i} + \beta_6 Li + \beta_7 Pui + \beta_8 FZ_{i} + \beta_9 Ai + \epsilon$$

Intercept	IOi	Di	IOiDi	COi	MIOi	Li	Pui	FZi	Ai
Tanda Harapan	+	-	+	+	+	-	+	+	+
-15,498	-0,165	0,099	0,292	0,490	0,452	0,264	-0,040	0,047	-0,033
	(-1,181)	(0,836)	(2,066)	(3,045)	(2,171)	(0,224)	(-0,263)	(0,213)	(-0,305)

F-Statistic = 6,5632; Adjusted R² = 0.52666

Berkaitan dengan hipotesa nol kedua tentang moderasi ketidakpastian lingkungan terhadap hubungan antara ketidakpastian lingkungan dan kinerja perusahaan dijelaskan berikut. Dinyatakan dalam hipotesis kedua bahwa semakin tinggi ketidakpastian lingkungan, hubungan positif antara kepemilikan oleh manajer dan kinerja perusahaan semakin kuat. Uji statistik menunjukkan nilai β_3 sebesar 0,292 dengan nilai $t = 2,066$. Nilai ini mengindikasikan bahwa ketidakpastian lingkungan memoderasi hubungan antara ketidakpastian lingkungan dan kinerja perusahaan. Jika mula-mula pengaruh kepemilikan oleh manajer, yang ditunjukkan nilai parameter β_1 sebesar -0,165 dengan nilai $t = 1,181$, maka ketika ada moderasi faktor ketidakpastian lingkungan, parameter nilai meningkat

dengan ditunjukkan β_3 sebesar 0,292 dengan nilai $t = 2,066$ (lihat β_3 dalam interaksi IOiDi dalam Tabel 4). Ini berarti bahwa pengaruh kepemilikan pihak dalam terhadap kinerja perusahaan akan semakin meningkat, ketika perusahaan tersebut berada pada lingkungan yang unsur ketidakpastiannya relatif tinggi.

Sedang hipotesa nol ketiga yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara konsentrasi kepemilikan oleh pihak luar dengan kinerja perusahaan juga diterima dengan nilai parameter sebesar 0,490 dan nilai $t = 3,045$ yang berarti signifikan pada 0,01. Jadi dapat disimpulkan bahwa pada perusahaan yang konsentrasi kepemilikan oleh pihak-pihak terbatas tinggi, kinerjanya akan lebih baik dibanding perusahaan yang kepemilikannya relatif tersebar (*diffuse*).

Tabel 5: Hasil Tes Multikolinieritas

Variable	VIF	Tolerance
Insider	1,850	0,0540
Uncertainty	1,341	0,7456
Interaksi	1,897	0,5271
Konsentrasi	2,457	0,4070
Leverage	1,328	0,7530
Market	4,127	0,2423
Publik	2,230	0,4484
Ukuran	4,658	0,2147
Umur	1,146	0,8729

Hasil lain dari penelitian ini menunjukkan berbagai masalah yang tidak bisa dijelaskan dengan tuntas. *Leverage* yang menggambarkan risiko perusahaan tidak konsisten dengan teori yang menyatakan bahwa semakin berisiko seharusnya semakin rendah kinerja perusahaan. Hasil estimasi menunjukkan parameter sebesar 0,264 (positif) namun tidak signifikan. Kepemilikan publik ternyata juga tidak signifikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan bahkan hasil estimasi menunjukkan nilai parameter negatif sebesar -0,040 namun tidak signifikan. Ukuran perusahaan menunjukkan hasil estimasi parameter yang konsisten dengan teoritis walaupun tidak signifikan sebesar 0,047, sedang umur perusahaan menunjukkan hasil estimasi yang bertentangan dengan teoritisnya dengan nilai parameter sebesar juga tidak signifikan -0,033. Dari berbagai variabel kontrol yang konsisten dengan prediksi teoritis adalah variabel nilai pasar dengan parameter sebesar 0,4523 dan nilai $t = 2,171$ yang berarti signifikan pada 0,05.

Lebih lanjut, hasil tes diagnostik menyangkut multikolinieritas dan heteroskedastisitas ditunjukkan pada Tabel 5 dan uraian berikut. Nilai *Indicator of variance inflation factor* (VIF) berkisar antara 1,146 hingga 4,127 yang berarti tidak melebihi nilai sebesar 10 (Gujarati, h. 339) yang berarti pula tidak ada problem menyangkut multikolinieritas. Makna selanjutnya adalah bahwa estimasi spesifikasi dapat diandalkan sebagai basis analisis selanjutnya.

Sedang heteroskedastisitas dideteksi dengan menggunakan model regresi (Thomas, 1993). Indikator heteroskedastisitas adalah apabila nilai *chi-square* (nR^2) berasal dari model regresi yang melebihi atau lebih besar dari nilai *chi-square* kritis

dengan derajat kebebasan 1. Adapun hasil test heteroskedastisitas sebesar 5,632 yang berarti lebih kecil dari nilai *chi-square* kritis dengan derajat kebebasan 1 dan pada tingkat 1% yang adalah sebesar 6,6349.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasar pada dua teori yaitu teori agensi dan kontinjensi penelitian ini menguji apakah faktor kepemilikan oleh pihak dalam, faktor ketidakpastian lingkungan, dan konsentrasi kepemilikan berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan dalam mencapai profitabilitasnya. Faktor kepemilikan oleh pihak dalam dan konsentrasi kepemilikan merupakan instrumen yang digunakan oleh para pihak yang terlibat dalam konflik keagenan dalam mencapai resolusi atau proses *alignment* sehingga masing-masing memperoleh *utility* yang optimal. Sedang faktor ketidakpastian lingkungan merupakan faktor kunci yang tidak bisa dipengaruhi oleh pihak manajemen namun berpengaruh sangat besar terhadap kemampuan manajemen mencapai peningkatan profitabilitas perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya faktor kepemilikan oleh pihak dalam (*manager ownership*) saja, ternyata tidak cukup berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Dengan kombinasi atau dalam kondisi lingkungan yang relatif tidak pasti saja kepemilikan oleh pihak dalam akan mampu meningkatkan kinerja perusahaan. Sedang faktor konsentrasi kepemilikan secara konsisten menunjukkan bahwa variabel atau faktor ini berpengaruh secara signifikan terhadap pencapaian kinerja perusahaan.

REFERENSI

Bae, B. and Sami, H. (1999). "The Effect of Environmental Liabilities on

- Earnings Response Coefficients”. *Working paper*. Virginia Commonwealth University and Temple University.
- Brown, S. J. and Warner, J. B. (1985). “Using daily stock returns: The case of event studies”. *Journal of Financial Economics*. pp. 3-31
- Child, J. (1972). “Organization Structure, environment, and performance: The role of strategic choice”. *Sociology*, pp 1-22
- Collins, D. W. and Kothari, S. P. (1989). “An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients”. *Journal of Accounting and Economics*. 11, pp. 143-182.
- Donaldson, G. and Lorsch, J. W. (1983). *Decision Making at the Top*. Books. New York.
- Easton, P. D. and Zmijewski, M. (1989). “Cross-sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements”. *Journal of Accounting and Economics*. 11, pp. 117-141.
- Elenkov, S., and Detelin. (1997). “Strategic uncertainty and environmental scanning: The case for institutional influences on scanning behavior”. *Strategic Management Journal*. pp. 287-302
- Fama, E.F. (1980). “Agency Problem and The Theory of the Firm”. *Journal of Political Economy*. pp. 288-307.
- Gordon, L.A., and Narayanan. V. K. (1984). “Management Accounting Systems, perceived environmental uncertainty and organizational structure: An empirical investigation”. *Accounting, Organization, and Society*. pp 33-47
- Jensen, M. C. (1989). “Eclipse of the public corporation”. *Harvard Business Review*. pp. 61-74.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics*. pp. 305-360.
- Kesner, I. F. (1987). “Directors Stock Ownership and Organizational Performance: An Investigation of Fortune 500 Companies”. *Journal of Management*. 99. 499-508.
- Kim, W. S., Lee, J. W. and Francis, J. C. (1988). “Investment Performance of Common Stock in Relation to Insider Ownership”. *Financial Review*. pp. 53-64.
- Lloyd, W. P., Jahera, J. S. and Golstein, S. J. (1986). “The Relationship Between Return, Ownership Structure and Market Value”. *The Journal of Financial Research*. pp. 171-177.
- Oswald, S. L. and Jahera Jr., J. S. (1991). “The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study”. *Strategic Management Journal*. pp. 321-326.
- Otley, D. T. (1980). “The Contingency Theory of Management Accounting: Achievement and Prognosis”. *Accounting, Organization, and Society*. pp. 413-428.
- Schellenger, M. H., Wood, D. D. and Tashakori, A. (1989). “Board of Directors Composition, Share-

- holders Wealth, and Dividend Policy". *Journal of Management*. pp. 457-467.
- Teoh, S. H. dan Wong, T. J. (1993). "Perceived Auditor Quality and Earning Response Coefficients". *The Accounting Review* 68 (April), pp. 346-366.
- Tsetsekos, G. P. and DeFusco, R. A. (1990). "Portfolio Performance, Managerial Ownership, and Size Effects". *Journal of Portfolio Management*. pp. 33-39.
- Zajac, E. J. and Westphal, J. D. (1994). "The Cost and Benefits of Managerial Incentives and Monitoring in Large Corporation; When is More not Better?". *Strategic Management Journal*. pp. 121-142.