

## **INTERDEPENDENSI KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL SERTA PENGARUHNYA TERHADAP KINERJA KEUANGAN**

Fong Ida Melinda

Alumnus Fakultas Ekonomi, Universitas Surabaya.

Bertha Silvia Sutejo

Fakultas Ekonomi, Universitas Surabaya, email: bertha@ubaya.ac.id

### *Abstract*

This research was explaining the influence of managerial ownership, institutional ownership, and the impact to firm performance. We use three stage least square (3SLS) model to test our hypotheses. Sample of the research is all of manufacture companies which of have managerial ownership and institutional ownership and listed on Indonesian Stock Exchange period 1997 – 2006. The result was provided that managerial ownership and firm performance has positive influence but not significant. Other evidence is that institutional ownership has significant positive influence to firm performance. The research was proven that managerial ownership and institutional ownership have negative influence. Condition crisis and after crisis has effect to ownership and firm performance. Firm performance does increase when after crisis period opposite that crisis period.

Keywords: struktur kepemilikan, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kinerja keuangan

### *Abstrak*

Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kinerja keuangan. Penelitian ini menggunakan model *three stage least square* (3SLS). Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan di sektor manufaktur yang memiliki kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional dan terdaftar di BEI periode 1997-2006. Hasil penelitian menyatakan bahwa pengaruh antara kepemilikan manajerial dan kinerja keuangan perusahaan adalah positif dan tidak signifikan. Sedangkan pengaruh antara kepemilikan institusional dan kinerja keuangan perusahaan adalah positif dan signifikan. Penelitian ini juga membuktikan adanya pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Kondisi krisis dan setelah krisis juga memiliki efek pada kepemilikan dan kinerja keuangan. Kinerja keuangan perusahaan meningkat setelah periode krisis, sebaliknya kinerja keuangan menurun pada saat krisis. Tetapi penelitian ini tidak memberikan bukti adanya pengaruh periode krisis dan setelah periode krisis pada hubungan kepemilikan manajerial atau kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan.

Kata kunci: struktur kepemilikan, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kinerja keuangan

## 1. Latar Belakang

Perusahaan mempunyai tujuan utama yaitu untuk memaksimalkan kinerja keuangan perusahaan atau memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (*value maximization or stockholder wealth maximization*) (Brigham dan Ehrhardt, 2005). Tujuan tersebut dapat tercapai melalui tiga aktivitas pengambilan keputusan keuangan, yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen. Keputusan investasi berkaitan dengan aktivitas pemilihan dan pengelolaan terhadap seluruh investasi yang dilakukan perusahaan. Sedangkan keputusan pendanaan berkaitan dengan aktivitas pemilihan dan penggunaan sumber dana perusahaan. Keputusan dividen berkaitan dengan aktivitas pengelolaan *free cash flow* perusahaan. Keseluruhan dari keputusan keuangan yang diambil tersebut harus dapat memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

Untuk mencapai tujuan tersebut, pemegang saham menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional yang disebut manajer (Almilia dan Meliza, 2006). Para manajer yang ditunjuk diharapkan dapat bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yaitu memaksimalkan kinerja keuangan perusahaan sehingga kemakmuran pemegang saham akan dapat tercapai. Manajemen sebagai pihak yang melaksanakan operasional perusahaan harus memenuhi kepentingan pemegang saham (Mahadwartha, 2004) dengan mengambil kebijakan yang tepat bagi perusahaan terutama kebijakan keuangan yang menguntungkan pemegang saham. Pemegang saham memiliki kepentingan untuk memperoleh imbal hasil maksimal atas keseluruhan risiko dan biaya yang telah dikeluarkannya. Namun pihak manajemen perusahaan sering mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut (Wahidahwati, 2002). Pihak manajemen memiliki kepentingan untuk memperoleh imbalan atas kemampuan yang telah dikeluarkannya. Perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham menimbulkan masalah yang disebut masalah keagenan (Weston dan Copeland, 1995: 9). Masalah keagenan tersebut nantinya akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) juga menyatakan bahwa masalah keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan kendali. Kepemilikan dalam perusahaan merupakan salah satu faktor internal yang mempengaruhi pencapaian tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Mahadwartha, 2004). Menurut Faisal (2005), pada tahun 2000 melakukan penelitian tentang kepemilikan ini dan menjelaskan dua sudut pandang, yaitu pendekatan keagenan dan pendekatan informasi asimetri. Menurut pendekatan keagenan, struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi masalah kepentingan antara manajer dengan pemegang saham (Faisal, 2005). Sedangkan Suranta dan Pratana (2003), mengemukakan bahwa penelitian Leland dan Pyle pada tahun 1977 menjelaskan pendekatan informasi asimetri struktur kepemilikan yang dianggap sebagai salah satu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi di pasar modal.

Berdasarkan penelitian Demsetz dan Lehn (1985) tampak bahwa struktur kepemilikan yang terkonsentrasi dapat digunakan perusahaan untuk menghilangkan masalah keagenan. Semakin besar kepemilikan seseorang dalam

manajemen perusahaan maka fungsi kendali juga akan semakin meningkat sehingga dapat mengurangi masalah keagenan. Kepemilikan manajerial merupakan salah satu cara untuk mengendalikan masalah keagenan. Bathala et al. (1994) menyatakan bahwa level kepemilikan manajerial yang lebih tinggi dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan. Peningkatan proporsi saham yang dimiliki oleh manajer akan menurunkan kecenderungan manajer melakukan tindakan pemanfaatan aliran kas untuk kepentingan pribadi (*perquisites*) sehingga kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat tercapai. Akan tetapi kepemilikan manajerial yang terlalu besar dalam perusahaan memunculkan pemikiran adanya penyalahgunaan hak pemegang saham minoritas oleh pemegang saham mayoritas dalam jajaran manajemen. Kepemilikan institusional dapat menjadi solusi untuk mengurangi masalah tersebut. Bathala et al. (1994) berpendapat bahwa kepemilikan institusional merupakan salah satu penyedia fungsi pengawasan dalam perusahaan. Kepemilikan institusional menyediakan pengawasan yang ketat bagi kegiatan perusahaan. Hal ini dikarenakan investor institusional menyediakan peranan yang penting dalam pengelolaan perusahaan melalui aktivitas *monitoring* dalam upaya mengurangi masalah keagenan.

Kepemilikan institusional merupakan struktur kepemilikan yang paling sering muncul dalam pasar modal Indonesia. Hal ini dikarenakan perusahaan-perusahaan di Indonesia memiliki komposisi struktur kepemilikan yang unik (Mahadwartha, 2004). Sebagian besar pemegang saham dalam institusi bisnis seringkali merupakan representasi dari pendiri perusahaan yang disebut juga dengan kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional dapat digunakan untuk mengendalikan masalah keagenan dan mencapai tujuan perusahaan. Kepemilikan institusional diharapkan dapat menyebabkan pengawasan secara lebih efektif sehingga kinerja perusahaan dapat meningkat (Ismiyanti, 2007).

Wilopo dan Sekar (2002) meneliti hubungan struktur kepemilikan, perilaku manajemen laba, *free cash flow Hypothesis*, dan *Economic Value Added* pada periode krisis dengan menggunakan model persamaan simultan. Penelitian ini menggunakan tahun 1997-2006 sebagai periode penelitian. Alasannya karena perbedaan kinerja antara periode krisis dan setelah krisis dapat menimbulkan dugaan apakah perbedaan kinerja tersebut dikarenakan struktur kepemilikan dalam perusahaan. Penelitian ini menggunakan dua struktur kepemilikan yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Penelitian ini memperluas penelitian Wilopo dan Sekar (2002) yang tidak membagi struktur kepemilikan. Dengan membagi struktur kepemilikan menjadi dua, maka akan mempermudah dalam menelusuri pengaruh antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan. Pengaruh antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kinerja keuangan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan Tobin's Q. Tobin's Q atau yang lebih sering disebut dengan Q merupakan metode pengukuran sederhana sebagai proksi kinerja keuangan.

Adanya indikasi pengaruh antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kinerja keuangan. Wilopo dan Sekar (2002) menyatakan bahwa adanya pengaruh positif antara struktur kepemilikan dengan kinerja. Demsetz dan Lehn (1985), Jensen dan Meckling (1976) juga menemukan

bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Sedangkan Suranta dan Pratana (2003), Faisal (2005) menyatakan hal yang sebaliknya, bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dengan kinerja perusahaan. Penelitian Bathala et al. (1994), Faisal (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kinerja. Bathala et al. (1994) menemukan adanya hubungan simultan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional. Chen dan Steiner (1999) menemukan adanya hubungan simultan negatif antara kepemilikan institusional dengan kepemilikan manajerial. Shleifer dan Vishny (1986) menemukan adanya hubungan positif kepemilikan institusional terhadap kepemilikan manajerial. Adanya perbedaan hasil penelitian tersebut maka penelitian ini berusaha menguji lebih lanjut mengenai pengaruh yang terjadi antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kinerja keuangan. Penelitian ini mengambil periode tahun 1997 – 2006 dengan pertimbangan bahwa penelitian yang ada selama ini cenderung menghindari periode krisis. Penelitian ini juga menambahkan periode setelah krisis sebagai perbandingan untuk mengetahui pengaruh antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kinerja.

## 2. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berfungsi sebagai pengawas kinerja perusahaan untuk menekan terjadinya masalah keagenan. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai sebuah kontrak dimana *principal* mendelegasikan wewenang dan tanggungjawab dalam pembuatan keputusan kepada pihak lain (*agent*) untuk mewakili kepentingan *principal*.

Teori keagenan ditekankan untuk mengatasi dua permasalahan yang sering terjadi dalam hubungan keagenan, yaitu: (1) masalah keagenan yang muncul saat manajer memutuskan untuk memenuhi kepentingannya daripada memenuhi kepentingan pemegang saham (Bathala et al., 1994), dan (2) masalah terkait dengan suatu hal yang sulit dan mahal karena pemegang saham harus menghabiskan biaya yang besar ketika mencari penjelasan mengenai hal yang sebenarnya yang telah dilakukan oleh manajer (Jensen dan Meckling, 1976). Keselarasan kepentingan manajer dan pemegang saham dapat terancam karena perbedaan tingkat penghindaran risiko (*risk aversion*) masing-masing pihak (Mahadwartha, 2004).

Masalah keagenan mengakibatkan timbulnya biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan merupakan biaya yang dikeluarkan oleh pemegang saham untuk memastikan bahwa manajer bertindak yang terbaik sesuai dengan tujuan pemegang saham. Biaya ini meliputi biaya pengawasan (*monitoring cost*) dan biaya pengikatan (*bonding cost*) (Jensen dan Meckling, 1976). Biaya pengawasan (*monitoring cost*) merupakan biaya yang ditanggung pemegang saham (*principal*) dalam usaha untuk mengendalikan perilaku manajer (*agent*) melalui pengetatan anggaran dan aturan operasi. Sedangkan biaya pengikatan (*bonding cost*) adalah biaya yang ditanggung pemegang saham (*principal*) untuk menjamin bahwa manajer (*agent*) tidak akan melakukan tindakan tertentu yang akan merugikan pemegang saham dan memastikan bahwa pemegang saham akan memberikan suatu kompensasi apabila manajer (*agent*) melakukan

tindakan tertentu (Ismiyanti, 2007). Dengan mengeluarkan biaya-biaya tersebut maka masalah keagenan dapat diatasi sehingga tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kinerja keuangan perusahaan atau memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham bisa tercapai.

### 2.1. Kepemilikan Manajerial

Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Pernyataan serupa dikemukakan oleh Faisal (2005) yaitu bahwa kepemilikan manajerial adalah persentase saham yang dimiliki oleh eksekutif dan direktur. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan kepemilikan manajerial sebagai “*Insider ownership is the percentage of contribution and option ownership by management and commissioner at the organization*”. Kepemilikan manajerial didefinisikan sebagai persentase suara yang berkaitan dengan saham dan *option* yang dimiliki oleh manajer dan komisaris suatu perusahaan. Dalam penelitian ini kepemilikan manajerial disimpulkan sebagai gabungan kepemilikan dari seluruh dewan direksi di perusahaan.

Kepemilikan manajerial merupakan salah satu cara untuk mengurangi masalah keagenan, hal ini dikarenakan kepemilikan manajerial merupakan alat pengawasan terhadap kinerja manajer yang bersifat internal. Pihak manajer turut andil dalam kepemilikan saham perusahaan, dengan kata lain manajer turut menjadi pemilik perusahaan. Manajer diharapkan dapat merasakan langsung manfaat dari setiap keputusan yang telah diambilnya, sehingga apabila terjadi kesalahan atas keputusan yang telah diambilnya maka mereka juga akan menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari kepemilikan saham. Proses ini dinamakan *bonding mechanism*, yaitu proses menyamakan kepentingan manajemen melalui program mengikat manajemen ke dalam modal perusahaan (Megginson, 1997: 337). Dengan demikian maka kepentingan manajer akan sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga masalah keagenan dapat ditekan.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa masalah keagenan disebabkan oleh adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol. Kepemilikan manajerial harus dapat disesuaikan dengan kepentingan pemegang saham agar dapat meminimumkan biaya keagenan yang muncul dari adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol tersebut. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham termasuk mereka sendiri. Kepemilikan manajer yang tinggi menyebabkan manajer tidak hanya memiliki kontrol manajemen namun juga kontrol *voting* di dalam perusahaan.

### 2.2. Kepemilikan Institusional

Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan. Hal ini disebabkan perusahaan akan diawasi dengan lebih baik oleh pihak institusi yang menanamkan dananya pada perusahaan tersebut. Pengawasan yang aktif tersebut akan menyebabkan manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan

pemegang saham (Ismiyanti, 2007). Teori keagenan berpendapat bahwa kepemilikan institusional akan mengurangi masalah keagenan karena pemegang saham institusional akan membantu mengawasi perusahaan sehingga manajemen tidak akan bertindak merugikan pemegang saham (Chen dan Steiner, 1999).

Kepemilikan institusional yang terjadi di Indonesia terbagi menjadi kepemilikan institusional eksternal dan kepemilikan institusional internal (Mahadwartha, 2004). Kepemilikan institusional eksternal adalah kepemilikan oleh lembaga investasi seperti dana pensiun, asuransi, reksadana dan perusahaan investasi lainnya. Kepemilikan institusional eksternal menjadi bagian dari kepemilikan saham oleh publik. Kepemilikan institusional internal merupakan kepemilikan oleh institusi bisnis seperti perseroan terbatas (PT) yang kepemilikannya terpisah dengan kepemilikan publik. Penelitian ini menggunakan kepemilikan institusional internal karena terdapat kecenderungan banyaknya perusahaan publik di Indonesia yang dimiliki oleh kepemilikan institusional internal.

### 2.3. Kinerja Keuangan

Pengertian kinerja menurut Ismiyanti (2007) adalah ukuran keberhasilan manajemen dalam mengelola perusahaan. Menurut Stoner et al. (1995: 80) kinerja organisasi adalah *“Organizational performance is how efficient and effective an organizational- how well it determine and achieve appropriate objectives”*. Kinerja organisasi adalah efektifitas dan efisiensi suatu organisasi yang ditunjukkan dengan seberapa baik organisasi tersebut menetapkan dan mencapai tujuannya. Dari pernyataan tersebut, maka efektifitas dan efisiensi memiliki peran yang penting dalam mencapai tujuan perusahaan.

Efektifitas dan efisiensi dijelaskan oleh Bartol dan Martin (1994) sebagai berikut: *“Effectiveness is the ability to choose appropriate goals resources them. Efficiency is the ability to make best use of available resources in the process of achieving goals”*. Efektifitas merupakan kemampuan untuk memilih dan mencapai tujuan yang tepat. Sedangkan efisiensi adalah kemampuan untuk menggunakan sumber daya yang tersedia dengan sebaik-baiknya dalam proses pencapaian tujuan. Dari pernyataan di atas dapat disimpulkan bahwa kinerja keuangan merupakan ukuran keberhasilan perusahaan dalam proses pencapaian tujuan dengan berorientasi pada efektifitas dan efisiensi.

Kinerja keuangan dapat diukur melalui Tobin's Q atau yang lebih sering disebut dengan Q. Q merupakan ukuran kinerja yang biasa digunakan dalam penelitian mengenai struktur kepemilikan. Menurut Ross, et al. (1999: 867) Q adalah *“Market value of assets divided by replacement value of assets”*. Q merupakan pembagian nilai pasar dari keseluruhan kewajiban dan ekuitas perusahaan dengan nilai penggantian dari aset perusahaan

### 2.4. Variabel Kontrol

Variabel kontrol merupakan variabel yang dipilih dari beberapa variabel yang dapat mempengaruhi dan memperkuat hubungan antara variabel bebas dengan variabel terikat. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini, adalah Utang, Risiko, Ukuran Perusahaan, Perubahan Kas, dan Periode Krisis.

## 2.5. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dengan Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan perusahaan dicerminkan oleh harga saham perusahaan tersebut di pasar. Semakin tinggi harga saham perusahaan maka semakin tinggi pula kinerja keuangan perusahaan tersebut. Upaya peningkatan kinerja keuangan perusahaan dapat dilakukan dengan menekan biaya keagenan yang timbul dari perbedaan kepentingan antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Seperti yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) bahwa apabila pemilik perusahaan mengatur perusahaannya maka ia dapat menetapkan tujuan operasional untuk memaksimalkan kekayaannya. Dari pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa masalah keagenan dapat ditekan melalui ikut sertanya pemilik (pemegang saham) ke dalam jajaran manajemen.

Mekanisme lain yang dapat digunakan untuk menekan masalah keagenan adalah rencana kompensasi eksekutif berupa pemberian saham kepada manajer. Adanya pemberian saham kepada manajer membuat manajer turut menjadi pemilik perusahaan, sehingga memotivasinya untuk bekerja lebih baik dan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham yang tidak lain mereka sendiri dapat tercapai. Demsetz dan Lehn (1985) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Hal ini disebabkan pada tingkat risiko yang tinggi manajer mengalami kesulitan dalam memonitor kondisi eksternal sehingga manajer meningkatkan kepemilikan saham mereka untuk mengawasi kondisi internal. Hal senada dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial bertujuan untuk menyelaraskan tujuan atau kepentingan manajer dan pemegang saham sehingga menimbulkan pengaruh positif antara kepemilikan manajerial dan kinerja keuangan. Berdasarkan hal tersebut, maka peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>1</sub>:** Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan

## 2.6. Pengaruh Kepemilikan Institusional dengan Kinerja Keuangan

Bathala et al. (1994) menyatakan bahwa kepemilikan institusional menjadi salah satu pengawas dalam perusahaan. Kondisi kepemilikan institusional yang tinggi akan meningkatkan konflik keagenan. Hal ini dikarenakan pihak manajemen dapat dikendalikan oleh pemilik institusional untuk melakukan *perquisites* demi kepentingan pribadinya (Mahadwartha, 2004). Apabila perusahaan sedang berada pada kondisi tersebut maka pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan perusahaan akan muncul.

Faisal (2005) menemukan bahwa terdapat pengaruh yang negatif antara kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan. Penelitian tersebut mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional belum efektif sebagai alat untuk memonitor manajemen dalam meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, maka peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>2</sub>:** Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan

## 2.7. Interdependensi Kepemilikan Manajerial dan Institusional

Bathala et al. (1994) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan substitusi dengan kepemilikan institusional. Kepemilikan manajerial memiliki peran yang sama dengan kepemilikan institusional dalam hal pengawasan perusahaan. Meningkatnya kepemilikan manajerial mengakibatkan berkurangnya kepemilikan institusional (efek substitusi), sehingga kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional. Chen dan Steiner (1999) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial. Hal tersebut dikarenakan semakin besar kepemilikan institusional maka akan semakin mengurangi minat manajemen untuk meningkatkan kepemilikan karena sebagian besar pengawasan berada pada pemilik institusional. Berdasarkan literatur di atas, penelitian ini mengajukan 2 hipotesis sebagai berikut:

- H<sub>3a</sub>:** Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional
- H<sub>3b</sub>:** Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial

## 3. Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kausal yang bertujuan menguji pengaruh antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kinerja keuangan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di PT Bursa Efek Indonesia (PT BEI) pada periode 1997-2006.

### 3.1. Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini menggunakan dua variabel, yaitu variabel endogenus dan variabel eksogenus. Definisi operasional variabel pada penelitian ini adalah sebagai berikut

- Kepemilikan manajerial (MOWN) adalah persentase kepemilikan saham oleh dewan direksi pada perusahaan-perusahaan manufaktur di PT BEI selama periode 1997-2006. Kepemilikan manajerial diukur melalui persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh dewan direksi pada perusahaan tersebut. Data kepemilikan manajerial tersedia dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.
- Kepemilikan institusional (INST) adalah persentase kepemilikan saham perusahaan oleh institusi bisnis tertentu pada perusahaan-perusahaan manufaktur di PT BEI selama periode 1997-2006.

$$\% \text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki oleh institusi}}{\text{Total saham}} \times 100\%$$

- Kinerja keuangan (Q) adalah ukuran keberhasilan perusahaan dalam proses pencapaian tujuan yang berorientasi pada efektifitas dan efisiensi pada perusahaan-perusahaan manufaktur di PT BEI selama periode 1997-2006. Kinerja keuangan diukur melalui Q yang merupakan rasio nilai pasar ekuitas ditambah dengan saham preferen dan utang beban bunga dikurangi aset lancar kemudian dibagi dengan aset total.

$$Q = \frac{\text{Nilai Pasar Ekuitas} + \text{Saham Preferen} + \text{UT}}{\text{Total aset}}$$

$$\text{UT} = \text{Utang beban bunga} - \text{Aset Lancar}$$

Variabel kontrol (eksogenus) dalam penelitian ini ada lima, yaitu utang, risiko, ukuran perusahaan, perubahan kas dan *dummy crisis*. Berikut ini merupakan definisi operasional dari variabel kontrol yaitu:

- a) Utang (DEBT) dapat diukur melalui proporsi total utang (jangka pendek maupun jangka panjang) dibandingkan dengan total aset perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di PT BEI selama periode 1997-2006.

$$\text{DEBT} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

- b) Risiko (RISK) adalah peluang bahwa beberapa kejadian yang tidak menguntungkan akan terjadi, termasuk kemungkinan tidak tercapainya tingkat pengembalian seperti yang diharapkan investor pada perusahaan-perusahaan manufaktur di PT BEI selama periode 1997-2006. Risiko diukur dengan menggunakan standar deviasi return.

$$\sigma_k = \sqrt{\sum_{i=1}^n (k_i - \bar{k})^2 \times Pr_i}$$

keterangan:

$\sigma$  = standar deviasi return

$k_i$  = tingkat pengembalian pada tahun ke  $i$

$\bar{k}$  = nilai yang diharapkan dari pengembalian

$Pr_i$  = probabilitas dari kejadian hasil tahun ke- $i$

$n$  = jumlah hasil yang dipertimbangkan

- c) Ukuran perusahaan (DS) diukur melalui aset total perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di PT BEI selama periode 1997-2006. Berdasarkan penelitian Murphy pada tahun 1985, perhitungan ukuran perusahaan menggunakan variabel *dummy* untuk menghindari dampak bias *cross sectional* pada *pooling data cross sectional* (Mahadwartha, 2004). Ukuran perusahaan (DS) diukur melalui aset total dengan metode mendaki (ascending) 50% teratas bernilai nol (DS = 0) dan 50% terbawah bernilai satu (DS = 1).
- d) Proporsi kas (CASH) yang terdapat pada perusahaan-perusahaan manufaktur di PT BEI selama periode 1997-2006. Perubahan kas dapat dihitung dengan persamaan berikut :

$$\text{Perubahan Kas} = \frac{\text{kas}_t - \text{kas}_{t-1}}{\text{kas}_{t-1}}$$

keterangan:

$\text{kas}_t$  = kas pada periode ke  $t$

$\text{kas}_{t-1}$  = kas pada periode sebelumnya

- e) Proksi krisis ekonomi menggunakan variabel *dummy* (DC). Periode penelitian dibagi menjadi dua yaitu periode krisis dan periode setelah krisis. Tahun 2002-2006 merupakan variabel *dummy* untuk periode setelah krisis.

Sedangkan tahun 1997-2001 merupakan periode sebelum krisis yang diwakili oleh intersep.

### 3.2. Data dan Sampel

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yang didapatkan dari Pusat Database Keuangan dan Pasar Modal Fakultas Ekonomi Universitas Surabaya dan *International Capital Market Directory* (ICMD) 1999-2007. Data yang diambil berupa data laporan keuangan perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di PT BEI periode 1997-2006.

Kriteria pemilihan sampel adalah: (1) perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar sebelum tahun 1997 hingga tahun 2006; (2) perusahaan sektor manufaktur yang tidak pernah *delisting*; (3) data yang digunakan dalam penelitian ini memiliki laporan keuangan lengkap. Penelitian hanya dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria di atas. Total sampel perusahaan sesuai kriteria adalah 100 perusahaan.

### 3.3. Metode Pengolahan Data

Penelitian ini menggunakan metode *three stage least square* (3SLS), untuk melihat hubungan antara variabel endogenus yang ditunjukkan oleh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kinerja keuangan serta variabel eksogenus yang ditunjukkan oleh utang, risiko, ukuran perusahaan, perubahan kas dan *dummy crisis*. Metode 3SLS memberikan hasil lebih konsisten dan tidak bias dengan varians lebih kecil dibandingkan dengan 2SLS. Persamaan pertama yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$Q = \alpha_1 + \beta_{11}MOWN + \beta_{12}INST + \beta_{13}DEBT + \beta_{14}RISK + \beta_{15}DS + \beta_{16}CASH + \beta_{17}DC + \varepsilon_1$$

Keterangan persamaan:

Q = kinerja keuangan

$\alpha_1$  = konstanta

$\beta_{11}$  = koefisien regresi *manajerial ownership*

$\beta_{12}$  = koefisien regresi *institusional ownership*

$\beta_{13}$  = koefisien regresi utang

$\beta_{14}$  = koefisien regresi risiko

$\beta_{15}$  = koefisien regresi ukuran perusahaan

$\beta_{16}$  = koefisien regresi perubahan kas

$\beta_{17}$  = koefisien regresi *dummy crisis*

$\varepsilon_1$  = standar error

Persamaan kedua yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$INST = \alpha_2 + \beta_{21}MOWN + \beta_{22}DEBT + \beta_{23}RISK + \beta_{24}DS + \beta_{25}CASH + \beta_{26}DC + \varepsilon_2$$

Keterangan persamaan :

INST = kepemilikan institusional

$\alpha_2$  = konstanta

$\beta_{21}$  = koefisien regresi *manajerial ownership*

$\beta_{22}$  = koefisien regresi utang

$\beta_{23}$  = koefisien regresi risiko

$\beta_{24}$  = koefisien regresi ukuran perusahaan

$\beta_{25}$  = koefisien regresi perubahan kas

$\beta_{26}$  = koefisien regresi *dummy crisis*

$\varepsilon_2$  = standar error

Persamaan ketiga yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$MOWN = \alpha_3 + \beta_{31}INST + \beta_{32}DEBT + \beta_{23}RISK + \beta_{24}DS + \beta_{25}CASH + \beta_{26}DC + \varepsilon_3$$

$MOWN$  = kepemilikan institusional

$\beta_{34}$  = koefisien regresi ukuran

$\alpha_3$  = konstanta

perusahaan

$\beta_{31}$  = koefisien regresi

$\beta_{35}$  = koefisien regresi perubahan kas

*institutional ownership*

$\beta_{36}$  = koefisien regresi *dummy crisis*

$\beta_{32}$  = koefisien regresi utang

$\varepsilon_3$  = standar error

$\beta_{33}$  = koefisien regresi risiko

Penelitian ini juga menguji masalah identifikasi dalam persamaan simultan sehingga uji simultanitas dapat dilaksanakan (Gujarati, 2002). Suatu persamaan yang diidentifikasi bisa berupa tepat diidentifikasi (*fully identified*) atau terlalu diidentifikasi (*overidentified*).

Selain itu, koefisien determinasi ( $R^2$ ) juga diperlukan untuk melihat besaran yang lazim digunakan untuk mengukur proporsi variabel endogenus yang dapat dijelaskan oleh variabel eksogenus.  $R^2$  menunjukkan seberapa besar variabel eksogenus dapat menjelaskan perubahan variasi pada variabel endogenus. Batasan  $R^2$  adalah  $0 < R^2 < 1$ . Jika nilai  $R^2$  semakin mendekati 1 berarti variabel eksogenus semakin dapat menjelaskan variabilitas variabel endogenus. Sedangkan bila  $R^2$  semakin mendekati 0 berarti variabel eksogenus semakin tidak dapat menjelaskan variabilitas variabel endogenus.

### 3.4. Teknik Pengujian Hipotesis

Uji F digunakan untuk menguji signifikansi secara menyeluruh dari koefisien regresi. Hipotesis yang diuji adalah  $H_0$  yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh antara kepemilikan manajerial (MOWN), kepemilikan institusional (INST), kinerja keuangan perusahaan (Q), utang (DEBT), risiko (RISK), ukuran perusahaan (DS), perubahan kas (CASH) dan *dummy crisis* (DC). Sedangkan  $H_1$  menunjukkan adanya pengaruh antara kepemilikan manajerial (MOWN), kepemilikan institusional (INST), kinerja keuangan perusahaan (Q), utang (DEBT), risiko (RISK), ukuran perusahaan (DS), perubahan kas (CASH) dan *dummy crisis* (DC). Tingkat signifikan F :  $\alpha = 5\%$ , jika nilai F signifikan  $> \alpha$  maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak. Sebaliknya jika nilai F signifikan  $< \alpha$  maka  $H_1$  diterima. Uji t digunakan untuk melihat signifikansi dari koefisien regresi parsial individu dengan signifikansi pada level 1%, 5% atau 10%.

## 4. Hasil dan Pembahasan

### 4.1. Hasil Penelitian

Hasil statistik deskriptif penelitian ini tampak pada Tabel 1. Terlihat bahwa variabel utang (DEBT) mempunyai nilai rata-rata paling tinggi yaitu sebesar 0,740228 diikuti oleh variabel kepemilikan institusional (INST) sebesar 0,660749, perubahan kas (CASH) sebesar 0,422168, kinerja keuangan (Q) sebesar 0,253343, dan resiko (RISK) sebesar 0,075058. Sedangkan variabel kepemilikan manajerial (MOWN) mempunyai nilai rata-rata yang paling rendah yaitu sebesar 0,006632.

**Tabel 1. Statistik Deskriptif Perusahaan-Perusahaan Manufaktur di PT BEI Selama Periode 1997 - 2006**

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Deviasi Standar
MOWN	0,0000	0,1731	0,006632	0,0246063
INST	0,0000	0,9937	0,660749	0,1976216
Q	-2,2777	10,3643	0,253343	0,8373552
DEBT	0,0516	8,4128	0,740228	0,5734127
RISK	0,0012	0,5946	0,075058	0,0387809
CASH	-0,9824	9,4923	0,422168	1,4132094

Untuk melihat pengaruh antara variabel endogenus dan variabel eksogenus, data-data yang telah dikumpulkan diolah dengan menggunakan metode *three stage least square* dengan bantuan program *Eviews 3.0*. Hasil regresi pada penelitian ini menggunakan metode *three stage least square*. Pengaruh variabel endogenus dengan variabel eksogenus pada persamaan regresi seperti pada Tabel 2.

**Tabel 2. Pengaruh Variabel Endogenus dengan Variabel Eksogenus pada Persamaan Regresi**

Variabel	Persamaan pertama	Persamaan kedua	Persamaan ketiga
	Variabel dependen: Q	Variabel dependen: INST	Variabel dependen: MOWN
MOWN	+	-	x
INST	+	x	-
DEBT	+	+	+
RISK	-	-	-
DS ( <i>Dummy Size</i> )	+	-	-
CASH	-	-	-
DC ( <i>Dummy Crisis</i> )	+	+	-

Berdasarkan Tabel 2 tampak bahwa pada persamaan pertama regresi, variabel MOWN, INST, DEBT, DS dan DC berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan (Q). Hal tersebut dapat dilihat dari koefisien-koefisien regresi dari variabel tersebut yang positif. Artinya, bahwa jika variabel-variabel tersebut meningkat 1% dengan asumsi variabel yang lain konstan maka kinerja keuangan (Q) juga akan mengalami peningkatan sebesar koefisien regresinya. Sedangkan variabel RISK, CASH, dan DC memiliki pengaruh negatif dengan Q, yang artinya bila variabel-variabel tersebut turun 1% dengan asumsi variabel yang lain konstan maka kinerja keuangan (Q) juga akan mengalami peningkatan sebesar koefisien regresinya. Pada persamaan kedua terlihat bahwa variabel MOWN, RISK, DS, CASH memiliki pengaruh negatif dengan kepemilikan institusional (INST), sedangkan variabel DEBT dan DC memiliki pengaruh positif dengan kepemilikan institusional. Hasil menunjukkan koefisien regresi MOWN, RISK, DS, dan CASH meningkat 1% maka kepemilikan institusional (INST) akan mengalami penurunan sebesar koefisien regresi. Sebaliknya bila koefisien regresi DEBT dan DC meningkat 1%, maka kepemilikan institusional (INST) akan meningkat juga sebesar koefisien regresi. Sementara itu, pada persamaan ketiga hasil penelitian memperlihatkan bahwa hanya variabel DEBT

saja yang memiliki pengaruh positif dengan kepemilikan manajerial (MOWN). Sedangkan variabel yang lain justru memiliki pengaruh negatif dengan MOWN.

Hasil pengujian signifikansi secara menyeluruh menunjukkan bahwa nilai signifikansi F baik pada persamaan pertama, kedua, dan ketiga adalah 0,000. Arti nilai signifikansi F adalah adanya pengaruh secara menyeluruh antara MOWN, INST, Q, DEBT, RISK, DS, CASH dan DC. Sedangkan hasil pengujian secara *partial* seperti yang tampak pada Tabel 3.

**Tabel 3. Hasil Regresi *Three Stage Least Square***

Variabel	Koefisien	Standar Error	t- Statistik
Variabel Dependen : Q			
A	-0,075626	0,129309	-0,584849
MOWN	1,382952	1,079885	1,280648
INST	0,302081	0,136399	2,214686 **
DEBT	0,089313	0,045393	1,96753 **
RISK	-1,729313	0,709892	-2,436024 **
DS	0,203975	0,052160	3,910562 ***
CASH	-0,001118	0,018383	-0,060812
DC	0,164739	0,054442	3,02596 ***
Variabel Dependen : INST			
A	0,757148	0,018625	40,65197
MOWN	-3,33264	0,238446	-13,97648 ***
DEBT	0,004732	0,010523	0,449702
RISK	-0,835084	0,162479	-5,139641 ***
DS	-0,033897	0,012056	-2,811696 ***
CASH	-0,000641	0,004262	-0,150306
DC	0,004197	0,012620	0,332575
Variabel Dependen : MOWN			
A	0,047753	0,003620	13,19203
INST	-0,053169	0,003804	-13,97648 ***
DEBT	0,00000938	0,001329	0,007053
RISK	-0,047477	0,020759	-2,286991 **
DS	-0,004037	0,001523	-2,649866 ***
CASH	-0,00031	0,000538	-0,576819
DC	-0,000568	0,001594	-0,35618

Keterangan: \*\*\* signifikan pada  $\alpha=1\%$ ; \*\* signifikan pada  $\alpha=5\%$ ; \* signifikan pada  $\alpha=10\%$

Hasil pengujian parsial menunjukkan bahwa pada persamaan pertama yang memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen kinerja keuangan (Q) adalah INST, DEBT, RISK, DS, dan DC. Sedangkan pada persamaan kedua yang memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen kepemilikan institusional (INST) adalah MOWN, RISK, dan DS. Untuk persamaan ketiga, yang memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen MOWN adalah INST, RISK, dan DS. Hasil koefisien determinasi ( $R^2$ ) persamaan pertama regresi sebesar 0,045812, yang berarti bahwa perubahan Q dapat dijelaskan oleh MOWN, INST, DEBT, RISK, DS, CASH dan DC sebesar 4,5812%. Sedangkan sisanya sebesar 95,4188% dijelaskan oleh variabel-variabel lain diluar model.

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) pada persamaan kedua adalah 0,040406. Nilai ini menunjukkan bahwa perubahan kepemilikan institusional (INST) dapat dijelaskan oleh kepemilikan manajerial (MOWN), utang (DEBT), risiko

(RISK), ukuran perusahaan (DS), perubahan kas (CASH) dan *dummy crisis* (DC) sebesar 4,0406%, sedangkan sisanya sebesar 95,9594% dijelaskan oleh variabel-variabel lain diluar model. Sedangkan pada persamaan ketiga, koefisien determinasi ( $R^2$ ) adalah sebesar 0,012508, artinya bahwa perubahan kepemilikan manajerial (MOWN) dapat dijelaskan oleh kepemilikan institusional (INST), utang (DEBT), risiko (RISK), ukuran perusahaan (DS), perubahan kas (CASH) dan *dummy crisis* (DC) sebesar 1,2508%. Sedangkan sisanya sebesar 98,7492% dijelaskan oleh variabel-variabel lain diluar model.

#### 4.2. Pembahasan Pengujian Kepemilikan dengan Kinerja Keuangan

Berdasarkan hasil menunjukkan bila MOWN meningkat maka kinerja keuangan (Q) juga akan meningkat, dan juga sebaliknya. Pengaruh positif kemungkinan disebabkan karena MOWN digunakan oleh pemegang saham untuk mengawasi kondisi internal perusahaan. Hal ini konsisten dengan penelitian Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial bertujuan menyelaraskan tujuan atau kepentingan manajer dan pemegang saham sehingga menimbulkan pengaruh positif antara kepemilikan manajerial dan kinerja keuangan. Kepemilikan manajerial mengakibatkan pemegang saham ikut mengatur perusahaan, sehingga dapat menetapkan tujuan operasional perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Keikutsertaan pemegang saham dalam jajaran manajemen, masalah keagenan dapat ditekan dan kinerja keuangan perusahaan dapat meningkat. Namun penelitian ini hasilnya yang tidak signifikan, yang berarti MOWN belum dapat menjelaskan secara pasti perubahan yang terjadi pada kinerja keuangan perusahaan. Hipotesis pada penelitian ini ( $H_1$ ) yaitu kepemilikan manajerial (MOWN) berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan (Q) ditolak.

Variabel kepemilikan institusional (INST) memiliki pengaruh positif dan signifikan dengan kinerja keuangan (Q). Hasil menunjukkan bahwa bila INST meningkat maka Q juga akan meningkat, begitu juga sebaliknya. Hasil ini konsisten dengan penelitian Chen dan Steiner (1999) tentang kepemilikan institusional akan mengurangi masalah keagenan karena pemegang saham institusional akan membantu mengawasi perusahaan sehingga pihak manajemen tidak akan bertindak merugikan pemegang saham. Dengan adanya pengawasan dari pemegang saham institusional maka masalah keagenan dapat ditekan dan kinerja keuangan perusahaan dapat meningkat. Hasil tersebut menolak hipotesis pada penelitian ini ( $H_2$ ) yaitu kepemilikan institusional (INST) berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan (Q).

#### 4.3. Pembahasan Pengujian Kepemilikan Manajerial dengan Institusional

Pengujian hipotesis secara parsial (uji t) terhadap variabel INST tampak bahwa MOWN berpengaruh negatif dan signifikan terhadap INST. Hasil menunjukkan bila MOWN meningkat maka INST akan turun, dan sebaliknya. Hasil ini konsisten dengan penelitian Bathala et al. (1994) yang mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional. Kepemilikan manajerial memiliki hubungan substitusi dengan kepemilikan institusional dalam hal pengawasan perusahaan untuk mengurangi masalah keagenan. Peningkatan proporsi kepemilikan manajerial dalam

perusahaan mengakibatkan pihak manajemen memegang kendali atas perusahaan dan berkurangnya kontrol dari pemilik institusional atas perusahaan. Hasil tersebut membuktikan hipotesis pada penelitian ini ( $H_{3a}$ ) yaitu MOWN berpengaruh negatif INST.

#### 4.4. Pembahasan Pengujian Kepemilikan Institusional dengan Manajerial

Berdasarkan pengujian hipotesis secara parsial (uji t) terhadap MOWN, diketahui bahwa INST berpengaruh negatif dan signifikan terhadap MOWN. Hasil menunjukkan bahwa apabila INST meningkat maka MOWN akan menurun, sebaliknya INST menurun maka MOWN akan meningkat. Dengan adanya kepemilikan institusional sebagai pengawas maka dapat mengurangi tindakan *perquisites* yang dilakukan oleh pihak manajemen. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial. Hal ini disebabkan karena semakin besar kepemilikan institusional dalam perusahaan maka semakin mengurangi minat manajemen untuk meningkatkan kepemilikan karena sebagian besar pengawasan berada pada pemilik institusional. Hasil tersebut membuktikan hipotesis pada penelitian ini ( $H_{3b}$ ) yaitu kepemilikan institusional (INST) berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial (MOWN).

#### 4.5. Implikasi

Hasil penelitian ini menguatkan penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999); Demsetz dan Lehn (1985); Jensen dan Meckling (1976) serta Wilopo dan Sekar (2002) yang mengemukakan adanya pengaruh positif antara struktur kepemilikan terhadap kinerja keuangan. Hubungan positif antara struktur kepemilikan terhadap kinerja keuangan kemungkinan disebabkan karena struktur kepemilikan digunakan oleh pemegang saham untuk mengawasi kondisi internal perusahaan. Adanya struktur kepemilikan mengakibatkan pemegang saham ikut mengatur dan mengawasi perusahaan, sehingga tujuan operasional perusahaan yaitu untuk memaksimalkan kinerja keuangan dan kesejahteraan pemegang saham dapat tercapai. Selain itu penelitian ini juga mendukung penelitian Bathala et al. (1994) serta Chen dan Steiner (1999) yang mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional bersifat substitusi karena keduanya berfungsi sebagai pengawas perusahaan dalam mengurangi masalah keagenan. Peningkatan proporsi kepemilikan manajerial dalam perusahaan menyebabkan berkurangnya kontrol dari pemilik institusional atas perusahaan. Begitu juga sebaliknya semakin besar kepemilikan institusional dalam perusahaan maka semakin mengurangi minat manajemen untuk meningkatkan kepemilikan karena sebagian besar pengawasan berada pada pemilik institusional.

#### Daftar Pustaka

- Almilia, L.S., dan S. Meliza, 2006, Analisis Kebijakan Dividen dan Kebijakan Leverage Terhadap Prediksi Kepemilikan Manajerial Dengan Tehnik Analisis Multinomial Logit, *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*.

- Bartol, K.M dan D.P. Martin, 1994, *Management*, International edition, New York: Prentice Hall.
- Bathala, C.T, K.P. Moon, dan R.P. Rao, 1994, Managerial Ownership, Debt Policy and The Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective. *Financial Management*.
- Brigham, E.F., dan M.C. Ehrhardt, 2005, *Financial Management Theory and Practice*, Tenth Edition, Thompson Learning, Inc.
- Chen, C.R., dan T.L. Steiner, 1999, Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy, *The Financial Review* 34,119-136.
- Demsetz, H., dan K. Lehn, 1985, The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- Faisal, 2005, Analisis Agency Costs, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 8(2).
- Gujarati, D.N., 2002, Basic Econometrics. Fourth edition. Mcgraw-Hill.
- Ismiyanti, F., 2007, *Agency Cost Pada Mikrostruktur Pasar: Pendekatan Rentang Harga*, Universitas Gajah Mada Yogyakarta.
- Jensen, M.C., dan W.H. Meckling, 1976, Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.
- Mahadwartha, P.A., 2004, *Pengawasan dan Pengikatan Berbasis Kepemilikan Institusional Internal*, Universitas Gajah Mada Yogyakarta.
- Megginson, W.L., 1997, *Corporate Finance Theory*, Addison Wesley Educational Publisher Inc.
- Ross, S.A., R.W. Westerfield, dan J.F. Jaffe, 1999, *Corporate Finance*, Fifth edition, Irwin Mc Graw- Hill.
- Shleifer, A., dan W.R. Vishny, 1986, Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- Stoner, J.A., E.R. Freeman, dan D.R. Gilbert, 1995, *Management*, Sixth Edition, Anglewood Cliff New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Suranta, E., dan P.M. Pratana, 2003, Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan, dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 6(1).
- Wahidahwati, 2002, Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 5(1).
- Weston, J.F., dan T.E. Copeland, 1995, *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan.
- Wilopo, dan M. Sekar, 2002, Pengaruh Struktur Kepemilikan, Perilaku Manajemen Laba, free cash flow Hypotesis dan Economic Value Added: Pendekatan Path Analysis, *Symposium Nasional Keuangan In Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto*.