

JURNAL ORGANISASI DAN MANAJEMEN

B1.5

Tahun III/01/Februari/2010

ISSN : 1410-4415

*PROBLEMS AND POLICIES TO ENCOURAGE FDI AFTER
THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS (GFC)*

Carunia Mulya Firdausy

PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN
SAHAM TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Agus Zainul Arifin

PENGARUH *TIMES INTEREST EARNED*, *CURRENT RATIO* DAN *RETURN ON
ASSETS* TERHADAP TINGKAT *LEVERAGE* PERUSAHAAN

Indra Widjaja

STRATEGI MENGHINDARI RISIKO PADA PASAR MODAL VENTURA

Sawidji Widodoatmodjo

PENGARUH TREN SITUS JEJARING SOSIAL TERHADAP PENINGKATAN
PENGELUARAN RUMAH TANGGA

Dian Esperanza Harahap

EVALUASI TERHADAP KONDISI KEUANGAN PT XYZ
MANUFACTURER Tbk TAHUN 2006-2008 DENGAN
PENDEKATAN ANALISIS RASIO DAN ANALISIS DU PONT

Mike Wijaya dan Olga A. A Wijaya

ANALISIS PENGARUH INFLASI, SBI, DAN NILAI TUKAR TERHADAP
RETURN SAHAM PADA PERUSAHAAN PERTAMBANGAN
YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2004-2008

James Tanzil dan Carunia Mulya Firdausy

EVALUASI PENGARUH *DEBT TO EQUITY RATIO (DER)*, *TOTAL ASSET
TURNOVER (TATO)* dan *EARNING PER SHARE (EPS)* TERHADAP *PRICE TO
BOOK VALUE (PBV)* SAHAM-SAHAM PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2005 – 2008

Grace Dharma dan Indra Widjaja

JURNAL ORGANISASI DAN MANAJEMEN

Tahun III/01/Februari /2010

ISSN : 1410-4415

Terbit Empat kali dalam setahun pada bulan Februari, Mei, Agustus dan November. Berisi tulisan yang diangkat dari hasil penelitian dan kajian analisis di bidang Ilmu Manajemen.

Pelindung

Rektor Universitas Tarumanagara

Ketua Koordinator Penyunting

Dr. Indra Widjaja., SE, MM

Anggota Penyunting

Prof. Carunia M. Firdausy, MA, MEc, PhD

Prof. J. Supranto, MA

Dr. Chairy, SE, MM

Dr. Ir. Agus Zainul Arifin, MM

Dr. Sawidji Widoatmodjo, SE, MM, MBA

Dr. Anas Lutfi, MM, MKN

Sridodo, MSc, PhD

Dr. Nurdin Sobari, MM, CAAE

Sekretariat

Stephanie Pane, SE, MM

Alamat Penyunting dan Tata Usaha : Program Studi MM Untar, Kampus 1, Gedung Utama, Lantai 14, Jl. Let. Jen. S. Parman No. 1 Grogol, Jakarta 11440. Telp. (62-21) 5655806 dan Fax. (62-21) 5655808. Email : mmuntar@tarumanagara.ac.id

DARI REDAKSI

Pembaca yang terhormat.

Sudah merupakan tanggung jawab kita bersama baik para profesional dari pendidikan, penelitian, maupun dunia usaha untuk mewujudkan kontinuitas pengembangan pengetahuan dan penelitian dalam bidang Manajemen. Untuk itulah kami mengupayakan wadah ini sebagai tempat untuk berkreaitivitas dan saling transfer pengetahuan dan hasil penelitian.

Harapan kami, melalui Jurnal Organisasi dan Manajemen ini baik penulis maupun pembaca berlomba-lomba untuk terus mengupayakan kemajuan dalam bidang pengetahuan dan penelitian di bidang manajemen.

Selamat membaca!

Jakarta, Februari 2010

Salam Redaksi

PROBLEMS AND POLICIES TO ENCOURAGE FDI AFTER THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS (GFC)

Carunia Mulya Firdausy

1-10

PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN SAHAM TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Agus Zainul Arifin

11-28

PENGARUH *TIMES INTEREST EARNED*, *CURRENT RATIO* DAN *RETURN ON ASSETS* TERHADAP TINGKAT *LEVERAGE* PERUSAHAAN

Indra Widjaja

29-40

STRATEGI MENGHINDARI RISIKO PADA PASAR MODAL VENTURA

Sawidji Widodoatmodjo

41-55

PENGARUH TREN SITUS JEJARING SOSIAL TERHADAP PENINGKATAN PENGELUARAN RUMAH TANGGA

Dian Esperanza Harahap

56-71

EVALUASI TERHADAP KONDISI KEUANGAN PT XYZ *MANUFACTURER* Tbk TAHUN 2006-2008 DENGAN PENDEKATAN ANALISIS RASIO DAN ANALISIS DU PONT

Mike Wijaya dan Olga A. A Wijaya

72-97

ANALISIS PENGARUH INFLASI, SBI, DAN NILAI TUKAR TERHADAP *RETURN* SAHAM PADA PERUSAHAAN PERTAMBANGAN YANG TERDAFTAR DI BEI

PERIODE 2004-2008

James Tanzil dan Carunia Mulya Firdausy

98-121

EVALUASI PENGARUH *DEBT TO EQUITY RATIO (DER)*, *TOTAL ASSET TURNOVER (TATO)* dan *EARNING PER SHARE (EPS)* TERHADAP *PRICE TO BOOK VALUE (PBV)* SAHAM-SAHAM PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2005 – 2008

Grace Dharma dan Indra Widjaja

122-138

PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN SAHAM TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Agus Zainul Arifin¹

Abstract : The purpose of this research is to determine the influence of ownership structure, capital structure, company size and stock return risk on firm performance. This study is the census study of 193 non-financial issuers of the Jakarta Stock Exchange period from 2004 to 2006. This study used a multiple regression model analysis. Based on statistical calculation results obtained the conclusion that the ownership structure, corporate capital structure, company size and stock return risk on firm performance.

Keywords : Capital Structure, Company Size, Firm Performance, Ownership Structure and Stock Return Risk

PENDAHULUAN

Keputusan pemilihan komponen sumber dana yang akan dipilih perusahaan tercermin dalam komposisi struktur modal, yang dapat berdampak kepada kinerja perusahaan. Fenomena kinerja perusahaan, khususnya perusahaan-perusahaan publik di BEJ pada tahun tahun 2004 sampai tahun 2006, dapat ditelusuri pada hasil penelitian dari Majidah (2006), yang melakukan penilaian kinerja keuangan perusahaan dengan pendekatan EVA. Hasilnya, pada tahun 2004 (berdasarkan laporan keuangan per 31 Desember 2004), perusahaan yang mampu membukukan EVA positif berjumlah 47 perusahaan, lalu tahun 2005 turun menjadi 33 perusahaan dan tahun 2006 hanya 24 perusahaan (lihat Tabel 1.). Hal ini mencerminkan bahwa sebagian emiten di Indonesia belum mampu menghasilkan tingkat pengembalian modal yang bisa menutup risiko modal (*capital risk*)-nya. Ini berarti bahwa secara fundamental dapat dikatakan bahwa manajemen selaku agen dari pemegang saham telah gagal menjalankan perannya untuk mencapai tujuan perusahaan.

Tabel 1. Jumlah Emiten dengan EVA positif Tahun 2004 – 2006

Tahun	Jumlah Emiten yang diteliti		Emiten yang memiliki EVA positif		
	Aset > 1 triliun	Aset < 1 triliun	Aset > 1 triliun	Aset < 1 triliun	Jumlah
2001	80	147	16	31	47
2002	56	141	13	20	33
2003	62	128	10	14	24

Sumber : Majidah, 2006

¹ Dosen Program Studi Magister Manajemen Universitas Tarumanagara, Agusza1808@gmail.com, Jakarta

Stewart (1991) menyatakan bahwa EVA (nilai tambah ekonomis) adalah suatu alat pengukur kinerja keuangan yang paling riil dibandingkan dengan alat pengukur lainnya dalam melihat keuntungan ekonomis yang sebenarnya dari sebuah perusahaan. Nilai tambah ekonomis merupakan laba operasi setelah pajak dikurangi dengan biaya modal atas suatu investasi. Jika EVA positif, perusahaan mampu menghasilkan kinerja yang positif dan menciptakan kesejahteraan pemegang saham, jika EVA negatif menunjukkan bahwa perusahaan tersebut berkapasitas sebagai penghancur dari kesejahteraan pemegang saham. Untuk jangka panjang, diharapkan perusahaan dapat memiliki nilai EVA positif, karena perusahaan-perusahaan yang akan tetap bertahan hidup adalah perusahaan yang mampu memiliki nilai EVA positif. (Tully, 1993).

Hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan dapat dijelaskan dengan teori *Trade-off*. Menurut teori *trade-off*, perusahaan dipandang sebagai suatu *setting* dari suatu target rasio hutang dengan nilai perusahaan, di mana perusahaan secara bertahap akan menuju target tersebut (Myers, 1984). Teori *trade-off* menyatakan bahwa perusahaan mempunyai struktur modal optimum. Dalam kebijakan struktur modalnya, perusahaan secara gradual akan mengarah pada struktur modal optimum untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hubungan struktur modal dengan kinerja perusahaan juga dapat dijelaskan melalui beberapa hasil penelitian empiris. Ang, Cole, dan Lin (2000) menyatakan bahwa peningkatan *monitoring* oleh kreditur, akibat meningkatnya jumlah hutang (komposisi struktur modal), menyebabkan kinerja perusahaan meningkat. Sedangkan Soliha dan Taswan (2002) menemukan bukti bahwa terdapat hubungan positif yang tidak signifikan antara kebijakan hutang dalam struktur modal perusahaan dengan nilai perusahaan.

Disamping struktur modal, struktur kepemilikan saham juga merupakan faktor yang memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Relasi antara struktur kepemilikan saham dengan kinerja perusahaan menurut teori keagenan tergantung dari interaksi antara efek kesejajaran dan efek pertahanan bagi pemegang saham manajerial (internal). Pada satu sisi, kepemilikan saham oleh manajemen merupakan alat untuk mensejajarkan kepentingan manajerial dengan pemegang saham. Manajemen, selain diikat dengan kontrak, juga diberi insentif moneter untuk memaksimalkan dan mengembangkan perusahaan. Kondisi ini disebut efek pensejajaran. Pada sisi lain, Kepemilikan saham oleh manajemen dapat meningkatkan pertahanan oleh pihak manajemen terhadap *monitoring* pihak eksternal ketika manajemen mempunyai keahlian yang rendah dan menginginkan kehidupan yang lebih mudah. Keadaan ini dapat terjadi jika kepemilikan saham oleh manajerial lebih besar dibandingkan kepemilikan saham pihak lainnya. Keadaan ini disebut efek pertahanan. Secara keseluruhan dampak kepemilikan saham oleh manajemen terhadap kinerja perusahaan tergantung dari kekuatan relatif melalui efek pensejajaran dan efek pertahanan (Kuznetsov dan Muravyev, 2001).

Sementara itu, ada pendapat lain yang mengatakan bahwa kinerja perusahaan dibatasi oleh *size* dan risiko return saham perusahaan. Perusahaan yang mempunyai ukuran besar (*size*) secara khas mempunyai *net income* yang lebih besar dari pada perusahaan dengan ukuran kecil. Perusahaan dengan *size* yang besar memberikan kompensasi bagi perusahaan itu untuk memilih anggota tim manajemen yang baik dan berpengalaman. Manager yang berpengalaman akan meminta gaji yang relatif tinggi. Perusahaan mempunyai kesempatan menyeleksi dalam input manager. Pembayaran yang tinggi pada manager yang mempunyai ketrampilan dan kemampuan yang tinggi, diharapkan memberikan laba yang superior. Dengan demikian ukuran perusahaan

mempunyai hubungan positif dengan kinerja. Risiko *return* saham merupakan proksi dari total risiko. Adapun pengaruh risiko *return* saham dengan kinerja saham adalah negatif. (Lauterbach dan Vaninsky, 1999).

Mengacu pada uraian tersebut di atas, penelitian ini ditujukan untuk mendapatkan jawaban tentang pengaruh struktur modal, struktur kepemilikan saham, ukuran perusahaan dan risiko *return* saham terhadap kinerja perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Struktur Kepemilikan Saham

Struktur kepemilikan saham merupakan pihak-pihak yang memiliki saham dari suatu perusahaan. Pengelompokan struktur kepemilikan saham dapat dilakukan dengan berbagai cara. Menurut Yammesri dan Lodh (1997), struktur kepemilikan saham dikelompokkan menjadi kelompok keluarga, manajemen, dan pihak luar perusahaan. Sedangkan menurut Brailsford, Moon, Rao, (1996), struktur kepemilikan saham dikelompokkan kedalam: pemegang saham institusi, individu, dan manajerial.

Sedangkan menurut Lauterbach dan Vaninsky (1999), struktur kepemilikan saham untuk perusahaan publik di kelompokkan menjadi sebagai berikut :

- Pemilik saham non mayoritas
- Pemilik saham mayoritas, dibagi menjadi :
 - Dimiliki oleh Perusahaan Bisnis, terdiri dari :
 - Pemilik bisnis
 - Partner bisnis
 - Dimiliki oleh Individu, terdiri dari :
 - Family* (hubungan keluarga)
 - Tidak ada hubungan keluarga

Dalam kaitannya dengan aktivitas monitoring terhadap kebijakan manajemen, struktur kepemilikan saham dikelompokkan berdasarkan pendapat Brailsford, Moon, Rao, (1996), yang dibedakan ke dalam pemegang saham institusi, individu, dan manajerial. Berger dan Patti (2003), yang meneliti hubungan struktur modal dengan kinerja perusahaan pada industri perbankan, mengelompokkan struktur kepemilikan saham industri perbankan menjadi tiga yaitu Bank yang dikendalikan oleh dewan pengurus, dikendalikan pemegang saham *outsider* di atas 5% dan yang dikendalikan pemegang saham institusi.

Sedangkan dalam penelitian ini, struktur kepemilikan saham dibedakan menjadi 2 (dua), yaitu struktur kepemilikan saham manajerial dan struktur kepemilikan modal institusi.

Teori Struktur Modal *Trade-Off*

Teori *Trade-Off* ini memandang bahwa struktur modal optimum dapat ditentukan. Perusahaan dipandang sebagai suatu *setting* dari suatu target rasio hutang dengan nilai perusahaan, di mana perusahaan secara bertahap akan menuju target tersebut. Termasuk dalam teori *Trade-Off* ini adalah teori *Tax Shelter-Bankruptcy Cost*.

Menurut *Teori Tax Shelter-Bankruptcy Cost*, keuntungan penggunaan hutang muncul dari peranan biaya bunga sebagai pengurang dalam perhitungan laba kena pajak. Dengan demikian,

perusahaan yang menggunakan hutang akan membayar pajak penghasilan yang lebih rendah daripada perusahaan yang menggunakan seratus persen ekuitas. Penggunaan hutang juga akan memperoleh *return on equity* (ROE) lebih tinggi dibandingkan dengan ekuitas. Dengan kata lain, penggunaan hutang akan meningkatkan harga saham dan meningkatkan nilai perusahaan. Asumsi risiko kebangkrutan dari penggunaan hutang tidak ada.

Selanjutnya, keuntungan *tax deductibility* akibat penggunaan hutang akan dibandingkan dengan ekspektasi biaya kebangkrutan akibat penggunaan hutang. Dengan kata lain, sebuah perusahaan menggunakan hutang sampai pendapatan marginal hutang (*the interest tax shelter*) sama dengan biaya marginal hutang (*financial distress and bankruptcy cost*), dan struktur modal optimal berada pada posisi di mana keuntungan bersih penggunaan hutang menjadi nol.

Penelitian Baxter (1967) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki risiko yang berhubungan dengan *leverage* yang berlebihan, akan meningkatkan biaya modal perusahaan. Tingginya tingkat *leverage* akan meningkatkan kemungkinan kebangkrutan dan selanjutnya meningkatkan risiko dari aliran laba secara keseluruhan. Lebih lanjut lagi, kemampuan suatu bisnis perusahaan dalam mentolelir *leverage* akan tergantung pada *varian's* laba operasi bersih. Dengan memasukkan kemungkinan kebangkrutan sehubungan dengan hutang yang tinggi, argumen ini menghilangkan asumsi dari Miller (1977) bahwa hutang bebas risiko.

Hasil penelitian Kraus dan Litzenberger (1973) menunjukkan adanya pajak atas laba perusahaan dan adanya penalti kebangkrutan menunjukkan adanya ketidaksempurnaan pasar yang merupakan sentral teori positif dari efek struktur modal terhadap valuasi. Bauran keuangan perusahaan akan menentukan biaya atas kewajiban dari hutangnya dan pendapatan dari penghematan pajak dari pembiayaan melalui hutang tersebut. Bauran keuangan perusahaan juga menentukan tingkat di mana perusahaan *insolvent* dan terjadinya penalti kebangkrutan. Problema struktur modal yang optimal diformulasikan sebagai determinasi dari tingkat hutang sedemikian rupa menghasilkan perbedaan kondisi (perusahaan yang *solvent* dan perusahaan yang *insolvent*) dalam mencapai nilai pasar perusahaan yang maksimal.

Penelitian Brennan dan Schwartz (1978) memperhatikan efek pajak pendapatan perusahaan dalam hubungannya dengan struktur modal dan valuasi. Dalam hal ini, penghematan pajak akibat biaya bunga berhenti pada saat perusahaan bangkrut, dan masalah penambahan hutang akan memiliki dua efek, yaitu di satu pihak akan meningkatkan penghematan pajak yang dapat dinikmati selama perusahaan hidup, dan di lain pihak akan mengurangi profitabilitas perusahaan yang hidup pada setiap periodenya. Naik turunnya nilai perusahaan pada saat hutang tambahan diambil akan tergantung pada pengaruh konflik mana yang terjadi.

Kinerja Keuangan

Kinerja perusahaan merupakan salah satu variabel yang penting, tidak saja bagi perusahaan tapi juga bagi investor. Kinerja menunjukkan kemampuan manajemen perusahaan dalam mengelola modalnya. Menurut Mulyadi (1993:418), pada dasarnya kinerja merupakan hasil yang telah dicapai atas berbagai aktivitas yang dilakukan dengan pendayagunaan berbagai sumber-sumber yang tersedia, yang diukur dengan menggunakan ukuran tertentu yang baku.

Penilaian perusahaan dapat dilakukan dengan cara mengukur kinerjanya. Pengukuran kinerja perusahaan dapat dilakukan dengan menggunakan suatu metode atau pendekatan. Menurut Morse dan Davis (1996; 391-392) pengukuran kinerja perusahaan dikelompokkan menjadi dua, yaitu pengukuran kinerja non keuangan dan pengukuran kinerja keuangan.

Pengukuran kinerja non keuangan umumnya disajikan tidak dalam satuan uang atau rupiah (*nonfinancial information*), misal: volume penjualan, unit produksi, informasi yang berdasarkan jam kerja dan jam mesin. Sedangkan pengukuran kinerja keuangan umumnya disajikan dalam satuan uang atau rupiah (*financial information*). Pengukuran kinerja keuangan dapat dinilai dengan menggunakan tiga pendekatan, yaitu (1) pendekatan laba akuntansi, dengan alat ukur yang lazim digunakan adalah ROA dan ROE (Bodie dan Kane, 2002 : 611), (2) pendekatan arus kas, merupakan perhitungan kinerja keuangan berdasarkan arus kas bersih atau penerimaan kas dan pengeluaran kas suatu perusahaan selama satu periode. Berdasarkan pendekatan kinerja arus kas dapat diketahui kemampuan potensial keuntungan suatu perusahaan (Warren, 1999:577), dan (3) pendekatan nilai tambah ekonomis (EVA), yaitu suatu cara untuk menghitung nilai tambah ekonomis yang diperoleh perusahaan secara riil dengan mengurangi laba bersih operasi setelah pajak dengan bagian keuntungan yang diberikan kepada pemilik dana (biaya ekuitas atas suatu investasi) [Brigham dan Houston, 2001:58].

Diantara ketiga pendekatan pengukuran kinerja keuangan perusahaan di atas, maka akan digunakan pendekatan nilai tambah ekonomis (*economic value added* atau *EVA*) untuk pengukuran kinerja perusahaan. Dasar pertimbangan yang digunakannya adalah bahwa EVA merupakan alat pengukur kinerja keuangan yang paling mendekati dibandingkan dengan alat pengukur lainnya dalam melihat keuntungan ekonomis yang sebenarnya dari sebuah perusahaan.

Menurut Sidharta Utama (1997:10-13) keunggulan dan kelemahan pengukuran kinerja keuangan dengan menggunakan nilai tambah ekonomis atau EVA, adalah sebagai berikut :

Keunggulan :

- Hasil investasi yang dihitung dengan menggunakan EVA akan menunjukkan hasil investasi yang riil.
- Tingkat risiko suatu investasi akan lebih mudah diketahui melalui biaya ekuitas yang terjadi.
- Perusahaan akan lebih memperhatikan struktur permodalannya, karena pada umumnya biaya ekuitas saham relatif lebih besar jika dibandingkan dengan biaya hutang. Hal ini sering diabaikan oleh perusahaan, karena biaya ekuitas tidak muncul dalam laporan laba-rugi, sehingga seolah-olah dana ekuitas ini gratis.
- Dapat digunakan untuk mengidentifikasi investasi atau proyek yang *return* yang lebih tinggi dibanding biaya ekuitas proyek tersebut.

Kelemahan:

- EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu periode tertentu.
- Secara konseptual EVA lebih unggul dari pada pengukur kinerja dengan pendekatan tradisional, namun secara praktis EVA relatif sulit untuk diterapkan, terutama bagi perusahaan yang belum *go public*.

Penggunaan alat ukur EVA untuk mengetahui kinerja perusahaan, dilakukan oleh Lee (1996) yaitu nilai perusahaan ditentukan dengan menjumlahkan total modal yang diinvestasikan dengan nilai sekarang yang diharapkan. Karena EVA merupakan residu atau *surplus* pendapatan yang tersisa setelah mengurangi *cash flow* dengan nilai total biaya modal perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang. Jika EVA positif, perusahaan mampu menciptakan kesejahteraan pemegang saham dan jika EVA negatif menunjukkan bahwa perusahaan tersebut berkapasitas sebagai penghancur dari kesejahteraan pemegang saham. Untuk jangka panjang,

hanya perusahaan-perusahaan yang mampu meningkatkan modal atau kesejahteraan pemegang saham yang akan tetap bertahan hidup.

Komponen Perhitungan EVA :

Formula yang digunakan untuk menghitung EVA (Stewart, 1991 : 137), adalah:

$$EVA = NOPAT - c^* \times \text{Capital} \quad (2.1)$$

$$EVA = (r - c^*) \times \text{Capital}$$

di mana:

NOPAT = Laba bersih operasi setelah pajak (*Net Operating Profit After Tax*)

C* = Biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost Of Capital*)

Capital = Jumlah dana yang terdiri atas hutang berbunga dan ekuitas saham yang tersedia di perusahaan untuk mendanai usaha perusahaan.

r = NOPAT: *Capital*

METODOLOGI PENELITIAN

Variabel Penelitian, Data dan Sumber Data

Variabel penelitian ini yang digunakan terdiri dari variabel struktur modal, variabel struktur kepemilikan saham manajerial, variabel struktur kepemilikan saham institusi, dan variabel kinerja perusahaan, dimana variabel variabel kinerja perusahaan sebagai variabel dependen, sedangkan variabel lainnya dianggap sebagai variabel independen.

Data yang digunakan dalam penelitian ini bersumber dari laporan keuangan emiten di Bursa Efek Jakarta, terhadap data sensus sebanyak 193 emiten non keuangan di luar perusahaan perbankan dan lembaga keuangan dan investasi (karena mempunyai undang-undang tersendiri), yang memiliki ekuitas positif selama periode 2004-2006.

Variabel yang Digunakan

• Struktur Modal (SM)

Variabel ini digunakan untuk melihat komposisi antara hutang dengan ekuitas suatu perusahaan. Variabel ini diukur dengan cara membandingkan nilai rasio nilai buku dari hutang jangka panjang dengan nilai pasar ekuitas ditambah hutang jangka panjang selama 3 tahun.

• Kepemilikan Manajerial (KM)

Variabel ini merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Pihak manajemen terdiri dari anggota direksi dan komisaris. Data diambil selama 3 (tiga) tahun.

• Kepemilikan Institusi (KI)

Variabel ini merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi sebagai *agen monitoring* disebabkan oleh besarnya investasi mereka dalam pasar modal. Variabel ini dapat dilihat dari nilai proporsi saham biasa yang dimiliki oleh pihak institusi (perusahaan, dana pensiun, asuransi, bank) terhadap total saham biasa *outstanding* selama 3 (tiga) tahun.

• **Kinerja Perusahaan (KP)**

Variabel ini merupakan ukuran hasil dari suatu proses yang dilakukan dalam internal perusahaan selama satu periode tertentu. Ukuran kinerja perusahaan dihitung menggunakan EVA, yaitu rasio antara NOPAT terhadap *Capital* dikali dengan WACC, selama 3 (tiga) tahun

Model Penelitian dan Hipotesis Model

Model yang digunakan untuk mengkaji pengaruh variabel struktur modal, variabel struktur kepemilikan saham, variabel ukuran perusahaan dan variabel risiko *return* saham terhadap variabel kinerja perusahaan adalah Model Regresi Berganda, dengan persamaan matematisnya sebagai berikut:

$$KP_{it} = \beta_0 + \beta_1 KI_{it} + \beta_2 KM_{it} + \beta_3 SM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

dengan; $\beta_1 > 0$, $\beta_2 > 0$, dan $\beta_3 < 0$

Dimana:

- KP = Kinerja Perusahaan
SM = Struktur Modal
KI = Kepemilikan Institusi
KM = Kepemilikan Manajerial
 β_0 = Nilai konstanta
 β_i = Nilai koefisien regresi yang dicari, dengan $i > 0$
 ε_t = Pengaruh variabel lain

Hipotesis Penelitian

Hipotesis penelitian tentang pengaruh kepemilikan saham institusi, proporsi kepemilikan saham managerial, struktur modal terhadap kinerja perusahaan adalah sebagai berikut :

- Kepemilikan saham institusi berpengaruh secara positif terhadap kinerja perusahaan.
 $H_0 : \beta_1 = 0$
 $H_a : \beta_1 > 0$
- Kepemilikan saham oleh pihak managerial berpengaruh secara positif terhadap kinerja perusahaan
 $H_0 : \beta_2 = 0$
 $H_a : \beta_2 > 0$
- Struktur modal perusahaan berpengaruh secara negatif terhadap kinerja perusahaan.
 $H_0 : \beta_3 = 0$
 $H_a : \beta_3 < 0$

ANALISIS & HASIL PENELITIAN

Pengolahan Data

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SM, KI, KM ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: KP

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.354 ^a	.125	.117	35.5483208	1.933

a. Predictors: (Constant), SM, KI, KM

b. Dependent Variable: KP

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	527697.9	3	175899.300	27.381	.000 ^a
	Residual	3693885	575	6424.096		
	Total	4221583	578			

a. Predictors: (Constant), SM, KM, KI,

b. Dependent Variable: KP

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-105.733	23.467		-4.505	.000
	KI	15.336	6.366	.035	2.409	.012
	KM	12.338	5.202	.011	2.371	.023
	SM	-2.482	.821	-.003	-3.023	.000

a. Dependent Variable: KP

Penelitian dilakukan pada 193 kelompok emiten non keuangan, yang diambil dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dari sejumlah populasi sebesar 333 perusahaan yang tercatat di BEJ, periode 2004 sampai dengan 2006. Data variabel yang digunakan bersumber dari *Indonesian capital market directory* BEJ, yang diterbitkan oleh tiap emiten. Jumlah emiten non keuangan berdasarkan kelompok industrinya yang dijadikan objek penelitian, sebagai berikut:

Tabel 2. Kelompok Emiten dan Jumlah Emiten yang di teliti

No.	Kelompok Emiten	Jumlah
1.	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>	4
2.	<i>Animal Feed and Husbandry</i>	5
3.	<i>Mining and Mining Services</i>	6
4.	<i>Construction</i>	4
5.	<i>Manufacturing</i>	96
6.	<i>Transportation Services</i>	7
7.	<i>Communication</i>	7
8.	<i>Whole Sale and Retail Trade</i>	12
9.	<i>Real Estate and Property</i>	23
10.	<i>Hotel and Travel Services</i>	7
11.	<i>Holding and Other Investment Companies</i>	6
12.	<i>Others</i>	16
Jumlah Emiten		193

Sumber : Data Emiten pada Lampiran 1.

Berdasarkan 193 perusahaan tersebut, selanjutnya dapat dihitung kinerja perusahaan yang memperlihatkan ukuran hasil dari suatu proses yang dilakukan dalam internal perusahaan selama periode tertentu. Untuk mengukur kinerja perusahaan dalam penelitian ini dihitung menggunakan *Log Natural Economic Value Added* (EVA). Untuk melihat nilai EVA secara keseluruhan maupun berdasarkan masing-masing kelompok emiten non keuangan, yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ), disajikan pada Tabel 2.

Tabel 3. Nilai *Economic Value Added* Emiten Periode 2004 – 2006

Tahun	EVA Negatif		EVA Positif	
	Jumlah Emiten	Persen	Jumlah Emiten	Persen
2004	74	38,34	119	61,66
2005	58	30,05	135	69,95
2006	155	80,31	38	19,69

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Tabel 3. , memperlihatkan kecenderungan kinerja perusahaan yang makin menurun, sebagaimana ditunjukkan oleh makin meningkatnya jumlah nilai EVA yang negatif. Hal ini berarti bahwa sebagian besar emiten non keuangan di Indonesia belum mampu menghasilkan tingkat pengembalian modal yang dapat menutup risiko modal (*capital risk*)-nya. Rekomendasi hasil penelitian tentang kinerja perusahaan, dapat disimpulkan bahwa pada tahun 2006 hanya sedikit perusahaan yang mampu membukukan nilai EVA positif, yaitu hanya sebanyak 38 perusahaan.

Jika EVA positif, perusahaan mampu menghasilkan kinerja yang positif dan menciptakan kesejahteraan pemegang saham, jika EVA negatif menunjukkan bahwa perusahaan tersebut berkapasitas sebagai penghancur dari kesejahteraan pemegang saham. Untuk jangka panjang, diharapkan perusahaan dapat memiliki nilai EVA positif, karena perusahaan-perusahaan yang

akan tetap bertahan hidup adalah perusahaan yang mampu memiliki nilai EVA positif. (Tully, 1993 : 38).

Hasil Perhitungan Statistik

Berdasarkan perhitungan Regresi Berganda menggunakan *software SPSS* versi 12.0, secara lengkap hasil perhitungannya, adalah sebagai berikut :

Tabel 4. Hasil Perhitungan Statistik

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-105.733	23.467		-4.505	.000
	KI	15.336	6.366	.035	2.409	.012
	KM	12.338	5.202	.011	2.371	.023
	SM	-2.482	.821	-.003	-3.023	.000

a. Dependent Variable: KP

Sumber : Hasil olahan SPSS Versi 12.00

Berdasarkan Tabel 4. di atas, diperlihatkan dalam model persamaan statistik tampak sebagai berikut ini :

$$\begin{aligned}
 KP = & -105,733 + 15,336 KI + 12,338 KM - 2,482 SM + \epsilon_t \dots\dots\dots (4.1) \\
 & (-4,505) \quad (2,409) \quad (2,371) \quad (-3,023)
 \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,125 \quad R^2 \text{ Adj} = 0,117$$

Untuk mengetahui kontribusi yang diberikan oleh variabel penjelas (*independen*) terhadap variabel terikat (*dependen*) pada kurun waktu penelitian, dapat diketahui dengan melihat besarnya nilai koefisien determinasi. Sebagaimana hasil perhitungan SPSS diketahui besarnya pengaruh variabel bebas (KI, KM, LnUP, RRS, dan SM), terhadap kinerja perusahaan adalah sebesar 0,125 atau 12,5%. Sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dikaji dalam penelitian ini.

Pembahasan

Pengaruh Kepemilikan Institusi (KI) Terhadap Kinerja Perusahaan (KP)

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimumkan kemakmuran pemegang saham. Secara operasional terlihat oleh peningkatan kekayaan pemegang. Kekayaan pemegang saham diprosikan sebagai nilai perusahaan. Nilai perusahaan adalah penjumlahan antara nilai hutang dengan nilai ekuitas perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan diperoleh melalui suatu proses dari kegiatan operasional yang dilakukan mengikuti kaidah ekonomi dan secara periodik diukur kinerjanya. Pemilik perusahaan tercakup didalamnya seluruh pemegang sekuritas, baik berbentuk saham atau obligasi.

Memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham memiliki makna yang lebih luas dibandingkan dengan memaksimalkan laba. Memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham mencakup tiga hal:

- Pengaruh waktu terhadap nilai uang. Nilai Rp. 1000 sekarang nilainya lebih berarti dari pada Rp. 1000 di waktu yang akan datang.
- Mempertimbangkan berbagai risiko terhadap arus kas bersih perusahaan.
- Kualitas dana yang diharapkan akan diterima di masa yang akan datang nilainya beragam.

Pada perusahaan modern, terjadi pemisahan antara fungsi kepemilikan yang melekat pada pemegang saham dengan fungsi pengelolaan yang dikendalikan oleh manajemen profesional. Pemisahan dua fungsi ini, yang sebelumnya berada pada kelompok tunggal yaitu pemegang saham, telah menimbulkan konflik kepentingan sehingga menimbulkan masalah keagenan yang secara bersamaan menimbulkan biaya keagenan. Masalah keagenan ini timbul karena pihak manajemen, sebagai pihak yang diberi wewenang oleh pemilik perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan, tidak sepenuhnya melaksanakan sesuai dengan kontrak yang mereka telah sepakati. Hal ini terjadi karena secara manusiawi pihak manajemen mempunyai kepentingan-kepentingan ekonomi lain yang bersifat pribadi. Secara rasional ia menginginkan pula tujuan pribadinya tercapai, yaitu memaksimalkan utilitas individu.

Pada waktu bersamaan, pada perusahaan publik, kepemilikan saham menjadi menyebar yang dimiliki oleh banyak pihak, terdiri dari pemegang saham institusi, saham pendiri, dan saham individu, dan pihak lainnya. Setiap pihak mempunyai kepentingan dan kemampuan yang berbeda dalam mengarahkan tujuan perusahaan. Penyebaran kepemilikan saham dan pemisahan antara fungsi pengendalian dengan fungsi kepemilikan tersebut menyebabkan kendali perusahaan oleh pemilik perusahaan secara menyeluruh makin lemah.

Keberadaan pemegang saham oleh institusi dapat mengatasi masalah pengendalian itu. Pihak institusi selaku pemegang saham mempunyai sumberdaya dan anggaran. Ia berfungsi sebagai bagian pemilik perusahaan dengan tujuan yang sama, sehingga ia akan melakukan pengendalian secara aktif dan simultan terhadap tindakan dan kebijakan pihak manajemen. Makin besar kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi, makin besar pula hak kendalinya, sehingga makin efektif ia melakukan pengendalian, akibatnya perilaku oportunistik pihak manajemen dapat ditekan dan manajemen mengambil kebijakan perusahaan tetap pada tujuan perusahaan yang benar. Jika tujuan perusahaan dicapai dengan benar, maka dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Dengan demikian, kepemilikan saham oleh institusi secara positif dapat mendorong kinerja perusahaan.

Pada persamaan 4.1., dan Tabel 4. dapat diketahui bahwa secara individu variabel kepemilikan saham institusi (KI) memiliki arah pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan (KP) dengan nilai koefisien regresi positif sebesar 15,336. Nilai ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi (KI) memberikan arah pengaruh yang positif (searah) terhadap kinerja perusahaan (KP). Setiap peningkatan sebesar 1% kepemilikan institusi maka akan meningkatkan kinerja perusahaan sebesar 15,336%. Berdasarkan temuan ini, dinyatakan bahwa makin besar kepemilikan saham oleh institusi, makin tinggi efektivitas pengendalian yang dilakukan oleh pemegang saham terhadap kebijakan manajemen dalam mengoperasikan perusahaan, karena perilaku manajemen yang oportunistik dapat dikendalikan, sehingga biaya keagenan menurun, akibatnya kinerja perusahaan menjadi lebih baik, *ceteris paribus*. Jadi dapat

disimpulkan bahwa kepemilikan saham oleh institusi masih konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yaitu memiliki pengaruh positif dengan kinerja perusahaan.

Hasil kajian empiris oleh Kuznetsov dan Muravyev (2001) juga menyimpulkan bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan saham institusi terhadap kinerja perusahaan. Berikutnya, Bathala et. al. (1994) menyatakan bahwa kehadiran pihak investor institusi dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif, sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham. Adanya pengawasan yang baik dan intensif oleh investor institusi dapat mengakibatkan kinerja perusahaan menjadi meningkat sejalan dengan perilaku oportunistik manajemen perusahaan yang lebih terkendali. Berger dan Patti (2002) menyimpulkan bahwa pemegang saham institusi mempunyai efek pemantauan (*monitoring*) yang baik yang dapat mengurangi biaya keagenan, sehingga kinerja perusahaan dapat ditingkatkan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial (KM) Terhadap Kinerja Perusahaan (KP)

Kepemilikan saham oleh manajerial adalah salah satu bentuk pengendalian internal perusahaan, bentuk pengendalian internal lainnya seperti audit internal, sistem informasi manajemen, dan lain-lain. Pengendalian internal melalui kepemilikan saham manajerial bersifat *inherent*, melekat pada diri pembuat kebijakan yaitu manajemen, karena setiap hasil dari suatu keputusan, baik positif maupun negatif, hasilnya akan kembali pada diri sendiri selaku pembuat keputusan. Pemegang saham manajerial juga mewakili pemegang saham lainnya, dengan tujuan yang sama. Makin besar jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen, makin besar dampak hasil keputusan yang akan kembali pada diri sendiri selaku pemegang saham. Oleh karena itu, ia akan berusaha membuat keputusan sesuai tujuan perusahaan. Manajemen akan mengurangi sifat oportunistiknya sehingga biaya keagenan berkurang dan kinerja perusahaan menjadi naik.

Berdasarkan persamaan 4.1. dan Tabel 4. dapat diketahui bahwa secara individu variabel kepemilikan manajerial (KM) memiliki arah pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan (KP). Nilai koefisien yang tercatat dari hasil 2SLS di atas untuk kepemilikan manajerial adalah positif sebesar 12,338%, menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial (KM) memberikan arah pengaruh yang positif (searah) terhadap kinerja perusahaan (KP). Setiap peningkatan sebesar 1% kepemilikan manajerial maka akan meningkatkan kinerja perusahaan sebesar 12,338%. Hal ini yang menjelaskan bahwa makin besar kepemilikan saham manajerial, makin besar pula dampak hasil keputusan yang akan kembali pada diri sendiri, untuk itu ia akan membuat kebijakan makin baik dengan mengurangi sifat oportunistiknya, sehingga kinerja perusahaan meningkat. Jadi dapat dikatakan bahwa kepemilikan saham manajerial berhubungan positif dengan kinerja perusahaan, *ceteris paribus*. Berdasarkan temuan ini, maka penelitian ini masih konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya dan hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan dapat dibuktikan.

Melalui kepemilikan saham manajerial, mereka merasakan langsung manfaat dari keputusan yang benar dan kerugian yang timbul akibat pengambil keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan demikian kepemilikan saham manajerial merupakan insentif bagi *manager* untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Pengaruh Struktur Modal (SM) Terhadap Kinerja Perusahaan (KP)

Keputusan pendanaan hutang melibatkan dua pihak yang berkepentingan langsung, yaitu manajemen dan kreditor. Dari sisi perusahaan, hutang menimbulkan dua masalah utama yaitu masalah biaya keagenan dari pengendalian dan masalah biaya modal serta manfaat dari keringanan pajak atas biaya bunga. Kedua masalah tersebut berdampak pada kinerja perusahaan, baik positif atau negatif. Bagi pihak manajemen, penggunaan hutang menimbulkan masalah berupa risiko yang ditanggung manajemen. Kedua kemungkinan dampak itu dapat dijelaskan sebagai berikut:

- Jika kepemilikan saham besar relatif besar, maka monitoring eksternal oleh pemegang saham terhadap manajemen lebih efektif sehingga menurunkan biaya keagenan. Penggunaan hutang akan menimbulkan biaya monitoring oleh kreditor. Secara keseluruhan, akibat monitoring oleh pemegang saham institusi dan kreditor secara bersamaan meningkatkan biaya keagenan. Biaya ini akan mengurangi hasil yang berarti kinerja perusahaan jadi turun. Jadi dapat disimpulkan semakin besar hutang, pada proporsi kepemilikan saham institusi yang besar, akan menurunkan kinerja perusahaan.
- Jika kepemilikan saham institusi relatif kecil sehingga efektifitas monitoring eksternal terhadap manajemen rendah, maka perilaku oportunistik manajemen menjadi tinggi. Perilaku oportunistik oleh manajemen semakin besar jika pihak manajemen memiliki informasi superior dibandingkan pihak lainnya. Untuk meningkatkan efektifitas monitoring, maka penggunaan hutang adalah jalan tengah antara pemegang saham dengan manajemen. Kreditor akan melakukan monitoring selama umur pinjaman untuk mengurangi risiko piutang tidak dibayar. Dengan demikian biaya keagenan akan berkurang.
- Menurut teori keagenan, total risiko yang ditanggung oleh manajemen tidak dapat didiversifikasi dalam pasar tenaga kerja managerial. Keberhasilan manajemen menghasilkan kinerja yang baik akan menjamin keberlangsungan pekerjaannya, jika sebaliknya ia dapat diberhentikan. Jika manajemen diberhentikan karena kinerjanya yang buruk, maka sukar bagi dia untuk mendapatkan pekerjaan kembali. Untuk menjaga agar manajemen tetap bekerja pada posisinya sekarang, maka dia akan mengurangi risiko kebangkrutan sehingga perusahaan tetap bertahan hidup, yang berarti menjamin keberadaannya pada pekerjaannya sekarang. Untuk mengurangi risiko kebangkrutan ini, manajemen akan menggunakan sumber dana hutang pada level dibawah optimum (sub optimal), atau jika *leverage* perusahaan telah tinggi akan mengurangi hutang, karena hutang dapat meningkatkan risiko kebangkrutan akibat beban tetap keuangan yang ditimbulkannya. Pemikiran ini berarti manajemen tidak memperhatikan teori struktur modal yang relevan menurut kerangka pemikiran *trade-off* dalam penetapan struktur modal perusahaan.
- Ditinjau dari teori struktur modal yang relevan menurut kerangka pemikiran *trade-off* yang menyatakan bahwa perusahaan mempunyai struktur modal optimum. Dalam kebijakan struktur modalnya, perusahaan secara gradual akan mengarah pada pada struktur modal optimum. Pada keadaan struktur modal optimum biaya modalnya minimum, sehingga nilai perusahaan maksimum (*ceteris paribus*).

Pada persamaan (4.1.) dan Tabel 3, diketahui bahwa secara individu variabel struktur modal (SM) memiliki arah pengaruh yang negatif terhadap kinerja perusahaan (KP). Nilai koefisien regresinya adalah negatif sebesar 2,482. Nilai ini menunjukkan bahwa struktur modal (SM) memberikan arah pengaruh yang negatif (berlawanan) terhadap kinerja perusahaan (KP).

Setiap peningkatan sebesar 1% struktur modal maka akan menurunkan kinerja perusahaan sebesar 2,482%. Hal ini berarti bahwa makin besar *leverage* maka kinerja perusahaan makin menurun.

Lasher (2003, 431) menetapkan pedoman tentang struktur modal optimum yang diterima oleh perusahaan bisnis berkisar pada level *leverage* antara 30% - 50%. Hal ini berarti struktur modal dari objek penelitian berada pada level bawah dalam kisaran optimum. Hal ini memungkinkan perusahaan masih dapat meningkatkan nilai hutangnya untuk mencapai titik optimum yang terbaik. Potensi perusahaan untuk menambah hutang didukung oleh keadaan kapasitas struktur aset yang telah digunakan untuk jaminan hutang masih di bawah 100%.

Tabel 5. Aktiva Tetap rata-rata yang digunakan sebagai jaminan hutang jangka panjang periode 2004 - 2006

Tahun	Struktur Modal	Struktur Aset	Aset yang dijaminan
(1)	(2)	(3)	(4) = (2) : (3)
2004	0,3136	0,3598	0,8791
2005	0,3172	0,3730	0,8504
2006	0,2803	0,3932	0,7129

Sumber : Data diolah.

Sebagaimana diperlihatkan pada Tabel 5. bahwa jumlah aset yang digunakan sebagai jaminan hutang jangka panjang menunjukkan penurunan selama tiga tahun berturut-turut, yaitu 87,91%, 85,04%, dan 71,29% pada periode tahun 2004–2006. Berdasarkan hal tersebut, perusahaan masih mempunyai potensi untuk menambah sumber dana hutang karena rasio antara struktur modal dengan struktur aset masih di bawah 100%. Secara normatif nilai maksimum dari hutang sama dengan nilai jaminan asetnya, dengan kata lain rasio hutang dengan aset yang dijaminan maksimum 100%. Dari Fakta empiris yang ada dan kaidah normatif mengenai rasio hutang dengan aset yang dapat dijaminan, maka dapat dikatakan bahwa struktur aset secara rata-rata tidak menjadi faktor pembatas bagi perusahaan untuk meningkatkan sumber pendanaan hutang jangka panjang.

Dilihat dari sisi perusahaan, jika mengikuti teori struktur modal optimum, perusahaan masih berpotensi untuk meningkatkan nilai hutang untuk meningkatkan nilai perusahaan, karena optimalisasi hutang masih dapat ditingkatkan, yang dapat dilihat dari rasio nilai hutang dan nilai jaminan aset di bawah 100% (Tabel 5.) serta rata-rata rasio *leverage* pada posisi dibawah dalam kisaran optimal (30% - 50%) menurut kriteri Lasher (2003). Menurut teori *Trade-off* tentang struktur modal, kondisi itu seharusnya mendorong perusahaan menambah hutang untuk meningkatkan nilai perusahaan. Ini berarti jika perusahaan menambah hutang maka kinerja perusahaan naik. Dengan kata lain struktur modal berhubungan positif dengan kinerja perusahaan.

Fakta empiris dari hasil penelitian serta hipotesis penelitian menyatakan sebaliknya, bahwa struktur modal berhubungan terbalik (negatif) dengan kinerja perusahaan. Fakta ini dapat dijelaskan dengan teori keagenan. Sifat hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan tergantung dari sifat hubungan yang kompleks antara pemegang saham, manajemen dan kreditor. Hubungan tiga pihak itu akan menentukan efektifitas monitoring dan biaya keagenan secara keseluruhan. Sifat hubungan ini dapat disederhanakan melalui tingkat efektifitas monitoring oleh

pemegang saham terhadap kebijakan manajemen dalam penggunaan sumber dana. Tingkat efektifitas ini tergantung dari kekuatan hak suara dari pihak pemegang saham. Fakta empiris menjelaskan bahwa rata-rata kepemilikan saham institusi dalam periode pengamatan berada di atas 50%, yaitu 067,62%, 66,99%, dan 67,35% berturut-turut untuk tahun 2004, 2005, dan 2006 (Tabel 6.). Ini berarti pemegang saham institusi mempunyai kekuatan hak suara yang mutlak, yang berarti monitoring terhadap kebijakan manajemen efektif, biaya keagenan dapat dikurangi.

Tabel 6. Rata-rata Proporsi Kepemilikan Saham Seluruh Emiten periode 2004 – 2006

Tahun	Rata-rata Kepemilikan Institusi	Rata-rata Kepemilikan Manajerial
2001	0,6762	0,0273
2002	0,6699	0,0239
2003	0,6735	0,0229

Sumber : Hasil Pengolahan

Sementara itu, dari sisi pemegang saham manajerial, proporsi saham yang dimiliki manajemen relatif kecil, yaitu 2,73%, 2,39%, dan 2,29% berturut-turut untuk tahun 2004, 2005, dan 2006 (Tabel 6.). Rendahnya kepemilikan saham manajerial menyebabkan monitoring internal tidak efektif, sehingga terjadi ketimpangan informasi (informasi asimetrik). Pihak manajemen mendominasi informasi perusahaan dibandingkan pihak pemegang saham. Untuk menyeimbangkan penyebaran informasi perusahaan lebih merata, maka pemegang saham mendorong untuk meningkatkan hutang, karena kreditor akan melakukan monitoring terhadap kebijakan manajemen. Namun demikian, penggunaan hutang ini akan menimbulkan biaya keagenan akibat adanya biaya monitoring oleh kreditor yang tumpang tindih dengan monitoring oleh pemegang saham institusi, sehingga biaya total dari monitoring pihak eksternal (pemegang saham institusi dan kreditor) menjadi naik, akibatnya kinerja perusahaan turun. Pilihan untuk mendorong penggunaan hutang oleh pemegang saham meski meningkatkan biaya keagenan, dengan anggapan bahwa biaya akibat hilangnya informasi karena dominasi informasi oleh manajemen lebih besar dibandingkan dengan besarnya biaya monitoring oleh kreditor. Analisis ini akan valid dengan asumsi memang benar informasi perusahaan bersifat asimetris, yaitu manajemen memiliki informasi tentang perusahaan yang superior dibandingkan pihak lain.

PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan analisis dari hasil penelitian maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

- Kepemilikan saham oleh institusi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini berarti semakin besar proporsi kepemilikan saham institusi akan semakin efektif melakukan monitoring sehingga tujuan perusahaan untuk mensejahterakan pemegang saham semakin tinggi. Hal ini sesuai dengan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan *shareholders*. Pemegang saham menanamkan modalnya pada perusahaan dan menginginkan memperoleh hasil yang mampu meningkatkan nilai kekayaannya dari perusahaan tersebut. Untuk itu, perusahaan melalui aktivitas bisnisnya harus mampu membawa manfaat berupa profit yang merupakan kinerja dalam satu periode.
- Kepemilikan saham manajerial berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Pemegang saham manajerial tidak lain adalah pemegang saham perusahaan. Ia mempunyai motif dan tujuan yang sama dengan pemegang saham lainnya, yaitu mendorong perusahaan mencapai tujuannya. Pemegang saham manajerial berfungsi sebagai bagian pengendalian internal perusahaan oleh pemegang saham.
- Struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini terjadi karena dengan semakin tinggi nilai hutang, biaya keagenan semakin besar yang berarti akan mengurangi laba perusahaan.

Saran

- Perlu digali kembali variabel-variabel yang mempengaruhi kinerja perusahaan yang ditinjau dari perspektif teori keagenan, karena pengaruhnya dari variabel yang diteliti relatif sangat kecil.
- Perlu dipertimbangkan masalah aspek pengendalian internal lain selain variabel kepemilikan saham manajerial, seperti pemberian kompensasi, bonus, program ESOP (*equity stock ownership plan*), dan keberadaan anggota Dewan Komisaris independen.
- Dengan model yang sama, perlu dikaji atas dasar satu industri tertentu untuk melihat perbandingan dengan industri yang lain.
- Dapat dikaji lebih lanjut penggunaan variabel Kinerja Perusahaan dengan menggunakan indikator lain, seperti Tobin's Q, dan lain-lain.
- Untuk melihat akurasi hubungan antara variabel struktur modal dengan kinerja perusahaan dalam kerangka teori keagenan, disarankan menambah variabel kontrol ukuran perusahaan, resiko return saham, dan informasi asimetrik. Misalnya dengan memasukkan variabel informasi asimetrik, dapat diketahui apakah informasi perusahaan yang disampaikan simetris atau tidak. Hubungan variabel struktur modal dengan kinerja perusahaan akan akurat pada kondisi informasi yang simetris

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, James S., Cole, Rebel A., and Lin, James Wuh, 2000, Agency Cost and Ownership Structure, *The Journal of Finance* (February) Vol. LV, no. 1, 81 – 105.
- Barton, Sidney L., Hill, Ned C., and Sundaram S., 1989, An Empirical Test of Stajeholder Theory Predictions of Capital Structure, *Journal of The Financial Management Association* (Spring), 36-44.
- Bathala, Chenchuramaiah T., Kenneth P. Moon, and Ramesh P. Rao, 1994, Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective, *Journal of Financial Management* (Autumn) Vol. 23 no. 3, 38 – 50.
- Baxter, N., 1967, Leverage Risk and the Cost of Capital, *Journal of Finance*, Vol. 22, 395 – 403
- Berger, Allen N., and Emilia Bonaccorsi di Patti, 2002, Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Theory and an Application to the Banking Industry. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2002/200254/200254pap.pdf>
- Bodie, Alper and Michael J. Kane, 2002, *Principle of Financial Management*, Singapore: McGraw-Hill.
- Brailsford, Oliver, and Pua, 2002, On the Relation Between Ownership Structure and Capital Structure, *Journal of Accounting and Finance* No. 42, p. 1-26.
- Brennan, Michael and Andrew Schwartz, 1978, Taxes, Market Valuation, and Corporate Financial Policy, *National Tax Journal*, December, pp. 576 – 577
- Brigham and Houston, Joel F., 1998, *Fundamental of Financial Management*, 2nd edition, New York: The Dryden Press
- Chang R. P. dan S.G. Rhee, 1990, The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions, *Financial Management*, Summer 21 – 31
- Jensen, M. and W. Meckling, 1976, Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure, *Journal of Finance Economics* (December) 3, 305-360
- Kraus, A. and R.H. Litzenberger, 1973, A State Preference Model of Optimal Financial Leverage, *Journal of finance*, pp. 911-922
- Kuznetsov, Pavel and Muravyev, Alexander, 2001, Ownership Structure and Firm Performance in Russia, The Case of Blue Chips of The Stock Market, Economics Education and Research Consortium (*Working Paper* No. 01/10, 2001), 1-57), <http://www.eerc.ru/publications/workingpapers/wp-01-10e.pdf>
- Lasher, Willam, R., 2003, *Practical Financial Management*, Edisi ke 3, South-Western: Thompson Learning.
- Lauterbach, Beni., and Vaninsky, Alexander, 1999, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Israel, *Journal of Management and Governance* 3, 189 – 201.
- Lee (1996)
- Morse, J.R. and Edward Davis, 2003, *Financial Management Application*, 9th Edition, Singapore: Prentice Hall, Inc.
- Mulyadi, 1993, *Pengukuran Kinerja Keuangan Dengan Pendekatan Economic Value Added (EVA)*, Edisi Millenium, Yogyakarta: Bagian Penerbitan Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN
- Myers S.C., 1984, Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 39(3), July, pp 575-592.
- , and N.S. Majluf, 1984, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do No Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 187-221

- Sidharta Utama, 1997, *Teknik Berinvestasi di Pasar Modal*, akarta: PT Bursa Efek.
- Soliha, Euis dan Taswan, Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* Vol. 9 No. 2 (September), 149-163.
- Stewart, G. Bannet, 1991, *The Quest of Value, A Guide for Senior Manager*, International Edition, New York: Hurper Business.
- Trully, Shawn, 1993, *The Real Key to Creating Wealth*, Fortune, September 20, 1993.
- Warrent, Thomas, 1999, *Principles of Financial Management*, hInternational Edition, New York: Hurper Business.

