

HUBUNGAN NONMONOTONIK ANTARA KONTROL DAN KINERJA PERUSAHAAN

Gede Juliarsa¹

¹ Fakultas Ekonomi Universitas Udayana
e-mail: gde.juliarsa@accountingudayana.com

ABSTRAK

Dalam rerangka *agency theory*, manajemen perusahaan merupakan *agent* yang harus bertanggung jawab kepada pemegang saham sebagai *principal*. *Agent* diberikan tanggung jawab untuk mengelola aset *principal* untuk dapat dikelola secara ekonomis. Studi ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antara kinerja perusahaan dengan kepemilikan manajemen dan ukuran perusahaan. Studi ini menguji 46 kinerja perusahaan tahun 2001 terhadap perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Data diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* 2002. Pengujian hubungan antara kinerja perusahaan menggunakan *Economic Value Added*, kepemilikan manajemen, dan ukuran perusahaan dilakukan dengan analisis regresi berganda dan korelasi. Hasil pengujian menunjukkan bahwa hubungan antara kinerja perusahaan, ukuran perusahaan, dan kepemilikan manajemen adalah tidak monotonik, tetapi secara signifikan *curvilinear*. Temuan ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Fogelberg dan Griffith (2000).

Kata kunci: *economic value added, kepemilikan manajemen, kinerja, ukuran perusahaan, teori agensi*

ABSTRACT

In the framework of agency theory, firm's management is an agent that must be responsible to the shareholder's as a its principal. Agent was given responsibility to manage asset efficiently. This study was aimed to identify the relationship between firm's performance and management ownership and firm's size. This study examined corporate performances of 46 firms publicly listed in Jakarta Stock Exchange in 2001. Data retrieved from Indonesian Capital Market Directory 2002. Relationship between firm's performance proxied by economic value added, management ownership, and size was tested through a multiple regression and correlation analysis. The results found that relationship between firm's performance and firm size and management ownership was not monotonic, but significantly curvilinear. This research's result was inline with study conducted by Fogelberg and Griffith (2000).

Keywords: *agency theory, economic value added, management ownership, performance, size*

PENDAHULUAN

Studi ini menguji hubungan antara kontrol sebagai proksi kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Untuk mengukur kinerja

perusahaan, digunakan ukuran ekonomi, yaitu Stern Stewart & Co's *Economic Value Added* (EVA).

Pengamat ekonomi keuangan telah lama mengakui bahwa pemisahan kepemilikan dan kontrol di perusahaan-

perusahaan besar Amerika Serikat membuat potensi yang menimbulkan konflik-konflik agensi. Keraguan pemegang saham dibatasi oleh dorongan untuk memonitor perilaku dan kinerja agen yang disewa untuk menjalankan perusahaan mereka, dapat menimbulkan kebebasan substansial kepada para manajer untuk mengejar kepentingan sendiri dengan biaya daripada kesejahteraan pemegang saham. Mengabaikan mekanisme kontrol terhadap perilaku, biasanya disebut “*corporate governance structure*“, dan memaksimalkan kesejahteraan tidak semata-mata dapat memberikan motivasi dalam pengambilan keputusan perusahaan (Brook, et al, 2000). Dewan direksi suatu perusahaan adalah suatu mekanisme perusahaan untuk memonitor dan melakukan kontrol terhadap perilaku manajerial. Menyewa, memecat, dan mengganti dewan pengurus tingkat atas suatu perusahaan merupakan suatu masalah agensi.

Suatu pertanyaan apakah pendorong atau yang menentukan harga saham? Ada dua jawaban yang merupakan dasar pertimbangan, yaitu variabel yang digunakan sebagai ukuran kinerja perusahaan yang dapat dihitung dengan menggunakan *accounting-based principals* atau *economic-based methods*. Ukuran-ukuran akuntansi didasarkan pada laporan keuangan (neraca dan laba-rugi), sedangkan ukuran-ukuran ekonomi menggunakan sumber-sumber dan penggunaan-penggunaan kas atau arus kas. Proses akuntansi dapat memberikan informasi yang berbeda, apakah pengeluaran kas dapat dimasukkan ke laba-rugi atau dikapitalisasi di dalam neraca menimbulkan perbedaan besar terhadap angka laba yang dilaporkan. Dalam model ekonomi, arus kas dicatat sehingga tidak membuat perbedaan, kecuali pengaruh pajak (Hall & Brummer).

Hall dan Brummer, menguji hubungan antara nilai pasar suatu perusahaan dengan ukuran-ukuran kinerja

internal. Hasilnya adalah terdapat hubungan positif yang tinggi diperoleh antara nilai pasar perusahaan dengan EVA setelah data disesuaikan dengan inflasi. Hubungan positif yang rendah ditemukan antara nilai pasar perusahaan dengan *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE), *earnings per share* (EPS) dan *dividend per share* (DPS). Koefisien korelasi lebih tinggi ketika data disesuaikan dengan inflasi. Studi yang dilakukan Fogelberg dan Griffith (2000) menemukan bahwa hubungan antara kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan bank komersial tidak monotonik, tetapi secara signifikan *curvilinear*. Pada bank komersial, masa jabatan manajemen seperti yang diusulkan oleh Morck, Shleifer, dan Vishny (1988), dapat menutupi pengaruh yang diprediksikan dalam *convergence-of-interest hypothesis* Jensen dan Meckling (1976). Hipotesis Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa secara keseluruhan adanya hubungan positif antara kepemilikan manajemen dan nilai perusahaan.

Berdasarkan isu yang dipaparkan di atas, dapat dirumuskan beberapa permasalahan sebagai berikut :

- 1) Apakah ada hubungan antara kinerja perusahaan, kepemilikan manajemen, dan ukuran perusahaan untuk perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta?
- 2) Apakah hubungan kinerja perusahaan dan kepemilikan manajemen untuk perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tidak linier?
- 3) Apakah hubungan kinerja perusahaan dan kepemilikan manajemen untuk perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tidak monotonik?

Jensen dan Mackling (1976) membuat argumen-argumen yang meyakinkan bahwa prediksi-prediksi kepemilikan manajerial berjalan karena kepentingan bersama dari para manajer dan pemegang saham luar

sepertinya bahwa ada suatu hubungan positif yang diharapkan antara kepemilikan manajerial dan penilaian perusahaan. Lebih lanjut, Jensen dan Mackling berargumen bahwa *external monitoring (Analyst Coverage)* menghasilkan suatu hubungan positif menentukan penilaian perusahaan. “Kita mengharapkan aktivitas – aktivitas *monitoring* menjadi mengkhusus terhadap kepemilikan institusi dan individu yang mempunyai keunggulan bersaing dalam aktivitas - aktivitas *monitoring* tersebut. Satu dari kelompok – kelompok yang mengetahui untuk dapat memainkan peran yang besar dalam aktivitas – aktivitas tersebut terdiri atas analis – analis sekuritas“. Selanjutnya mereka berargumen bahwa jika aktivitas analis sekuritas mengurangi kos – kos agensi di hubungkan dengan pemisahan kepemilikan dan kontrol mereka, tentu produktif secara sosial. Selain itu, jika ini benar kita mengharapkan keuntungan utama aktivitas sekuritas dapat direfleksikan dalam nilai yang dikapitalisasikan lebih tinggi terhadap hak kepemilikan perusahaan.

Simpson & Gleason (1999), menguji hubungan antara kepemilikan dan struktur dewan direksi dan mekanisme kontrol intern yang mempengaruhi kelangsungan hidup perusahaan. Mereka melihat aspek kepemilikan dan *governance* meliputi kepemilikan oleh direktur dan *officer*, kepemilikan oleh CEO, jumlah direktur, persentase direktur dari dalam, dan perangkapan CEO. Hasilnya mengindikasikan bahwa probabilitas lebih rendah terhadap kesulitan keuangan (*financial distress*) ketika seseorang merangkap sebagai CEO dan dewan komisaris, tetapi faktor-faktor lain tidak mempunyai pengaruh signifikan.

Demsetz dan Villalonga (2001) menguji hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan, jika kepemilikan dibuat *multidimensional* dan

diperlukan sebagai suatu variabel *endogenous*. Ditentukan secara statistik tidak signifikan hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan. Temuan ini konsisten dengan gambaran bahwa penyebaran kepemilikan walaupun temuan ini menimbulkan masalah – masalah agensi, termasuk juga keuntungan kompensasi yang secara umum menambah masalah. Konsekuensinya, data yang merefleksikan pasar sebagai cerminan struktur kepemilikan tidak sistematis hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan.

Fogelberg & Griffith (2000), menguji hubungan kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan untuk sampel perusahaan perbankan yang diambil dari *database Stern Stewart & Co 1997* untuk tahun yang berakhir 1996. Mereka menguji hipotesis-hipotesis yang diajukan oleh Jansen & Mackling yang secara keseluruhan menunjukkan adanya hubungan positif antara kepemilikan manajemen dan nilai perusahaan. Hasil pengujian yang dilakukan menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan adalah tidak monotonik, tetapi secara signifikan *curvilinear*.

Morck, Shleifer, dan Vishny (1988) menyatakan bahwa nilai perusahaan akan berkurang ketika manajemen bebas dari pengecekan terhadap kontrol mereka dan mengusulkan bahwa kinerja perusahaan akan menurun sebagai peningkatan kepemilikan manajemen. Ditemukan secara signifikan hubungan *curvilinear* antara kepemilikan manajemen dan nilai perusahaan, yaitu bahwa kedua efek perbedaan kepentingan dan efek *entrenchment* adalah bekerja. Tegasnya, hasil studi ini adalah menunjukkan bahwa peningkatan nilai perusahaan, kemudian menurun, kemudian meningkat dengan perubahan kepemilikan manajemen.

Penelitian-penelitian manajemen

menggunakan variabel-variabel akuntansi sebagai ukuran-ukuran kinerja seperti *return on equity* (ROE), *return on invesment* (ROI), dan *return on assets* (ROA). Masalah – masalah yang timbul menggunakan ukuran – ukuran tersebut sebaiknya diketahui. Laba akuntansi memasukkan penyusutan dan kos *inventory* dan pengaruhnya terhadap keakuratan pelaporan laba. Nilai – nilai aktiva juga dicatat secara historis. Ketika konvensi – konvensi akuntansi memuat variabel – variabel tersebut tidak reliabel, ekonom – ekonom menggunakan *return* pasar atau *discounted cash flows* sebagai ukuran – ukuran kinerja. Studi ini menggunakan *economic value added* (EVA) sebagai ukuran kinerja perusahaan.

Struktur kepemilikan telah di perkenalkan dengan proporsi dari total saham yang dimiliki oleh anggota direktur. Variabel ini merupakan proksi dorongan-dorongan direktur untuk melakukan tujuan *monitoring* yang efisien. Variabel ini pantas digunakan sebagai proksi kepemilikan manajemen. Hubungan antara distribusi kepemilikan saham dan aspek-aspek lain perusahaan mungkin tergantung pada tingkat kepemilikan *insider* dalam beberapa momen spesifik.

Pengujian yang dilakukan Fogelbreg & Griffith (2000) mengenai kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan menunjukkan adanya hubungan tidak monotonik, tetapi secara signifikan *curvelinear*. Morck, Sheilfer, dan Vishny (1988) menyatakan bahwa nilai perusahaan akan berkurang ketika manajemen bebas dari pengecekan terhadap kontrol mereka dan kinerja perusahaan akan menurun sebagai peningkatan kepemilikan manajemen. Ditemukan secara signifikan hubungan *curvelinear* antara kepemilikan manajemen dan nilai perusahaan, yaitu bahwa kedua

efek perbedaan kepentingan dan efek *entrenchement* adalah bekerja. Tegasnya, hasil studi ini menunjukkan bahwa adanya peningkatan nilai perusahaan, kemudian menurun lalu meningkat dengan perubahan kepemilikan manajemen. Berdasarkan uraian tersebut, dapat dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H₁ Terdapat hubungan antara kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan.

H₂ Hubungan antara kinerja perusahaan dan kepemilikan manajemen adalah tidak monotonik.

Berla dan Means (1932) menyatakan bahwa dengan meningkatkan *size* perusahaan mengakibatkan kepemilikan menjadi menyebar, yang dapat menimbulkan konflik kepentingan antara pemilik dan manajemen. Jensen & Mackling dan Berle & Means berasumsi bahwa pemilik dan manajemen adalah pemilik tunggal yang mampu mengurangi posisi modal dan perusahaan.

Variabel ukuran perusahaan diukur sebagai logaritma dari total aktiva. Variabel ini diprediksi mempunyai hubungan yang negatif dengan risiko. Ukuran aktiva dipakai sebagai wakil pengukur besarnya perusahaan. Perusahaan yang besar dianggap mempunyai risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil. Alasannya adalah perusahaan yang besar dianggap mempunyai akses ke pasar modal sehingga mempunyai beta yang lebih kecil (Elton dan Gruber, 1994). Berdasarkan uraian tersebut, dapat dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut :

H₃ Terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dan kinerja perusahaan.

METODE PENELITIAN

Untuk menguji hubungan antara variabel dependen EVA (*Economic Value Added*) sebagai ukuran kinerja perusahaan

dan variabel independen kontrol kepemilikan manajemen (MAN) dan ukuran perusahaan (AKTIVA) maka digunakan metode analisis *multiple regression* sebagai berikut :

$$EVA = \alpha + \beta_1 AKTIVA + \beta_2 MAN + \varepsilon \dots \dots \dots (1)$$

$$EVA = \alpha + \beta_1 AKTIVA + \beta_2 MAN + \beta_3 MAN^2 + \varepsilon \dots \dots \dots (2)$$

$$EVA = \alpha + \beta_1 AKTIVA + \beta_2 MAN + \beta_3 MAN^2 + \beta_4 MAN^3 + \varepsilon \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan :

- EVA : *Economic Value Added*
- AKTIVA : Nilai Buku Aktiva
- MAN : Kepemilikan Manajemen
- MAN² : Kuadrat Kepemilikan Manajemen
- MAN³ : *Cubed* Kepemilikan Manajemen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan yang diukur dengan ukuran *economic value added* (EVA), sedangkan variabel independennya adalah persentase kepemilikan manajemen dan ukuran perusahaan menggunakan nilai buku aktiva.

Kinerja perusahaan diukur dengan *economic value added* (EVA). Langkah-langkah untuk menghitung angka EVA setiap perusahaan sampel mengikuti prosedur estimasi EVA yang digunakan Hartono dan Chendrawati (1999), yaitu sebagai berikut:

- 1) Menghitung biaya utang tahunan
- 2) Menghitung biaya modal, yaitu melalui tahap:
 - a) Menghitung *return* saham mingguan
 - b) Menghitung *return* pasar
 - c) Menghitung *beta*
- 3) Menghitung struktur modal
- 4) Menghitung rata-rata tertimbang biaya modal (WACC)
- 5) Menghitung EVA dengan formula:
 $EVA = net\ operating\ profit\ after\ tax - (WACC \times modal) \dots \dots \dots$

Kepemilikan manajemen adalah jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen, yaitu persentase kepemilikan saham oleh manajemen dengan total saham perusahaan pada akhir tahun 2001. Angka-angka kepemilikan saham oleh manajemen awalnya diambil dari laporan tahunan yang dipublikasikan di dalam *ICMD 2002*, kemudian di-*cross cek* dengan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit.

Variabel ukuran perusahaan merupakan jumlah nilai buku aktiva perusahaan sampai 31 Desember 2001. Ini diambil dari laporan keuangan yang dipublikasikan dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) 2002.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* 2002 yang berisi informasi seluruh perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh manajemen. Di samping itu, juga dari sumber lain yang menyediakan informasi laporan keuangan tahunan. Data yang diperlukan terdiri atas hal-hal berikut:

- 1) Biaya bunga yang dilaporkan dalam laporan rugi-laba periode 1 Januari sampai dengan 31 Desember 2001 dan total utang perusahaan sampel per 31 Desember 2001. Data ini diperlukan untuk menghitung biaya bunga tahunan.
- 2) Harga saham penutupan pada minggu terakhir tahun 2000, harga saham penutupan selama tahun 2001, dan jumlah dividen yang dibayarkan per lembar saham selama tahun 2001. Data ini digunakan untuk menghitung *return* saham perusahaan sampel.
- 3) Indeks LQ 45 pada minggu terakhir tahun 2000 dan selama tahun 2001. Data ini digunakan untuk menentukan *return* bebas risiko.
- 4) Tingkatan suku bunga Serikat

Bank Indonesia jangka waktu satu bulan selama tahun 2001. Data ini digunakan untuk menentukan *return* bebas risiko.

- 5) Total utang dan modal akhir tahun 2001. Data ini diperlukan untuk menghitung stuktur modal dan penghitungan rata-rata tertimbang biaya modal.
- 6) Laba bersih setelah pajak yang diperoleh perusahaan sampel selama tahun 2001. Data ini diperlukan untuk menghitung *economic value added* (EVA).
- 7) Nilai buku aktiva akhir tahun 2001.
- 8) Persentase kepemilikan saham manajemen akhir tahun 2001.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh manajemen. Karena keterbatasan penelitian, dari sampel yang diperoleh kemudian diseleksi untuk perusahaan yang laporan keuangannya tersedia untuk keperluan perhitungan *economic value added*.

Model regresi akan menghasilkan estimator tidak bias yang baik jika terpenuhi asumsi klasik, yaitu: normalitas (data berdistribusi normal), *autocorelation* ($E(\epsilon) = 0$), *homoscedasticity* (σ^2_ϵ tetap), dan *collinearity* (nilai dari ϵ independen).

Untuk menguji hipotesis yang diajukan apakah berhasil didukung atau tidak, dapat dilihat dari *p-value* (atau

angka sig. pada *output* paket statistik SPSS) dari tiap-tiap koefisien korelasi variabel independen. Untuk menentukan tingkat signifikansi secara keseluruhan digunakan uji F.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Obyek penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh manajemen pada akhir tahun 2001. Data yang digunakan merupakan data sekunder. Data tersebut bersumber dari *Indonesia Capital Market Derectory (ICMD) 2002*. Data yang berhubungan dengan perhitungan *economic value added* (EVA) diperoleh dari Bank Indonesia melalui *website* Bank Indonesia, *website* IndoExchange, dan *website* Jakarta Stock Exchange.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dibatasi hanya perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh manajemen pada akhir tahun 2001. Dari 323 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, 105 perusahaan sahamnya dimiliki oleh manajemen. Dari 105 perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh manajemen, ada 25 perusahaan yang di tanya tidak lengkap sehingga harus dikeluarkan dari sampel. Dari 80 data yang sesuai tersebut, 32 perusahaan dikeluarkan dari sampel karena EVA negatif, dua sampel dikeluarkan karena *outlier*. Dengan demikian, ada 46 perusahaan yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini. Secara ringkas dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1: Proses Penentuan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang kepemilikan sahamnya di miliki oleh manajemen	105
Sampel dikeluarkan karena data tidak lengkap	(25)
Sampel di keluarkan karena EVA negatif	(32)
Sampel di keluarkan karena <i>outlier</i>	(2)
Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini	46

Sumber: data diolah

Untuk dapat menentukan variabel EVA, diperlukan data biaya bunga tahunan, total utang, harga saham, pembayaran dividen, indeks LQ 45, tingkat suku bunga SBI, dan total modal. Penentuan variabel EVA dilakukan melalui beberapa tahapan. Dalam penelitian ini digunakan pendekatan yang telah dilakukan oleh Hartono dan Cendrawati (1999).

Variabel kepemilikan manajemen merupakan jumlah kepemilikan saham oleh manajemen yaitu perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen dan jumlah saham perusahaan. Perusahaan dengan kepemilikan saham

oleh manajemen diperoleh dari laporan tahunan yang dipublikasikan oleh *Institute for Economic and Financial Research (IEFR)*. Apabila terjadi perbedaan, maka angka yang dipakai adalah yang dimuat dalam laporan auditor independen.

Variabel *independent size* diprosikan dengan jumlah nilai buku aktiva pada akhir tahun 2001. Variabel ini dapat langsung diambil dari laporan keuangan tahunan perusahaan sampel yang dimuat pada ICMD 2002.

Deskripsi statistik semua variabel yang digunakan dalam model disajikan dalam Tabel 2.

Tabel 2: Deskripsi Data Awal Sebelum Ditransformasikan

Keterangan	N	Minimum	Maximum	Mean	Std.Deviation
EVA	80	1.606.878	1.604.491	46.933,05	362.957,21
Total Aktiva	80	20.071	26.573.546	725.395,13	4.298.968,74
Kepemilikan Manejemen	80	0	64	6,37	10,10
NOPAT	80	1.177.016	2.356.236	123.363,99	457.559,75
Modal Akhir	80	7.461	21.150.856	170.770,46	2.797.790,12
Valid N (listwise)	80				

Sumber : data diolah

Hasil uji Kolmogrov-Smirnov menunjukkan bahwa tidak ada variabel yang berdistribusi normal. Setelah dilakukan transformasi data untuk ketiga variabel dalam penelitian ini, maka dengan transformasi *logaritma* variabel EVA yang bernilai negatif dibuang. Setelah dilakukan transformasi data, hasil uji normalitas menunjukkan perbaikan data dibandingkan dengan sebelumnya, meskipun tidak semua variabel menjadi normal secara signifikan. Setelah dilakukan transformasi, variabel EVA secara signifikan berdistribusi normal. Dengan melihat gambar *plot* probabilitas normal, dapat digunakan sebagai pertimbangan untuk menentukan normalitas (Hair et al, 1998). Hasil

gambar *normal probability plot* terhadap semua variabel yang diuji menunjukkan *ploting* nilai data aktual berada pada garis diagonal, yaitu garis probabilitas normal. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semua variabel yang diuji berdistribusi normal. Ini berarti bahwa data tersebut dapat digunakan untuk analisis regresi.

Untuk mendeteksi adanya autokorelasi dapat dilihat dari nilai Durbin Watson. Nilai Durbin Watson dari penelitian ini menunjukkan angka sebesar 2,346. Nilai tabel Durbin Watson untuk dua variabel independen dan jumlah observasi 46 adalah $d_L=1,422$ dan $d_U=1,622$. Ini berarti bahwa nilai $d=2,346$ berada di atas nilai batas atas. Jadi, dapat

disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi.

Metode untuk menguji adanya multikolinearitas dilihat dari nilai *tolerance value* atau *variance inflation factor* (VIF). Batas *tolerance value* adalah 0,10 sehingga batas VIF adalah 10 (Hair et al,1998). Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai VIF variabel *size* dan kepemilikan sebesar 1,021 berarti berada di bawah nilai 10 dan *tolerance value* sebesar 0,979 berarti berada di atas 0,10. Dengan demikian, tidak terjadi multikolinearitas.

Untuk mengetahui adanya heteroskedastisitas digunakan metode grafik, yaitu dengan membuat plot *error* (residu) dengan *predicted value*. Hasil *plot* tersebut tidak menunjukkan adanya pola sistematis. Pengujian dilakukan dengan meregresikan residual (*studentized*) dengan variabel independen masing-masing. Hasilnya menunjukkan bahwa nilai R untuk aktiva dan kepemilikan manajemen lebih kecil daripada 0,7. Dengan demikian tidak terjadi heteroskedastisitas.

Dengan keterbatasan data yang disajikan, pengujian terhadap hipotesis tersebut dilakukan dengan melihat F-Value dan T-Value pada regresi berganda dengan model masing-masing sebagai berikut :

$$\text{LogEva} = \alpha + \beta_1 \text{Log Aktiva} + \beta_2 \text{LogMan} + \varepsilon \dots \dots \dots (5)$$

$$\text{LogEva} = \alpha + \beta_1 \text{LogAktiva} + \beta_2 \text{Man} + \beta_3 \text{Man}^2 + \varepsilon \dots \dots \dots (6)$$

$$\text{LogEva} = \alpha + \beta_1 \text{LogAktiva} + \beta_2 \text{Man} + \beta_3 \text{Man}^2 + \beta_4 \text{Man}^3 + \varepsilon \dots \dots \dots (7)$$

Pengujian dilakukan untuk melihat hubungan variabel-variabel kinerja perusahaan, kepemilikan manajemen, dan ukuran perusahaan. Hasil persamaan regresi berganda menunjukkan bahwa variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Nilai F sebesar (43,088) menunjukkan bahwa secara

bersama-sama kedua variabel tersebut mempengaruhi kinerja perusahaan. Dari hasil analisis tersebut, diperoleh nilai R=0.817 atau 81,7% dan dapat dikatakan mempunyai hubungan positif yang kuat, nilai R²=0,667 atau 66,7 berarti terdapat pengaruh kepemilikan manajemen dan ukuran perusahaan terhadap kinerja sebesar 66,7%.

Untuk menguji kemungkinan hubungan nonlinear antara kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan, dilakukan analisis dengan menggunakan persamaan regresi kuadrat (*Squared*) dan perangkat tiga (*Cubed*).

Persamaan regresi kuadrat menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen mempunyai t-value sebesar -2,034 dan signifikan pada level 5%, dan kuadrat kepemilikan manajemen (Man²) mempunyai t-value sebesar 1,791 dan signifikan pada level 10%. Berdasarkan persamaan regresi pangkat tiga diketahui bahwa kepemilikan manajemen mempunyai t-value sebesar -2,533 dengan tingkat signifikan pada level 5%, kuadrat kepemilikan manajemen (Man²) mempunyai t-value sebesar +2,096 dengan tingkat signifikan pada level 5%, dan *cubed* kepemilikan manajemen (Man³) mempunyai t-value sebesar -1,845 dengan tingkat signifikan 10%. Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat dikatakan bahwa hubungan kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan adalah tidak linear.

Untuk menguji hubungan nonmonotonik, digunakan analisis korelasi *nonparametric* Spearman's Rho. Dari analisis tersebut, diketahui koefisien korelasi Spearman's rho adalah -0,289 dengan probabilitas (Sig) sebesar 0,052 tidak signifikan pada level 5%. Koefisien determinasi model linear dan model *polynomial* menunjukkan adanya penambahan. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hubungan kepemilikan

manajemen dan kinerja perusahaan adalah tidak monotonik, tetapi secara signifikan *curvilinear*. Hubungan nonmonotonik antara kontrol dan kinerja dapat di-plot dengan analisis *curve estimation*.

SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menguji kinerja perusahaan, kepemilikan manajemen, dan ukuran perusahaan untuk sampel terhadap 46 perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Ukuran kinerja perusahaan dengan menggunakan EVA. EVA adalah suatu ukuran kinerja ekonomi. EVA digunakan untuk mengetahui seberapa banyak manajemen mampu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Berdasarkan hasil analisis regresi metode 1, dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh antara kepemilikan manajemen dan ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Koefisien variabel kepemilikan manajemen adalah negatif, artinya semakin besar kepemilikan manajemen maka nilai EVA akan semakin kecil atau kinerja perusahaan menjadi menurun. Sebaliknya, koefisien variabel ukuran perusahaan adalah positif, artinya semakin besar aktiva perusahaan maka nilai EVA akan semakin besar.

Berdasarkan hasil regresi model 2 dan 3, dapat disimpulkan bahwa hubungan kepemilikan manajemen, ukuran perusahaan, dan kinerja secara signifikan tidak linier. Dari *curve estimation* dapat digambarkan bahwa pada tingkat kepemilikan manajemen kira-kira 12% terjadi penurunan nilai EVA, kemudian meningkat pada tingkat kepemilikan kira-kira mendekati 30%, dan pada tingkat kepemilikan di atas 30% terjadi penurunan nilai EVA. Hasil penelitian ini mempunyai pola yang sama dengan penelitian sebelumnya yang

dilakukan Fogelberg dan Griffith (2000).

Penelitian ini mempunyai keterbatasan-keterbatasan, yaitu sebagai berikut: (1) Sampel yang digunakan menjadi 46 dari 105 perusahaan yang seharusnya bisa dianalisis. Hal ini diakibatkan oleh 32 perusahaan mempunyai nilai EVA negatif dan data 25 perusahaan tidak lengkap, dua sampel *outlier*, (2) Pendekatan perhitungan EVA belum mencerminkan hasil yang tepat. Hal ini terjadi karena dalam perhitungan EVA tidak dilakukan penyesuaian terhadap akun yang menyimpang dari ketentuan perhitungan EVA. Di samping itu, juga disebabkan oleh tidak diperoleh data yang lengkap untuk dapat melakukan koreksi NOPAT secara penuh. (3) Variabel yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan masih banyak yang tidak dapat dijelaskan dalam penelitian mandiri ini. Namun, telah diperoleh sedikit gambaran mengenai bagaimana seharusnya menulis walaupun banyak sekali keterbatasan yang ada. Penelitian selanjutnya diharapkan mampu menghilangkan keterbatasan-keterbatasan yang masih ada dalam penelitian ini.

Penelitian ini mencoba melihat hubungan kepemilikan manajemen, ukuran perusahaan, dan kinerja perusahaan. EVA sebagai ukuran ekonomi belum banyak digunakan dalam mengukur kinerja perusahaan. Dalam jangka panjang EVA dapat digunakan untuk mengetahui apakah kepemilikan manajemen dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham yang ditunjukkan dengan peningkatan nilai EVA. Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan ditemukan bahwa dengan peningkatan persentase kepemilikan manajemen hingga 12% mengakibatkan penurunan nilai EVA atau kinerja perusahaan. Kemudian peningkatan nilai EVA akan terjadi pada penambahan jumlah persentase kepemilikan hingga mencapai kira-kira 30%. Penurunan nilai

EVA akan terjadi pada tingkat kepemilikan manajemen di atas 30%.

Hasil pengujian ini mendukung hipotesis yang diajukan oleh Fogelberg dan Griffith (2000) yang menyatakan bahwa secara signifikan hubungan antara kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan adalah *curvelinier*, tetapi tidak monotonik. Penelitian ini memberikan bukti bahwa ukuran perusahaan dapat meningkatkan nilai EVA. Semakin besar ukuran aktiva perusahaan maka nilai EVA yang dihasilkan akan semakin besar. Ini berarti bahwa pada perusahaan yang mempunyai ukuran aktiva lebih besar akan dapat memberikan peningkatan kesejahteraan kepada pemegang saham.

REFERENSI

- Allen, Jeffrey W., & Phillips Gordon M. 2000. Corporate Equity Ownership, Strategic Alliances, and Product Market Relationships. *The Journal of Finance*. Vol.IV No.6: pp. 279
- Brailsford Timothy J., Oliver Barry R., Pua Sandra L.H. *Theory and Evidence on the Relationship Between Ownership Structure and Capital Structure*.
- Brook, Yaron, & Hendrshott, Robert J. & Lee, Darrell. 2000. Corporate Governance and Recent Consolidation in the Banking Industry. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 6: pp. 141-164
- Carter, R., and R. Stover. 1991. Management Ownership and Firm Compensation Policy: Evidence from Converting Saving and Loan Associations. *Financial Management Journal*. Vol.20: pp. 80-90.
- Chen, Carl R. & Steiner, Thomas L. 2000. Thobin's Q, Managerial Ownership, and Analyst Coverage: A Nonlinear Simultaneous Equations Model. *Journal of Economics and Business*. Volume 52: pp. 365-382.
- Cole, A. Rebel & Mehran, Hamid. 1998. The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industry, *Journal of Financial Economics*. Volume 50 Issue 3: pp. 291-317.
- Cooper, Donald R., Shindler Pamela S. 2001. *Research Methods*. McGraw-Hill International Edition.
- Core, John E., David F. Larcker. 2001. Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership, *Journal of Financial Economics*, Volume 1 Issue 1: pp. 108.
- Demsetz, Harold & Villalonga, Belen. 2001. Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Financial Economics*. Volume 7 Issue 3: pp. 209-233.
- Financial Accounting Standard Board (FASB). 1978. Objective of Financial Reporting by Business Enterprises. *Statement of Financial Accounting Concepts No.1*. Stanford: Connecticut.
- Fogelberg, Lawrence and John M Griffith. 2000. Control and Blank Performance, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Volume 13 Number 3: pp. 63-69.
- Forberg Richard H., Nelson Michael R. 1999. Leadership Structure and Firm Performance. *International Review of Financial Analysis*. Vol. 8: pp. 83-96.

- Hair, Joseph F., JR., Anderson Rolph E., Tatham, Ronald L, Black William C. 1998. *Multivariate Data Analysis, With Readings*. Fifth Edition. Pentice-Hall International Inc.
- Hanson, Robert C., and Song, Moon H. 2000. Managerial Ownership, Board Structure, and the Division of Gains in Divestitures, *Journal of Corporate Finance*. Vol. 6: pp. 55-70.
- Hartono, Jogyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Cetakan Kedua. Yogyakarta: BPF E.
- Hartono, Jogyanto, Chendrawati. 1999. ROA and EVA: A Comparative Empirical Study, *Gadjah Mada International Journal of Business*.
- Hill. C., and S. Snell. 1989. Effect of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity. *Academy of Management Journal* Vol.32: pp. 25-46.
- Jensen M.C., Meckling W.H. 1976, Theory of the Firms: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economic*, Vol.3No.4: pp. 305-360.
- Jensen, M and R. Ruback. 1983. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*. Vol.11: pp.5-50.
- McConnell, J.J., & Servaes, H. 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics*, Volume 50, Issue 2: pp. 595-612.
- Neter, John, Wasserman, William, Withmore G.A. 1993. *Applied Statistics*, Fourth Edition, Allyn and Bacon.
- Pi, I., & Timme, S.G. 1993. Corporate Control and Bank Efficiency, *Journal of Financial Economics*, Volume 17, Issue 2-3, pp.515-530.
- Scott, William R. 2000. *Financial Accounting Theory*. Prentice Hall. Second Edition.
- Shields Michael D., Deng F. Johnny, Kato, Yutaka. *The Design and Effects of Control Systems: Tests of Direct- and Indirect-effects Models*.
- Simpson W. Gary, Gleason Anne E. 1999. Board Structure, Ownership, and Financial Distress in Banking Firms. *International Review of Economics and Finance*, Vol.8: pp. 281-292.
- Smith, A.J.. 1990. Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts. *Journal of Financial Economics*. Volume 27. Issue 1: pp.143-164.
- Stewart III, G.B. 1992. *The Quest for Value*. New York : Harper Collins Publisher,.
- Toyne, M., J.Millar, and B.Dixon. 1996. The Effect of CEO Control on the risk of CEO Compensation. *Working paper*. LaSalle University.
- Watts Ross'L, Zimmerman J.L. 1986. *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice Hall.