

PERANAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DALAM TINJAUAN HUBUNGAN NON-LINEAR Kasus Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Elok Pakaryaningsih

Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Duta Wacana Yogyakarta
Jalan Dr. Wahidin Sudirohusodo No. 5-25 Yogyakarta 55224 Telpn. 0274-563929
E-mail: elokpakaryaningsih@yahoo.com

Diterima 5 Agustus 2008 /Disetujui 17 Oktober 2008

Abstract: This research examines the effect of institutional ownership on firm value. In doing so, institutional ownership will be divided into two groups; passive owner and active owner. The active owner who holds more than 5 percent of stock is hypothesized to have positive relationship with firm value. However, this positive relationship will decline considerably as the percentage of ownership increases. The other variables, namely; passive institutional ownership, public ownership, and firm size will be used as well to examine the consistent relationship between institutional ownership and firm value. Rather than examining it linearly, this research intends to examine the non-linear effect of institutional ownership on firm value. The samples are drawn from all firms listed at the Jakarta Stock Exchange from 2002 to 2005. Using the non-linear regression analysis, the results show the existence of non-linear relationship between active institutional owner and firm value in Indonesia.

Keywords: institutional ownership, firm value, non-linear relationship

Abstrak: Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional dibagi menjadi dua kelompok, yaitu pemilik pasif dan pemilik aktif. Pemilik aktif yang menyimpan lebih dari 5 persen saham dihipotesiskan memiliki hubungan positif dengan nilai perusahaan. Hubungan yang positif akan menurun tajam akibat kenaikan persentase kepemilikan. Variabel lain, yaitu; kepemilikan institusional pasif, kepemilikan publik, dan ukuran perusahaan akan digunakan untuk menguji hubungan yang konsisten antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan. Penelitian ini menguji efek non-linear kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Sampel diambil dari semua perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta sejak 2002 hingga 2005. Analisis regresi non-linear, hasilnya menunjukkan ada hubungan non-linear antara pemilik institusional aktif dan nilai perusahaan di Indonesia.

Kata kunci: kepemilikan institusional, nilai perusahaan, hubungan non linier

PENDAHULUAN

Teori manajemen keuangan telah banyak membuktikan bahwa kepemilikan saham akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini sekaligus mematahkan paradigma lama yang mengatakan sebaliknya. Bukti teoritis maupun empiris secara awal telah ditunjukkan oleh Berle dan Means (1932) dalam Navissi dan

Naiker (2006); dan Jensen dan Meckling (1976), yang menemukan bahwa nilai perusahaan merupakan fungsi dari distribusi dengan proporsi tertentu atas kepemilikan oleh *insiders* dan *outsiders*. Hasil penelitian ini selanjutnya juga didukung oleh Romano (1996) dalam Navissi dan Naiker (2006); dan Cyert *et al.* (1998) dalam Navissi dan Naiker (2006), yang menemukan bahwa kepemilikan tunggal dan dominan (*blockholder*) memiliki pengaruh signifikan ter-

hadap nilai perusahaan. Dalam hal ini Holderness dan Sheehan (1988) secara spesifik menemukan pengaruh positif signifikan *blockholder* terhadap *return* saham di pasar saham. Di samping *return* saham, beberapa penelitian mencoba menggunakan *proxy* berdasarkan penghitungan akuntansi (*accounting based value*) sebagai ukuran nilai perusahaan. Crystal (1991) dalam Navissi dan Naiker (2006); Jensen (1993) dan Byrne (1996) menemukan bahwa semakin tinggi kepemilikan *insiders* maka semakin tinggi nilai perusahaan, yang ditunjukkan dengan semakin tingginya nilai Tobin's Q. Bukti empiris tersebut juga didukung oleh McConnell dan Servaes (1990).

Berdasarkan beberapa penelitian di atas, dapat diketahui bahwa kepemilikan saham baik itu oleh *insiders* maupun *outsiders* adalah positif-linier terhadap nilai perusahaan. Namun demikian argumentasi ini dipertanyakan kembali oleh beberapa peneliti yang secara teoritis telah menemukan hubungan non-linier atas kepemilikan saham terhadap nilai perusahaan. Hal ini didasarkan atas peninjauan kembali secara berulang terhadap esensi Teori Keagenan di dalam manajemen keuangan.

Teori keagenan (*agency theory*) memunculkan argumentasi terhadap adanya konflik antara pemilik yaitu pemegang saham dengan manajer. Konflik tersebut muncul sebagai akibat perbedaan kepentingan di antara kedua belah pihak. Kepemilikan *managerial* atau kepemilikan *insider* kemudian dipandang sebagai mekanisme kontrol yang tepat untuk mengurangi konflik tersebut. Dalam hal ini kepemilikan *insider* dipandang dapat menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer, sehingga semakin tinggi kepemilikan *insider* akan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Namun demikian Demsetz (1983); dan Fama dan Jensen (1983) menemukan adanya titik balik (*turning point*) dalam tahap atau *stage* tertentu, yang menunjukkan bahwa hubungan tersebut tidak selalu linier-positif. Dalam kepemilikan *insider* yang relatif rendah efektifitas kontrol dan kemampuan menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer akan berdampak signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun demikian pada kepemilikan *insider* yang tinggi dan cenderung mengarah pada kepemilikan *block-*

holder mekanisme tersebut akan berkurang efektifitasnya. Kondisi ini memunculkan hipotesis *Entrenchment*, yang menyatakan kepemilikan *insider* yang tinggi akan berdampak pada munculnya kecenderungan manajer untuk bertindak demi kepentingannya sendiri. Hal ini terjadi disebabkan hak voting dan *bargaining power* yang semakin tinggi yang dimiliki oleh *insider* dalam penentuan kebijakan sehingga mengakibatkan pemilik tidak mampu menjalankan mekanisme kontrol dengan baik. Kondisi ini berdampak pada penurunan nilai perusahaan karena terjadi ketidaksamaan kepentingan antara manajer dan pemilik yaitu pemegang saham minoritas.

Berdasarkan fenomena di atas, beberapa peneliti menggunakan argumentasi tersebut sebagai *competing hypothesis* terhadap bukti empiris linieritas hubungan kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Stulz (1988), dan Weston *et al* (1998) dalam Navissi dan Naiker (2006) secara empiris membuktikan adanya *entrenchment hypothesis*, dan menemukan bahwa manajer atau *insider* cenderung berperilaku oportunistik pada level kepemilikan saham yang tinggi dan membuat keputusan non-optimal yang mengesampingkan kepentingan pemilik. Selanjutnya Morck *et al.* (1989) menemukan tiga pola hubungan; hubungan linier-positif terjadi pada tingkat kepemilikan 0-5 persen, hubungan negatif pada level kepemilikan 5-25 persen, dan kembali positif pada level kepemilikan di atas 25 persen.

Penelitian-penelitian di atas secara konsisten telah berhasil menunjukkan hubungan non-linier pengaruh kepemilikan *insider* atau *managerial* terhadap nilai perusahaan. Namun demikian penelitian yang mencoba menggali non-linieritas bentuk kepemilikan lain yaitu kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan masih jarang dilakukan. Beberapa penelitian bahkan menemukan hasil yang tidak konsisten. Brickely *et.al* (1988) menemukan bahwa pemegang saham institusional cenderung berperilaku aktif dalam voting dibandingkan dengan pemegang saham lain, meskipun mereka tidak memiliki kekuatan yang cukup dalam hak voting. Perilaku ini terutama disebabkan karena ketakutan terhadap tindakan pengambilalihan (*take-over*) oleh institusi lain. Perilaku aktif ini

kemudian berakibat pada peningkatan nilai perusahaan. Sebaliknya Pound (1988) menemukan bahwa dalam pengambilan keputusan, perilaku aktif pemegang saham institusional akan berhadapan dengan kekuatan voting yang dimiliki oleh pemegang saham *insider* dengan proporsi kepemilikan yang cukup besar dan signifikan. Selanjutnya kepemilikan *insider* yang cukup besar akan menimbulkan perilaku oportunistik, sehingga akan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan ketidakkonsistenan hasil penelitian atas pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan, maka penelitian ini bertujuan untuk sekali lagi membuktikan secara empiris non-linieritas hubungan kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan di Indonesia. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tergabung dalam kelompok industri manufaktur terutama yang memiliki kepemilikan institusional mayoritas. Dasar pengambilan sampel adalah untuk mengetahui tingkat keaktifan pemegang saham institusi dalam voting pengambilan keputusan. Pemegang saham institusional mayoritas atau di atas 5 persen, diasumsikan akan memiliki tingkat keaktifan yang lebih tinggi dibandingkan dengan pemegang saham institusional dibawah 5 persen (Sundaramurthy *et.al.*, 2005). Disamping itu, pemegang saham institusional besar diasumsikan memiliki orientasi investasi jangka panjang (*long-term*), sedangkan pemegang saham institusional kecil lebih berorientasi pada investasi jangka pendek (*short-term*). Orientasi jangka panjang tersebut diharapkan mampu menunjukkan proses ketidaklinieran terutama pada saat kepemilikan semakin besar.

Kepemilikan Institusional dan Nilai Perusahaan. Shleifer dan Vishny (1986) berpendapat bahwa tingkat kepemilikan institusional dalam proporsi yang cukup besar akan mempengaruhi nilai pasar perusahaan. 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 yang ditemukan oleh Barclay dan Holderness (1990), yang menemukan pengaruh positif-signifikan tingkat kepemilikan institusional dalam jumlah yang cukup besar terha-

dap nilai perusahaan.

Pound (1998) mengemukakan tiga alternatif hipotesis terhadap hubungan antara tingkat kepemilikan institusional dan nilai perusahaan. Hipotesis pertama adalah *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 itu jangka panjang (dividen), maupun jangka pendek (*abnormal return* saham). Tindakan ini berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan yang ditunjukkan melalui kenaikan harga saham di pasar modal.

Hipotesis kedua adalah *The Strategic Alignment Hypothesis*. Berbeda dengan hipotesis pertama, hipotesis ini menyatakan bahwa investor institusional mayoritas memiliki kecenderungan untuk berkompromi atau berpihak kepada manajemen dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Anggapan bahwa manajemen sering mengambil tindakan atau kebijakan yang non-optimal dan mengarah pada kepentingan pribadi, mengakibatkan strategi aliansi antara investor institusional mayoritas dengan manajemen, ditanggapi negatif oleh pasar. Hal ini berdampak pada penurunan harga saham perusahaan di pasar modal.

Hipotesis ketiga adalah *The Conflict of Interest Hypothesis*. Hipotesis ini pada dasarnya memiliki kesamaan konsep dengan hipotesis kedua, yaitu kecenderungan investor institusional mayoritas untuk mengurangi konflik dengan melakukan kompromi dan aliansi dengan pihak manajemen. Sejalan dengan hipotesis kedua, maka hipotesis ini memprediksikan hubungan yang negatif antara kepemilikan saham institusional dengan nilai perusahaan.

Ketiga hipotesis yang dikemukakan diatas, memberikan petunjuk secara terpisah adanya pengaruh positif dan negatif antara kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan. Keterpisahan tersebut pada akhirnya membawa

kesimpulan pada hubungan yang tidak konsisten (*conflicting finding*) antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan.

Hubungan Non-Linier Kepemilikan Institusional dengan Nilai Perusahaan. Hasil yang tidak konsisten tersebut membawa dugaan pada hubungan yang non-linier antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Pengaruh positif tingkat kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan akan menunjukkan pengaruh negatif setelah melampaui batas maksimal tertentu. Pada level kepemilikan yang sangat tinggi terdapat kecenderungan investor institusional untuk memaksakan kebijakan tertentu yang non-optimal, dengan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas melalui kekuatan voting yang dimiliki.

Berdasarkan pemikiran di atas maka perlu dibedakan level kepemilikan institusional untuk mengungkapkan hubungan non-linier antara tingkat kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Hipotesis *efficiency abatement* mengungkapkan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dengan nilai perusahaan (Drucker, 1986; Hill *et al.*, 1988; Jacobs, 1991; dalam Sundaramurthy *et al.*, 2005). Investor institusional dengan kepemilikan minoritas (*small institutional ownership*) memiliki karakteristik yang relatif pasif dalam voting pengambilan keputusan dan lebih berorientasi pada insentif jangka pendek berupa *abnormal return* saham. Sehingga dapat diduga, investor institusional minoritas tidak akan memiliki pengaruh yang berfluktuasi (positif di level tertentu kemudian negatif pada level berikutnya) terhadap nilai perusahaan (Bushee, 1998 dalam Sundaramurthy *et al.*, 2005). Roe (1990) dalam Sundaramurthy *et al.*, (2005) menambahkan, karakteristik investor institusional yang pasif, kolusif dan *intolerant* dipicu oleh peraturan pemerintah yang tidak berpihak; membatasi jumlah kepemilikan dan penetapan pajak yang diskriminatif. Pendapat lain mengatakan, kapasitan lebih disebabkan kolusi yang terjadi antara investor institusional dengan manajemen karena sebelumnya telah memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan (Black, 1992; Pound, 1998 dalam Sundaramurthy *et al.*, 2005).

Hubungan kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan juga dapat dijelaskan

dengan hipotesis *efficiency augmentation* (Sundaramurthy *et al.*, 2005). Hipotesis ini dibagi menjadi dua argumen: hipotesis *superior investor* dan hipotesis *active investor*. Hipotesis superior mengatakan, investor institusional dengan kepemilikan yang besar dan bersifat mayoritas atau *blockholder*, pada umumnya memiliki informasi superior (cukup) dan sangat aktif didalam melakukan kegiatan monitoring. Bahkan investor jenis ini biasanya memiliki wakil yang duduk dalam jajaran dewan direksi untuk melakukan pengawasan langsung terhadap kinerja manajemen (Sundaramurthy, *et al.*, 2005). Orientasi investasi lebih mengarah pada insentif jangka panjang berupa dividen, sehingga investor institusional dalam kategori ini sangat berkepentingan dengan kebijakan-kebijakan jangka panjang perusahaan. Sependapat dengan hipotesis superior, hipotesis aktif menduga, besarnya kepemilikan memberikan skala monitoring aktif yang semakin luas, sehingga mampu memaksa manajemen untuk bertindak bagi kepentingan pemegang saham (Sundaramurthy *et al.*, 2005). Hipotesis superior maupun aktif secara langsung memberikan pandangan dampak positif kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Namun demikian tindakan monitoring aktif akan berubah menjadi pasif dan oportunistik pada saat tingkat kepemilikan menjadi semakin besar. Kekuatan voting yang semakin besar seringkali digunakan untuk memaksa manajemen mengambil kebijakan yang mengutamakan kepentingan investor mayoritas dan mengabaikan pemegang saham minoritas dan pada akhirnya mengabaikan nilai perusahaan. Fenomena tersebut menunjukkan kesamaan dengan hipotesis *entrenchment* pada kepemilikan manajerial, dan mendukung hipotesis *strategic alignment*.

Hipotesis *efficiency abatement* dan *efficiency augmentation* maupun tiga hipotesis yang dikembangkan oleh Pond (1998) memberikan dugaan terhadap adanya hubungan non-linier antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan.

Pengembangan Hipotesis. Berdasarkan argumentasi mengenai adanya hubungan non-linier antara tingkat kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan, maka penelitian ini menga-

jukan dua hipotesis, yaitu:

H₁ yaitu terdapat korelasi kuat antara kepemilikan institusional mayoritas (aktif) terhadap nilai perusahaan, H₂ yaitu terdapat pengaruh non-linier antara kepemilikan institusional mayoritas (aktif) terhadap nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel. Populasi penelitian ini akan diambil dari semua perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta periode tahun 2000-2005. Sedangkan sampel penelitian akan digunakan perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam kelompok industri manufaktur pada periode penelitian yang ditarik secara *purposive random*. Kriteria utama yang digunakan dalam penentuan sampel adalah semua perusahaan yang memiliki kepemilikan institusional mayoritas, dan kepemilikan publik.

Definisi Operasional Variabel. *Variabel Dependen.* Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan, yang akan diukur dengan menggunakan rasio *market to book value of equity*. Selanjutnya variabel ini akan disimbolkan dengan VALUE di dalam persamaan. Sedangkan penghitungan rasio dilakukan dengan menggunakan rumus:

$$MVEBE = \frac{\text{Shares Outstanding} \times \text{Closing Price}}{\text{Total Equity}} \quad (1)$$

Variabel Independen. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional. Variabel ini diukur dengan menghitung persentase kepemilikan institusional. Dalam hal ini kepemilikan institusional akan digunakan kepemilikan institusional besar atau mayoritas (INSTACTV) dengan nilai *cut-off* di atas 5 persen.

Variabel Kontrol. Tiga variabel akan digunakan sebagai variabel kontrol untuk menguatkan hasil uji non-linieritas antara kepemilikan institusional mayoritas terhadap nilai perusahaan. Variabel-variabel tersebut adalah kepemilikan institusional minoritas, yaitu kepemilikan institusional di bawah 5 persen, kepemilikan publik, dan ukuran perusahaan.

(1) *Kepemilikan Institusional Minoritas.* Kepemilikan institusional minoritas akan diukur dengan menghitung persentase kepemilikan oleh institusi di bawah 5 persen dan akan diberi lambang INSTPSV.

(2) *Kepemilikan Publik.* Variabel ini akan diukur dengan menghitung persentase kepemilikan publik di dalam perusahaan sampel. Selanjutnya variabel ini akan disimbolkan sebagai PUBLIC di dalam persamaan.

(3) *Ukuran Perusahaan.* Ukuran perusahaan akan dilambangkan dengan SIZE, dan diukur dengan menggunakan logaritma natural (ln) atas nilai buku total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Variabel ini juga akan berfungsi sebagai pengontrol didalam menguji non-linieritas hubungan antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan.

Model Statistik. Model statistik yang digunakan adalah regresi non-linier untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional mayoritas terhadap nilai perusahaan. Secara matematis persamaan non-linier dinyatakan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{VALUE} = & \beta_0 + \beta_1 \text{INSTACTV} + \beta_2 (\text{INSTACTV})^2 + \\ & \beta_3 \text{INSTPSV} + \beta_4 (\text{INSTPSV})^2 + \\ & \beta_5 \text{PUBLIC} + \beta_6 (\text{PUBLIC})^2 + \beta_7 \text{SIZE} + \varepsilon \quad (2) \end{aligned}$$

dimana, VALUE adalah nilai perusahaan, INSTACTV adalah persentase kepemilikan institusional mayoritas, (INSTACTV)² adalah kuadrat persentase kepemilikan institusional mayoritas, INSTPSV adalah persentase kepemilikan institusional minoritas, (INSTPSV)² adalah kuadrat persentase kepemilikan institusional minoritas, PUBLIC adalah persentase kepemilikan publik, (PUBLIC)² adalah kuadrat persentase kepemilikan publik, SIZE adalah ukuran perusahaan

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif. *Tabel 1* merupakan statistik deskriptif variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.

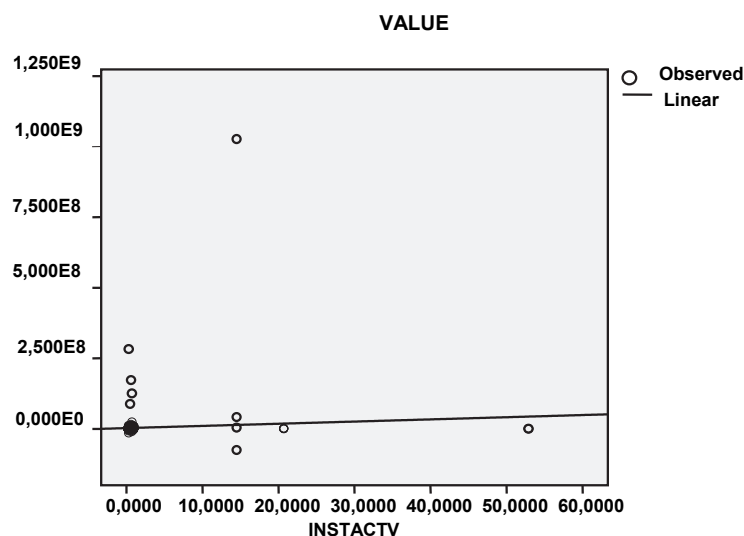
Tabel 1. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
VALUE	640	-74597297,297	1027013953,488	3823012,36138	43167107,317706
INSTACTV	640	,1787	52,8809	1,263481	5,0648718
INSTPSV	640	,0001	,7710	,116747	,1201219
PUBLIC	640	,0200	,7753	,279080	,1764846
SIZE	640	3,1632	18,1348	13,257284	1,8885617
INSTACT2	640	,0319	2796,3896	27,209229	249,4551200
INSTPSV2	640	,0000	,5944	,028037	,0703149
PUBLIC2	640	,0004	,6011	,108984	,1236669
Valid N (listwise)	640				

Hasil yang diperoleh menunjukkan jumlah observasi yang diolah sebanyak 640 observasi dari total 128 perusahaan yang memenuhi kriteria *purposive*. Nilai perusahaan atau VALUE memiliki variasi nilai yang cukup tinggi. Kondisi ini menunjukkan adanya volatilitas dan gejala pasar modal yang cukup tinggi dalam kurun waktu penelitian. Sedangkan kepemilikan institusional aktif (INSTACTV) yaitu di atas 5 persen tertinggi adalah 52 persen. Persentase kepemilikan institusional pasif (INSTPSV) secara umum jauh di bawah 5 persen bahkan kurang dari 1 persen, yang ditunjukkan melalui nilai minimum, maksimum dan rata-ratanya. Tingkat kepemilikan oleh publik secara umum juga sangat kecil yaitu secara rata-rata kurang dari 1 persen. Ukuran perusahaan (SIZE) secara umum menunjukkan nilai yang hampir sama

untuk semua perusahaan yang dijadikan sampel. Kondisi ini ditunjukkan dengan nilai maksimum dengan nilai rata-rata yang tidak terlalu besar *range*-nya, serta nilai standar deviasi yang kecil. Hal ini mengindikasikan kondisi ekonomi makro yang memberikan kesempatan bertumbuh yang hampir sama untuk setiap perusahaan sampel dalam kurun waktu penelitian.

Uji Linieritas Hubungan. Meskipun secara teori diduga bahwa hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan bersifat non-linier, namun demikian perlu dilakukan uji linieritas sifat hubungan. *Gambar 1* merupakan hasil uji linieritas hubungan antara kepemilikan institusional aktif dan nilai perusahaan dengan menggunakan program SPSS 15.0. Berdasarkan gambar kurva estimasi bentuk hubungan, dapat dilihat bahwa mayoritas data



Gambar 1. Uji Linieritas Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Nilai Perusahaan

observasi menyebar dan menjauhi garis linier. Pola yang terbentuk diprediksi menyerupai parabola dengan puncak atau *asymptot* positif. Pola ini kemudian memberikan konfirmasi atas adanya hubungan non-linier antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan. Secara teoritis beberapa sintaks model persamaan non-linier dapat diajukan untuk menguji ketidaklinieran hubungan. Penelitian ini mencoba mengajukan bentuk non-linier sederhana yaitu *quadratic polynomial*.

Hasil Uji Korelasi. Tabel 2 merupakan hasil analisis uji korelasi antarvariabel dependen dan independen di dalam persamaan. Uji ini dilakukan untuk memperoleh dukungan atas hipotesis 1 yang diajukan.

Berdasarkan hasil uji korelasi Pearson pada Tabel 2, dapat dilihat bahwa korelasi antara nilai perusahaan (VALUE) dengan kepemilikan institusional aktif (INSTACTV) signifikan pada tingkat signifikansi 0,05. Kondisi ini menunjukkan korelasi yang kuat antara kepemilikan institusional aktif dengan nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis 1 yang menyatakan terdapat korelasi kuat antara kepemilikan institusional aktif dengan nilai perusahaan, terdukung.

Hasil Uji Non-Linier. Berdasarkan persamaan statistik non-linear yang diajukan pada bagian sebelumnya, maka persamaan statistik yang dibangun berbentuk *quadratic polynomial*. Bentuk persamaan tersebut merupakan bentuk paling sederhana persamaan non-linear, sehingga dapat diselesaikan dengan menggunakan metode OLS biasa tanpa melakukan linierisasi

model maupun proses estimasi algoritma *iterative*.

Secara umum *quadratic polynomial* memiliki dua bentuk persamaan umum: Pertama, *quadratic polynomial* dengan satu variabel independen (*one-variable case*), dan Kedua, *quadratic polynomial* dengan jumlah n variabel independen (*general case*). Penelitian ini menggunakan satu variabel utama yaitu kepemilikan institusional aktif, dan tiga variabel kontrol, sehingga persamaan yang dibangun mengikuti bentuk persamaan *quadratic polynomial* yang kedua. Adapun persamaan umum *quadratic polynomial-general case* adalah sebagai berikut:

$$Y = a + \sum_{i=1}^n P_i X_i + \sum_{i,j=1}^n Q_{i,j} X_i X_j \quad (1)$$

$Q_{i,j}$ merupakan *symmetric dimensional metric* dan biasanya merupakan kuadrat dari variabel independen, sedangkan $P_i X_i$ merupakan *dimensional vector* dan a adalah konstanta. Adapun kuadrat variabel independen dalam persamaan menunjukkan bentuk atau fungsi kuadratik sifat hubungan variabel tersebut dengan variabel independen. Dengan mengasumsikan bahwa $X^2=A,B,danC$, maka akan didapatkan persamaan regresi 3. Dengan persamaan tersebut, maka proses regresi diselesaikan dengan metode OLS.

$$VALUE = \beta_0 + \beta_1 INSTACTV + \beta_2 (INSTACTV)^2 + \beta_3 INSTPSV + \beta_4 (INSTPSV)^2 + \beta_5 PUBLIC + \beta_6 (PUBLIC)^2 + \beta_7 SIZE + \varepsilon \quad (2)$$

Tabel 2. Uji Korelasi Variabel Dependen dengan Variabel Independen

	VALUE	INSTACTV	INSTPSV	PUBLIC	SIZE	INSTACT ²	INSTPSV ²	PUBLIC ²
VALUE	1	,090(*)	,033	-,045	-,029	,023	,007	-,027
INSTACTV		1	-,051	-,161(**)	-,021	,963(**)	-,038	-,131(**)
INSTPSV			1	-,109(**)	-,074	-,043	,906(**)	-,149(**)
PUBLIC				1	,029	-,107(**)	-,072	,960(**)
SIZE					1	-,023	-,085(*)	-,006
INSTACT ²						1	-,032	-,085(*)
INSTPSV ²							1	-,098(*)
PUBLIC ²								1

* Signifikan pada level 0,05 (2-tailed).

** Signifikan pada level 0,01 (2-tailed).

$$VALUE = \beta_0 + \beta_1 INSTACTV + \beta_2 A + \beta_3 INSTPSV + \beta_4 B + \beta_5 PUBLIC + \beta_6 C + \beta_7 SIZE + \varepsilon \quad (3)$$

Tahapan analisis akan dilakukan secara bertahap dengan memasukkan variabel kontrol satu persatu untuk mengetahui konsistensi hubungan non-linier antara kepemilikan institusional aktif dengan nilai perusahaan. Variabel kontrol kepemilikan institusional pasif dan publik dalam penelitian ini juga diasumsikan akan mengontrol hubungan secara non-linier. Berdasarkan tahapan tersebut maka, proses analisis dapat dilihat sebagai berikut:

Tahap 1 :

$$VALUE = \beta_0 + \beta_1 INSTACTV + \beta_2 (INSTACTV)^2 + \beta_3 INSTPSV + \beta_4 (INSTPSV)^2 + \varepsilon \quad (4)$$

Tahap 2 :

$$VALUE = \beta_0 + \beta_1 INSTACTV + \beta_2 (INSTACTV)^2 + \beta_3 PUBLIC + \beta_4 (PUBLIC)^2 + \varepsilon \quad (5)$$

Tahap 3 :

$$VALUE = \beta_0 + \beta_1 INSTACTV + \beta_2 (INSTACTV)^2 + \beta_3 SIZE + \varepsilon \quad (6)$$

Tabel 4 merupakan hasil analisis uji non-linier untuk masing-masing tahap, dengan menggunakan metode OLS.

Pada panel 1 hubungan non-linier antara kepemilikan insitusalional aktif dengan nilai perusahaan adalah signifikan pada level 0,05. Kondisi ini ditunjukkan melalui *p-value* INSTACTV dan INSTACT² sebesar 0,000 < 0,05. Nilai ini konsisten pada saat hubungan antar dua variabel tersebut dikontrol oleh kepemilikan institusional pasif. Berdasarkan nilai ini maka hipotesis kedua yang menyatakan adanya hubungan non-linier antara kepemilikan institusional aktif dengan nilai perusahaan, terdukung. Pada panel 2 hubungan non-linier antara kepemilikan institusional aktif dengan nilai perusahaan konsisten dan signifikan pada level 0,05 ketika dikontrol dengan variabel kepemilikan publik (PUBLIC). Hasil yang konsisten juga ditunjukkan pada panel 3, hubungan non-linier kepemilikan insitusalional signifikan pada

level 0,05 pada saat dikontrol dengan variabel SIZE. Konsistensi hubungan non-linier pada panel 1, 2, dan 3 sekaligus memberikan dukungan atas hipotesis kedua.

Tiga variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini yaitu kepemilikan institusional pasif (INSTPSV), kepemilikan publik (PUBLIC) dan ukuran perusahaan (SIZE) secara parsial belum mampu menunjukkan signifikansi hubungannya dengan nilai perusahaan, hal ini ditunjukkan dengan nilai *p-value* yang lebih besar dari 0.05.

Tabel 4. Hasil Uji Non-Linier Kepemilikan Institusional Aktif dengan Nilai Perusahaan

Variabel	Panel 1	Panel 2	Panel 3
Intercept	-6695239	1026438	7025111
<i>p-value</i>	0,033	0,844	0,551
INSTACTV	7929085	7828503	7859358
<i>p-value</i>	0,000*	0,000*	0,000*
INSTPSV	6E+007		
<i>p-value</i>	0,069**		
PUBLIC		-3E+007	
<i>p-value</i>		0,388	
SIZE			-683341
<i>p-value</i>			0,436
INSTACT ²	-150462	-149206	-149692
<i>p-value</i>	0,000*	0,000*	0,000*
INSTPSV ²	-8E+007		
<i>p-value</i>	0,136		
PUBLIC ²		5E+007	
<i>p-value</i>		0,326	
<i>F-statistic</i>	11,595	10,950	14,469
<i>p-value</i>	0,000*	0,000*	0,000*
Adjusted R ²	0,062	0,059	0,059

* signifikan pada level 0.05

Pembahasan. Berdasarkan hasil olah data diatas maka, dapat diketahui bahwa teori-teori yang menyatakan adanya hubungan non-linier antara kepemilikan institusional dengan nilai

perusahaan di Indonesia terdukung. Hasil ini sejalan dengan penelitian sebelumnya oleh Navissi dan Naiker (2006). Pada umumnya pemegang saham institusional aktif di Indonesia adalah perusahaan anak cabang pada perusahaan emiten. Sejalan dengan hipotesis *efficiency augmentation*, maka pemegang saham ini secara langsung akan memiliki informasi yang memadai atas perusahaan emiten (*superior investor*), sehingga mampu melakukan monitoring yang efektif atas kinerja manajemen. Kondisi anak perusahaan sebagai pemegang saham institusional mayoritas diduga memberikan kesempatan untuk aktif di dalam pengambilan keputusan dalam rapat umum pemegang saham, termasuk di dalamnya menggunakan hak voting (*active investor*). Di samping itu kecenderungan anak perusahaan untuk melakukan aliansi terhadap manajemen pada saat kepemilikan semakin besar dapat terjadi, karena pada umumnya kepemilikan institusional yang besar oleh anak cabang digunakan sebagai strategi *anti-take over* oleh manajemen (Agrawal dan Mandelker, 1990).

Secara parsial variabel kontrol belum mampu menunjukkan hubungan non-liniernya dengan nilai perusahaan terutama variabel kepemilikan institusional pasif dan kepemilikan publik. Kondisi ini menunjukkan tingkat kepasifan pemegang saham minoritas dalam jangka panjang. Apropriasi terhadap pemegang saham minoritas yang tinggi mengakibatkan pemegang saham minoritas di Indonesia lebih berorientasi pada *abnormal return*.

SIMPULAN

Penelitian ini menguji hubungan non-linier antara kepemilikan institusional aktif dengan nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan dukungan atas hubungan non-linier tersebut. Namun demikian secara parsial tiga variabel kontrol yang digunakan yaitu kepemilikan institusional pasif, kepemilikan publik dan ukuran perusahaan belum mampu menunjukkan dukungan non-linieritasnya terhadap nilai perusahaan. Meskipun secara teoritis hal ini dapat dijelaskan pada bagian sebelumnya, namun demikian keterbatasan informasi dan keakurat-

an pengumpulan data dapat menyebabkan kondisi tersebut. Di samping itu penelitian ini akan menjadi lebih *robust* apabila mempertimbangkan variabel seperti *cross-directorship*. Hal ini didasarkan pada kecenderungan pemegang saham institusional aktif di Indonesia adalah anak cabang, maka kecenderungan terjadinya *cross-directorship* di perusahaan emiten dan anak perusahaan sangat besar.

REFERENCES

- Agrawal, A., dan Mandelker, G. 1990. Large Shareholders and the Monitoring of Managers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (2), pp.143-161.
- Brickley, J., Lease, R.C., dan Smith, C.W. 1988. Ownership Structure and Voting on Anti-takeover Amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, pp.267-91.
- Byrne, J.A. 1996. The Best and Worst Boards. *Business Week*, November 25.
- Demsetz, H. 1983. The Structure of Equity Ownership and the Theory of the Firm. *The Journal of Law and Economics*, 26, pp.375-90.
- Fama, E.F., dan Jensen, M.C. 1983. Agency Problem and Residual Claims. *The Journal of Law and Economics*, 26, pp.327-49.
- Holderness, C.G., dan Sheehan, D.P. 1988. The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An exploratory analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, pp.317-40.
- Jensen, M. 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48, pp.831-80.
- McConnell, J.J., dan Servaes, H. 1990. Additional Evidence of Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27, pp.595-612.
- Morck, R., dan Shleifer, A., dan Vishny, R.W. 1989. Alternative Mechanism For Corporate Control. *American Economic Review*,

79, pp.842-52.

Navissi, F., dan Naiker, V. 2006. Institutional Ownership and Corporate Value. *Managerial Finance*, 32 (3), pp.247-56.

Pound, J. 1988. Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, pp.237-65.

Stulz, R.M. 1988. Managerial Control and Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 21, pp.25-54.