

# **PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP *RETURN SAHAM***

**Etty Murwaningsari**

*Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti*

## **Abstract**

*The objective of this research is to analyze whether the factors such as institutional ownership and managerial ownership have influence to stock return. Sample in this research consists of 53 manufacture and service industries that have listed in Indonesian Stock Exchange between the year 2001-2007 taken using purposive sampling method. Data analysis uses classical assumption tests prior to Multiple regressing Testing. The result of this research showed that on a significant rate 5%, institutional ownership and managerial ownership have a positive and significant influence on stock return. While control variable gain or loss on currency, size and earnings volatility also proved to have significant influence on stock return. Only negative earnings hypothesis cannot be proven.*

**Keyword:** *stock return, institutional ownership, managerial ownership, negative earnings, gain or loss on currency, size and earnings volatility.*

## 1. PENDAHULUAN

Dalam perspektif manajemen keuangan, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan, yang juga berarti memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Perusahaan akan berusaha memaksimalkan kekayaan pemegang saham dengan melakukan aktivitas yang dapat meningkatkan harga saham (Ross, et. al., 2003). Pada sebuah perusahaan yang sudah *go public*, nilai sebuah perusahaan tercermin pada harga sahamnya yang diperdagangkan di bursa efek. Jika harga saham meningkat maka nilai perusahaan tersebut juga meningkat, demikian juga dengan kekayaan pemegang sahamnya. Sebaliknya, jika harga saham perusahaan turun maka nilai perusahaan tersebut turun dan kekayaan pemegang sahamnya juga turun. Tujuan maksimalisasi nilai perusahaan ini harus melandasi semua keputusan yang diambil dalam perusahaan.

Sehubungan hal tersebut diatas, manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham. Sejalan dengan pendapat (Brigham & Gapenski, 1999), bahwa tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Namun ternyata sering ada konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik ini disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) berargumentasi bahwa konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian. Konflik keagenan menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Penyebab *agency problem* terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait. Sehubungan dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* diantaranya yaitu, dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Dengan menyertakan manajemen sebagai pemilik, maka mereka akan lebih hati-hati dalam mengambil keputusan. Apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah maka manajemen akan ikut menanggung kerugian. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif

bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Alternatif yang lain adalah meningkatkan kepemilikan institutional sebagai agen pengawasan. Moh'd *et al.*, (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu kepemilikan institutional dapat mengurangi *agency cost*, karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh institutional investor seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Sehubungan uraian diatas, dirumuskan dua tujuan penelitian yaitu, pertama, untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional terhadap *return* saham. Kedua, untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajemen terhadap *return* saham.

Sistematika penulisan lebih lanjut dari studi ini yaitu bagian 2 kerangka teoritis dan pengembangan hipotesis. Bagian 3 metodologi penelitian. Hasil empiris disajikan di bagian 4. Bagian 5 kesimpulan, keterbatasan dan implikasi penelitian..

## **2. KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **2.1. Kerangka teoritis**

Penerapan *Good Corporate Governance* mendatangkan banyak manfaat bagi perusahaan dan pihak-pihak lain yang berhubungan dengan perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung. Seperti yang diungkapkan oleh Maksum (2005:8) berbagai manfaat tersebut antara lain:

- (a) Dengan *Good Corporate Governance* proses pengambilan keputusan akan berlangsung secara lebih baik sehingga akan menghasilkan keputusan yang optimal, dapat meningkatkan efisiensi serta terciptanya budaya kerja yang lebih sehat. Ketiga hal ini jelas akan sangat berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, sehingga kinerja perusahaan akan mengalami peningkatan. Berbagai penelitian telah membuktikan secara empiris bahwa penerapan *Good Corporate Governance* akan mempengaruhi kinerja perusahaan secara positif (Sakai dan Asaoka 2003; Black, Jang dan Kim 2006).
- (b) Bagi para pemegang saham, dengan peningkatan kinerja sebagaimana disebut diatas, dengan sendirinya juga akan menaikkan nilai saham mereka dan juga nilai dividen yang akan mereka terima.

Dengan berbagai manfaat yang dapat diberikan oleh penerapan *Good Corporate Governance* sebagaimana disebutkan di atas, wajar kiranya semua *stakeholders* terutama para pelaku usaha di Indonesia menyadari betapa pentingnya konsep ini bagi pemulihan kondisi usaha dan sekaligus tentunya pemulihan kondisi ekonomi kita secara nasional. Untuk mencapai *Good Corporate Governance* yang baik diperlukan beberapa elemen-elemen pembentuk atas penerapan *Good Corporate Governance* itu sendiri. Elemen-elemen tersebut diantaranya adalah Kepemilikan institusional dan Kepemilikan manajerial. Dalam upaya penerapan *Good Corporate Governance*, adanya kepemilikan institusional akan mendorong pemilik untuk melakukan pengawasan kepada manajemen sehingga manajemen terdorong untuk meningkatkan kinerjanya, selanjutnya nilai perusahaannya akan meningkat. Kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan, karena mereka juga memiliki saham perusahaan. Sehingga kinerja perusahaan yang meningkat akan meningkatkan *return* saham.

## **2.2 Pengembangan Hipotesis**

### **2.2.1 Pengaruh kepemilikan institusional terhadap *return* saham.**

Kepemilikan Institusional adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham. Hasil penelitian oleh Cyert *et al.*, (1998) menemukan bahwa kepemilikan tunggal dan dominan (*blockholder*) memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dalam hal ini Holderness dan Sheehan (1988) secara spesifik menemukan pengaruh positif signifikan antara *blockholder* terhadap *return* saham di pasar saham. Dasar argumentasi ini adalah semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin efektif pula mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Pendapat ini didukung oleh bukti empiris dari Barclay dan Holderness (1990), yang menyatakan bahwa pengaruh positif-signifikan tingkat kepemilikan institusional dalam jumlah yang cukup besar terhadap nilai perusahaan. Pound (1998) mengemukakan hipotesis terhadap hubungan antara tingkat kepemilikan institusional dan nilai perusahaan *the efficient monitoring hypothesis*. Hipotesis ini mengungkapkan bahwa investor individual maupun *insider* dengan tingkat kepemilikan saham yang rendah (minoritas) memiliki kecenderungan memanfaatkan atau meminjam kekuatan voting yang dimiliki oleh pemegang saham institusional mayoritas untuk mengawasi kinerja manajemen. Dalam hal ini investor institusional mayoritas akan berpihak pada kepentingan pemegang saham minoritas karena memiliki kepentingan yang sama terutama dalam hal insentif ekonomis baik jangka panjang dalam bentuk dividen, maupun jangka pendek dalam bentuk *abnormal return* saham. Tindakan ini berdampak

pada meningkatnya nilai perusahaan yang ditunjukkan melalui kenaikan harga saham di pasar modal. Selanjutnya penelitian yang dilakukan Sudarma (2003) menemukan hasil yang berbeda yaitu kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Dari uraian diatas dihipotesakan sebagai berikut:

**Ha1** : Terdapat pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap *return* saham.

### **2.2.2. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *return* saham.**

Kepemilikan manajerial merupakan persentase saham yang dimiliki oleh eksekutif dan direktur. Kepemilikan manajerial merupakan isu penting dalam teori keagenan sejak dipublikasikan oleh Jensen dan Meckling (1976). Hasil penelitian Rahayu dan Faisal (2005) menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam suatu perusahaan maka manajemen akan berupaya lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham yang juga adalah dirinya sendiri. Perilaku oportunistik manajemen yang meningkatkan jumlah akrual diskresioner yang menyebabkan laba yang dilaporkan meningkat. Pada pasar yang efisien peningkatan jumlah laba akan direaksi positif oleh pasar sehingga harga pasar saham perusahaan akan naik, yang pada akhirnya meningkatkan jumlah *return* yang diperoleh oleh para pemegang saham. Sedangkan penelitian Sudarma (2003) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dari uraian diatas dihipotesakan sebagai berikut:

**Ha2** : Terdapat pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap *return* saham

## **3. METODOLOGI PENELITIAN**

### **3.1 Data dan sampel**

Data yang digunakan adalah data *archival*, yaitu data sekunder yang diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal Indonesia, BAPEPAM, Dewan Riset Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti dan *Indonesian Capital Market Directory*. Pemilihan sampel yang akan diuji dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive random sampling* yaitu metode pemilihan sampel dengan beberapa kriteria tertentu agar dapat mewakili populasinya. Kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut: (a) menerbitkan laporan keuangan *audited* selama periode pengamatan penelitian, yaitu dari tahun 2001 s.d. 2007 (b) memiliki data variabel yang dibutuhkan. (c) saham perusahaan aktif diperdagangkan,

mengacu SE bPT BEJ No.03/BEJ.II.I/1994, yaitu frekuensi perdagangan lebih dari 75 kali dalam tiga bulan. Dari perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2001 sampai akhir 2007, terdapat 53 perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut di atas.

### 3.2 Variabel dan pengukuran

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *return* saham dengan menggunakan pendekatan *return* portofolio dan model *return*. Menurut Ross *et al.*, 2003:238, *return* saham ( $R_t$ ) adalah selisih antara harga saham periode sekarang ( $P_t$ ) dengan harga saham periode sebelumnya ( $P_{t-1}$ ) dibagi harga saham pada periode sebelumnya ( $P_{t-1}$ ).

Variabel independen dalam penelitian ini terdiri adalah kepemilikan institusi dan kepemilikan manajerial. Struktur kepemilikan dapat dijelaskan sebagai berikut: (1) Kepemilikan institusional adalah jumlah persentase hak suara yang dimiliki oleh institusi. Variabel ini diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh institusi dan kepemilikan *blockholders* yaitu kepemilikan individu atau atas nama perorangan di atas 5% tetapi tidak termasuk golongan kepemilikan *insider* atau manajer pada akhir tahun. Kepemilikan institusional (INST) dihitung dengan rumus jumlah saham pihak institusi dibagi total saham yang beredar kemudian dikalikan 100%. (2) Kepemilikan manajerial adalah jumlah persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola. Variabel ini diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh eksekutif/direktur pada akhir tahun dan diberi symbol MOWN yang dihitung sebagai jumlah saham manajemen dibagi total saham yang beredar dikalikan 100% (Setyo, 2005)

Variabel kontrol dalam penelitian ini terdiri dari (1) Laba negatif, yaitu perusahaan yang melaporkan laba negatif (rugi) pada suatu periode. Berdasarkan Barth *et al* (1998), laba negatif merupakan variabel *dummy*, dimana perusahaan yang melaporkan laba negatif diberi skala 1; (2) Selisih kurs diukur menggunakan data tahunan dari total transaksi laba/rugi selisih kurs yang terdapat di dalam laporan laba rugi (Chandrarin, 2003); variabel berikutnya adalah (3) *political cost*, dicerminkan dari ukuran perusahaan (size) yang diukur dari natural log asset perusahaan, seperti yang dilakukan Chen dan Steiner (1999) Sedangkan (4) *Earning Volatility* (volatilitas laba) adalah standar deviasi dari prosentase tahunan perubahan laba operasi sebelum bunga, pajak dan depresiasi. Pengukurannya dengan mengikuti Crutchley dan Hansen (1989) yaitu standar deviasi  $NOI_t$  (*Net operating income* tahun  $i$ ) dibagi  $assets_i$  (*total asset* tahun  $i$ ).

### 3.3 Teknik Analisis Data

#### 3.3.1 Uji Normalitas dan Asumsi Klasik

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah variabel dalam model regresi, variabel bebas dan terikat, berdistribusi normal. Asumsi normalitas yang dilakukan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan analisis Grafik Normal P-P Plot. Normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik normal. Dasar pengambilan keputusannya adalah jika data (titik) menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonalnya, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

Uji Multikolinieritas Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinieritas, digunakan analisis matrik korelasi antar variabel bebas dan *tolerance* serta perhitungan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Multikolinieritas menunjukkan bahwa antara variabel independen mempunyai hubungan langsung (korelasi) yang sangat kuat. Multikolinieritas terjadi jika VIF lebih besar dari 10 atau nilai *Tolerance* lebih kecil 0,10 (Hair *et al.*, 1998).

Uji Autokorelasi Bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu (*error*) pada periode sekarang (t) dengan kesalahan pengganggu (*error*) pada periode sebelumnya (t-1), dimana pada asumsi klasik hal ini tidak boleh terjadi. Uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan Durbin Watson. Jika nilai Durbin Watson berkisar diantara nilai batas atas (du) dan 4-du maka diperkirakan tidak terjadi pelanggaran autokorelasi.

Uji Heterokedastisitas menunjukkan bahwa *varians* disetiap *error* bersifat heterogen yang berarti melanggar asumsi klasik yang mensyaratkan bahwa *varians* dari *error* harus bersifat homogen. Pengujian heterokedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji *White*. Bila tingkat signifikansi dari setiap variabel > 5% berarti tidak terjadi heterokedastisitas. Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut:

- (1) Hitung nilai residual ( $\hat{u}_i$ ) pada model persamaan regresi yang digunakan;
- (2) Lakukan uji white dengan persamaan regresi berikut:  $\hat{u}_i^2 = \alpha_1 + \alpha_2 X_{1i} + \alpha_3 X_{2i} + \alpha_4 X_{1i}^2 + \alpha_5 X_{2i}^2 + v$ .
- (3) Mencari nilai *chi-square* hitung yang diperoleh melalui perkalian jumlah observasi dengan nilai kuadrat korelasi dari persamaan regresi uji white ( $N * R^2$ ). Jika  $\chi^2$  hitung <  $\chi^2$  tabel, maka  $H_0$  gagal ditolak, *varians error* homogen (tidak ada heteroskedastisitas).

### 3.3.2. Uji Hipotesis

Setelah melakukan uji asumsi klasik, maka langkah berikutnya adalah melakukan analisis pada pengujian statistik untuk menguji hipotesis dengan (1) Uji Model Fit untuk mengetahui seberapa besar variabel independen yang digunakan dalam penelitian mampu menjelaskan variasi dari variabel dependennya; (2) Uji F (Uji Serentak) untuk menguji apakah secara bersama-sama seluruh variabel bebas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat. Dasar pengambilan keputusan: jika p-value < 0,05 atau F hitung > F tabel, maka Ho ditolak; (3) Uji t (Uji Parsial) untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh variabel *independent* dengan ataupun tanpa variabel kontrol terhadap variabel *dependent* pada tingkat keyakinan sebesar 95% atau  $\alpha = 5\%$ ;

### 3.3.3. Model penelitian

Model *return* diukur dengan menggunakan model regresi sebagai berikut (Kothari dan Zimmerman, 1999):

$$\text{Model 1 : } R_{jt} = \alpha + \beta_1 \text{"INST}_{jt} / P_{jt-1} + \beta_2 \text{LNeg}_{jt} / P_{jt-1} + \beta_3 \text{"SK}_{jt} / P_{jt-1} + \beta_4 \text{"SIZE}_{jt} / P_{jt-1} + \beta_5 \text{EarnVol}_{jt} / P_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$$

$$\text{Model 2 : } R_{jt} = \alpha + \beta_1 \text{"MOWN}_{jt} / P_{jt-1} + \beta_2 \text{LNeg}_{jt} / P_{jt-1} + \beta_3 \text{"SK}_{jt} / P_{jt-1} + \beta_4 \text{"SIZE}_{jt} / P_{jt-1} + \beta_5 \text{EarnVol}_{jt} / P_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$$

Dimana :

“INST : Perubahan kepemilikan institusional, prediksi (+)

“MOWN : Perubahan kepemilikan manajerial, prediksi (+)

LNeg : Laba Negatif, prediksi (-)

“SK : Perubahan nilai Selisih Kurs, prediksi (+)

“SIZE : Perubahan SIZE atau Political Cost, prediksi(+)

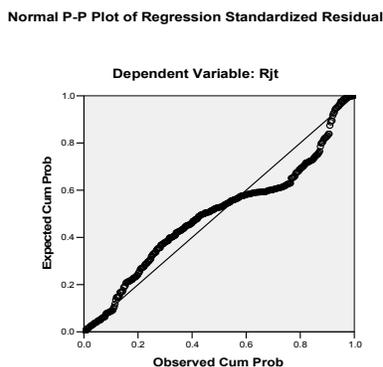
EarnVol : Nilai *Earning Volatility*, prediksi (-)

## 4. ANALISIS DATA

### 4.1. Hasil Uji Normalitas Data dan Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan gambar Grafik Normal P-P Plot untuk model persamaan regresi yang digunakan, memperlihatkan bahwa penyebaran data yang ditunjukkan oleh penyebaran gambar titik, cenderung mendekati dan mengikuti garis diagonal. Maka dapat disimpulkan bahwa kedua model regresi yang digunakan telah memenuhi asumsi normalitas.

Adapun hasil dari pengujian normalitas untuk kedua model dinyatakan pada gambar berikut :



**Gambar 1 : Normal P-P Plot (Model 1, 2)**

Dari hasil pengolahan data secara statistik diperoleh hasil pengujian multikolinearitas sebagai berikut :

**Tabel 1**  
**Hasil pengujian koefisien multikolinearitas.**

Independen	VIF		
	Model 1	Model 2	Keterangan
$\Delta INST_{jt}/P_{jt-1}$	1.126		Tidak ada multikolinearitas
$\Delta MOWN_{jt}/P_{jt-1}$		1.029	Tidak ada multikolinearitas
$LNeg_{jt}/P_{jt-1}$	2.578	2.585	Tidak ada multikolinearitas
$\Delta SK_{jt}/P_{jt-1}$	1.443	1.260	Tidak ada multikolinearitas
$\Delta SIZE_{jt}/P_{jt-1}$	2.819	2.795	Tidak ada multikolinearitas
$EarnVol_{jt}/P_{jt-1}$	1.206	1.215	Tidak ada multikolinearitas

*Sumber : Data diolah dengan SPSS*

Berdasarkan tabel diatas, diketahui bahwa seluruh variabel independen pada dua model persamaan regresi yang digunakan, memiliki  $VIF < 10$ . Sehingga seluruh variabel independen tersebut menunjukkan tidak ada gejala *colinearity*. Dengan kata lain, antar variabel independen tidak mempunyai korelasi yang sangat kuat dengan variable independen lainnya. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan terhindar dari permasalahan multikolinearitas. Selanjutnya berikut ini adalah tabel hasil pengujian autokorelasi :

**Tabel 2**  
**Hasil uji autokorelasi ( $\alpha=5\%$ )**

Model	$d_L$	$d_U$	$4-d_U$	$4-d_L$	dw	Kesimpulan
1	1.686	1.852	2.148	2.314	2.107	tidak ada autokorelasi
2	1.686	1.852	2.148	2.314	1.875	tidak ada autokorelasi

Sumber : Data olah dengan SPSS

Berdasarkan tabel hasil pengujian autokorelasi diketahui bahwa nilai *Durbin Watson* pada masing-masing model, berada pada daerah  $d_U < d < 4-d_U$ . Maka  $H_0$  gagal ditolak, yang berarti tidak ada autokorelasi pada model persamaan regresi. Dengan demikian asumsi autokorelasi pada model regresi telah terpenuhi.

Hasil pengujian heteroskedastisitas ditunjukkan pada tabel berikut :

**Tabel 3**  
**Hasil pengujian heteroskedastisitas**

Model	$R^2$	$\chi^2$ hitung	$\chi^2$ tabel	Keputusan
1	0.050	18.550	26.296	tidak ada heteroskedastisitas
2	0.034	12.614	26.296	tidak ada heteroskedastisitas

Sumber : Data diolah dengan SPSS

Berdasarkan tabel diatas, diketahui bahwa model persamaan regresi, mempunyai nilai  $\chi^2$  hitung  $\chi^2$  tabel, maka  $H_0$  gagal ditolak, sehingga varians error dinyatakan homogen selanjutnya disimpulkan tidak terdapat permasalahan heteroskedastisitas.

#### 4.2. Uji Hipotesis

**Tabel 4**  
**Hasil pengujian regresi**

Variabel	Pre-diksi	Model 1		Model 2	
		Koef.	Sig.	Koef.	Sig.
$\Delta INST_{jt}/P_{jt-1}$	(+)	9.285	0.020*		
$\Delta MOWN_{jt}/P_{jt-1}$	(+)			9.089	0.010*
$LNeg_{jt}/P_{jt-1}$	(-)	-75.597	0.045*	-77.290	0.028*
$\Delta SK_{jt}/P_{jt-1}$	(+)	5.84E-011	0.610	4.81E-011	0.570
$\Delta SIZE_{jt}/P_{jt-1}$	(+)	49.157	0.300	51.949	0.230
$EarnVol_{jt}/P_{jt-1}$	(-)	-490.941	0.000*	-488.600	0.007*
$R^2$			0.69		0.72
F			0.01		0.00

Sumber : Data diolah dengan SPSS

Pada tabel diatas dapat dijelaskan bahwa seluruh variabel independen pada model 1 dan 2 mampu menjelaskan variasi dari variabel dependen  $R_{jt}$  (Model *Return*) masing-masing sebesar sebesar 69% dan 72%. Pengujian secara serentak untuk model 1 dan 2 menghasilkan nilai sig. < alpha 0,05. Artinya secara serentak seluruh variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Hasil pengujian secara parsial melalui uji t, diperoleh hasil sebagai berikut:

- (1) Kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Holderness dan Sheehan (1988) secara spesifik menemukan pengaruh positif signifikan *blockholder* terhadap *return* saham di pasar saham. Dalam hal ini investor institusional mayoritas akan berpihak pada kepentingan pemegang saham minoritas karena memiliki kepentingan yang sama terutama dalam hal insentif ekonomis baik itu jangka panjang yang berbentuk dividen, maupun jangka pendek yang berbentuk *abnormal return* saham. Tindakan ini berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan yang ditunjukkan melalui kenaikan harga saham yang pada akhirnya dapat meningkatkan *return* saham.

- (2) Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *return* memiliki pengaruh yang signifikan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam suatu perusahaan maka manajemen akan berupaya lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham yang juga adalah dirinya sendiri. Perilaku oportunistik manajemen yang meningkatkan jumlah akrual diskresioner menyebabkan laba yang dilaporkan meningkat. Pada pasar yang efisien peningkatan jumlah laba akan direaksi positif oleh pasar sehingga harga pasar saham perusahaan-perusahaan target akan naik, yang pada akhirnya meningkatkan jumlah *return* yang diperoleh oleh para pemegang saham perusahaan target.

Hasil pengujian variabel control, berdasarkan tabel diatas, sebagai berikut:

- (a) Pengaruh laba negatif terhadap *return* saham, menunjukkan nilai signifikan  $< 0.05$ , yang berarti dapat disimpulkan bahwa laba negatif memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Hayn (1995) yang berpendapat bahwa rendahnya tingkat hubungan laba dan *return* disebabkan oleh dimasukkannya perusahaan yang merugi ke dalam perhitungan regresi laba dan *return*. . Bukti empiris yang telah diperolehnya menunjukkan bahwa *return* saham memiliki tingkat respon (kepekaan) yang lebih rendah terhadap rugi (laba negatif) dari pada terhadap laba (laba positif). Rendahnya kepekaan dari pelaporan kerugian ini secara langsung akan merendahkan pula keseluruhan *slope* koefisien dari model regresi laba dan *return*. Disimpulkan kemudian bahwa rendahnya kepekaan dari kerugian ini berkenaan dengan adanya opsi implisit yang dimiliki oleh pemegang saham untuk melikuidasi perusahaan.
- (b) Pengaruh selisih kurs terhadap *return* tidak dapat dibuktikan memiliki pengaruh yang signifikan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Suciwati dan Machfoedz (2002) yang menguji perbedaan pengaruh fluktuasi nilai tukar terhadap *return* saham sebelum dan sesudah tahun 1997. Hasil dari penelitian mereka menyatakan bahwa fluktuasi nilai tukar berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Hal ini karena disebabkan adanya perbedaan kondisi perekonomian.
- (c) Pengaruh *political cost* atau *size* terhadap *return* tidak terbukti. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Miswanto dan Husnan (1999), Daniati dan Suhairi (2006) mengenai pengaruh ukuran perusahaan terhadap *return* saham. Hal ini mungkin disebabkan adanya perbedaan ukuran perusahaan.

- (d) Pengaruh *earning volatility* terhadap *return* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Hunt, Moyer dan Shevlin (1997) yang menggunakan sampel perusahaan pada tahun 1983-1992, ditemukan bahwa *earning volatility* yang rendah berhubungan dengan nilai pasar yang tinggi, artinya bahwa semakin stabil laba yang dihasilkan maka pasar akan merespon dengan baik sehingga harga saham dan return saham pun akan meningkat.

## **5. SIMPULAN, KETERBATASAN, IMPLIKASI MANAJERIAL DAN SARAN**

### **5.1. Simpulan**

Hasil pengujian model satu menunjukkan hasil bahwa variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Berarti semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin efektif pula mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Temuan penelitian ini konsisten dengan temuan penelitian Cyert *et al.*, (1998); Holderness dan Sheehan (1988) Barclay dan Holderness (1990), Pound (1998).

Selanjutnya hasil pengujian dari model 2 yaitu variabel kepemilikan manajerial juga mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *return* saham. Berarti manajemen perusahaan mempunyai kendali terhadap perusahaan. Temuan penelitian ini konsisten dengan temuan penelitian Jensen dan Meckling (1976) serta Rahayu dan Faisal (2005).

Sedangkan hasil penelitian variabel kontrol yang terdiri dari laba negatif dan volatilitas laba terbukti memiliki pengaruh positif signifikan. Temuan ini sesuai dengan studi Hayn (1995) serta Hunt, Moyer dan Shevlin (1997). Untuk variabel size dan selisih kurs, tidak terbukti memiliki pengaruh signifikan. Hal ini mungkin disebabkan adanya perbedaan perkembangan perekonomian dan ukuran perusahaan.

### **5.2. Keterbatasan**

Penelitian ini hanya menyertakan variabel kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial, masih belum menyertakan variabel kepemilikan yang lain seperti kepemilikan oleh pemilik asing. Dengan demikian hasil penelitian ini kurang komprehensif. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya perusahaan manufaktur dan jasa sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisirkan.

### 5.3. Implikasi Manajerial dan Saran

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberi wawasan baru bagi bagi manajemen dan investor dalam menganalisa kinerja perusahaan. Mengingat struktur kepemilikan menjadi bagian penting dalam teori keagenan karena sebagian besar konflik keagenan disebabkan oleh adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan. Konflik keagenan tidak terjadi pada perusahaan dengan kepemilikan seratus persen oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976).

Bagi penelitian mendatang perlu memasukkan kepemilikan investor asing agar bisa memberikan hasil yang lebih komprehensif atas pelaksanaan *Good Corporate Governance* perusahaan publik. Selanjutnya untuk memperoleh generalisasi hasil, maka disarankan memperbanyak sampel perusahaan dan memperpanjang periode penelitian serta menambah variabel seperti *return* portofolio sebagai analisis sensitivitas dari *return* saham.

### DAFTAR PUSTAKA

- Barclay, M.J. dan Holderness, C.G., 1990, Private benefits from control of public corporations, *Journal of Financial Economics*, 25(2), p.371-395
- Barth, M., Beaver, W., dan Landsman, W., Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health, *Journal of Accounting and Economics*, 25, 1-34
- Black, B.S., Jang, H., dan Kim, W., 2006, Does corporate governance predict firms' market value? Evidence from Korea, *Journal of Law, Economics and Organizations*, Vol.22(2), p.366-413
- Brigham, Eugene F., Gapenski, Louis C., & Ehmart, Michel C. 1999, *Financial Management Theory and Practice*. Orlando: The Dryden Press.
- Chandrarin, Grahita. 2003. The Impact of Accounting Methods For Trnsaction Gain (Losses) on The Earning Response Coefficients: The Indonesian Case.
- Chen, C.R., dan T.L. Steiner. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflict: a Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *Financial Review* 34. Pp. 119-137.
- Crutchley, C.E., dan R.S Hansen. 1989. A Tast of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends, *Financial Management*, 34-36.

- Cyert, R.M., dan March, J.G., 1998, *Behavioral Theory of the Firm*, Wiley-Blackwell; 2ed (1998 reprint)
- Daniati, Nina, dan Suhairi. 2006. Pengaruh Kandungan Informasi Komponen Laporan Arus Kas, Laba Kotor, Dan Size Perusahaan Terhadap Expected return Saham, simposium Nasional Akuntansi IX. Padang.
- Hair JE, Jr., Anderson RE, Tatham, RL., Black WG., 1998. *Multivariate Data Analysis*, Prentice Hall International Inc. New York.
- Hayn, Carla. 1995. The Information Content of Losses. *Journal of Accounting and Economics* 20:125-153.
- Holderness, C.G dan Sheehan, D.P., 1988, The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol.20 (2), p.317-346
- Hunt, Alister, Susan E. Moyer and Terry Shevlin, 1997, "Earnings Volatility, Earnings Management and Equity Valuation," *working paper*, University of Washington and Seattle University.
- Jensen, M.C., dan W.H. Meckling (1976), "Theory of The Firm; Managerial Behavior Agency Costs and Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Kothari, S.P., dan Zimmerman, J.L. 1999. Price and Return Models. *Journal of Accounting and Economics*. 20(2): 155-192.
- Maksum, Azhar.(2005). "Tinjauan atas Good Corporate Governance di Indonesia".[http://www.usu.ac.id/files/pidato/ppgb\\_2005\\_azhar\\_maksum.pdf](http://www.usu.ac.id/files/pidato/ppgb_2005_azhar_maksum.pdf).download pada 29 Maret 2008.
- Miswanto dan Suad Husnan. 1999. The Effect of Operating Leverage, Cyclicity, and Firm Size on Business Risk. *Gadjah Mada International Journal of Business*. Vol 1 No 1 (Mei) : 29-43.
- Moh'd, M.A., Perry, I.G., dan Rimbey, J.N., (1998), The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy. A Time-series Cross-sectional Analysis. *Financial Review*, (August), Vol.33, 85-99
- Pound, J., 1988, Proxy Content and the Efficiency of Shareholder Oversight, *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Rahayu, Dyah Sih dan Faisal (2005). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Instiusional pada Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, vol 7 no 2 p 190-203

- Ross, A Stephen. Westerfield, Randolph W. Jordan, Bradford D. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance*. Sixth Edition. New York: Mc Graw-Hill.
- akai, H. dan Asaoka, H., (2003), *The Japanese Corporate Governance System and Firm Performance: Toward Sustainable Growth, Working Paper*, Centre for Policy and Economy, Mitsubishi Research Institute Inc.
- Setyo, Gideon B. Boediono, (2005). *Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Manajemen Laba dan Dampaknya Pada Kualitas Laba. Jurnal Akuntansi/Th.IX*
- Suciwati, Desak Putu dan Mas'ud Mahfoedz. (2002). *Pengaruh Risiko Nilai Tukar Rupiah terhadap Return Saham : Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEJ*
- Sudarma, Made. 2003, *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern, Faktor Estern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. Disertasi Program Pascasarjana*, Universitas Brawijaya, Malang

