

## Kesan Struktur Pemilikan dan Pempelbagaian Perniagaan ke atas Prestasi Syarikat dalam Mengawal Konflik Agensi bagi Syarikat Tersenarai di BEI

### The Impact of Ownership Structure and Diversification of Business on Firm Performance in Controlling Conflicting Agency for Listed Companies in BEI

Erni Masdupi  
Nur Adiana Hiau Abdullah

#### ABSTRACT

*This study employs structural equation modeling to investigate the impact of ownership structure and diversification of business on firm performance in an agency perspective. Listed companies on Indonesia Stock Exchange during 1998 to 2005 were used. Based on pooled data, 198 firm-years are selected. Insider ownership, foreign ownership and shareholders dispersion formed the dimensions of ownership structure latent. Diversification of business was measured by Herfindahl index by sales, Herfindahl index by total assets, and number of segment; whereas return on equity, return on total assets and market to book value ratio were indicators of firm performance. All dimensions that formed the three latents have significant loading factors at 1%. The study found that structural model hypothesis was suitable as all the goodness of fit indexes fulfilled their requirement. Ownership structure was found not to have influence on firm performance; however, diversification had a significant positive relationship on firm performance at 5% level.*

#### ABSTRAK

*Kajian ini menggunakan pemodelan persamaan struktural (SEM) untuk menguji kesan struktur pemilikan dan mempelbagaian perniagaan ke atas prestasi syarikat dalam perspektif agensi. Syarikat tersenarai di Bursa Efek Indonesia digunakan dalam tempoh 1998 sehingga 2005. Berdasarkan data terkumpul, 198 tahun-syarikat telah dipilih. Pemilikan saham oleh pihak dalaman, pemilikan pelabur asing dan penyebaran pemegang saham merupakan dimensi bagi latent struktur pemilikan. Pempelbagaian perniagaan diukur melalui indeks Herfindahl jualan, indeks Herfindahl aset dan bilangan segmen perniagaan; manakala pulangan atas ekuiti, pulangan atas aset dan nisbah nilai pasaran kepada nilai buku adalah petunjuk kepada prestasi syarikat. Semua dimensi daripada ketiga-tiga latent tersebut memiliki faktor loading dengan aras keertian 1%. Dapatan kajian menunjukkan bahawa hipotesis model struktural yang digunakan sesuai dengan data kerana*

*semua indeks kesesuaian memenuhi syarat. Struktur pemilikan didapati tidak mempengaruhi prestasi syarikat namun mempelbagaian perniagaan didapati mempunyai hubungan positif dengan prestasi syarikat pada aras keertian 5%.*

## PENGENALAN

Teori agensi wujud kerana konflik kepentingan di antara pengurus syarikat dengan pemegang saham luaran (Jensen & Meckling 1976). Biasanya pengurus cenderung membuat keputusan yang lebih mementingkan kesejahteraan berbanding kesejahteraan pemilik. Pengurus dilantik sebagai pekerja oleh pemilik bagi mengurus syarikat dan sepatutnya dalam setiap keputusan pengurus tersebut lebih menekankan kesejahteraan pemilik. Namun, perkara ini tidak selalunya berlaku. Wujud pemisahan fungsi pemilikan (principal) dan fungsi kawalan (pengurus) yang menimbulkan masalah agensi. Apabila masalah ini tidak dapat diselesaikan, maka akan wujud kos agensi yang mungkin menurunkan nilai syarikat.

Biasanya, keuntungan yang dihasilkan sesebuah syarikat boleh dipengaruhi oleh struktur pemilikan syarikat (Cui 2002; Kumar 2005; McConnel & Servaes 1990; Randoy & Goel 2003; Short & Keasey 1999). Ia merupakan pendorong untuk mengurangkan kos agensi yang dikaitkan dengan pemisahan antara pengurus dan pemilikan. Selain struktur pemilikan, mempelbagaian jenis perniagaan juga memberi kesan ke atas nilai syarikat. Ia boleh meningkat mahupun menurunkan nilai syarikat (Berger & Ofek 1995). Syarikat yang memiliki perniagaan pelbagai biasanya boleh menggunakan sumber syarikat secara bersama sehingga wujud sinergi di antara pelbagai bahagian perniagaan. Di samping itu, keupayaan hutang yang lebih besar menyumbang kepada peningkatan prestasi syarikat kerana wujudnya penghadang cukai. Namun, masalah juga timbul dengan mempelbagaian perniagaan. Pengurus mungkin cenderung mempelbagaikan perniagaan untuk kepentingan sendiri dan menggunakan sumber secara tidak cekap. Ia mendorong syarikat melabur ke dalam perniagaan kurang berjaya berbanding perniagaan berjaya. Keadaan ini akan menurunkan nilai syarikat kerana secara keseluruhan perniagaan lemah akan memberi tekanan kepada nilai perniagaan berjaya.

Di samping itu, kebarangkalian untuk syarikat mengalami krisis kewangan mungkin wujud apabila pengurus cenderung untuk memperbesar saiz syarikat melalui mempelbagaian perniagaan agar syarikat tidak mudah diambil alih oleh pihak lain. Keadaan ini adalah untuk memperkuat kedudukan atau kuasa pengurus dalam syarikat. Ianya menimbulkan masalah agensi di antara pengurus dengan pemilik yang akan menyebabkan wujudnya kos agensi.

Masalah agensi juga mungkin wujud di kalangan syarikat yang tersenarai di Bursa Efek Indonesia (BEI). Namun, kajian lepas banyak tertumpu di negara maju. Sementara itu, kajian yang sama masih terhad di pasaran modal membangun seperti Indonesia. Kajian lepas hanya menganalisis hubungkait di antara penggunaan hutang dengan beberapa pembolehkan, dan pembayaran dividen dengan beberapa pemboleh ubah dalam perspektif agensi (Aritejo 2002; Faisal 2000; Masdupi

2004, 2005; Nuringsih 2002; Setiyono 2000). Kekurangan kajian mewujudkan jurang literatur di antara pasaran modal maju dengan yang sedang membangun. Ini membolehkan kajian ini dilaksanakan dengan melihat kesan struktur pemilikan dan pemelbagaian perniagaan ke atas prestasi syarikat dalam mengawal konflik agensi bagi syarikat tersenarai di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Dapatan kajian diharap dapat membantu pelabur institusi, individu dan pelabur asing dalam membuat keputusan pelaburan terhadap syarikat tersenarai di BEI. Ianya juga boleh digunakan untuk membentuk dasar dan peraturan tentang struktur pemilikan ekuiti syarikat oleh Suruhanjaya Sekuriti Indonesia dalam usaha membantu syarikat mengatasi masalah agensi. Hasil kajian ini juga diharap dapat dijadikan sebagai dasar pembuatan keputusan pemelbagaian bagi pengurus syarikat yang tersenarai di BEI.

## ULASAN LITERATUR DAN HIPOTESIS

Hubungan agensi didefinisikan oleh Jensen dan Meckling (1976) sebagai suatu kontrak apabila seseorang atau lebih (pemilik) mengupah seseorang (agen) untuk memberi perkhidmatan berdasarkan kepentingan pemilik dimana agen diberikan kuasa untuk membuat keputusan. Dalam perjanjian berkenaan, agen berjanji akan menggunakan sumber syarikat bagi memuaskan kepentingan pemilik. Namun jika berlaku pemisahan fungsi pemilikan dan fungsi kawalan maka akan wujud konflik agensi di antara pemilik dan agen. Dalam mengatasi masalah agensi, beberapa mekanisme seperti pemilikan saham oleh pihak dalaman atau pengurus, pemilikan oleh institusi, pemilikan pelabur asing dan penggunaan hutang boleh digunakan (Bathala et al. 1994; Crutley et al. 1989; Jensen & Meckling 1976; Jensen et al. 1992; Moh'd et al. 1998).

### STRUKTUR PEMILIKAN

Struktur pemilikan ekuiti sesebuah syarikat boleh menentukan individu/institusi yang lebih berkuasa dalam menyusun aktiviti syarikat. Mengikut Cui dan Mak (2002), Demsetz dan Lehn (1985), Kumar (2005), McConnel dan Servaes (1990), Morck, Shleifer dan Vishny (1988), Randoy dan Goel (2003) dan Short dan Keasey (1999), struktur pemilikan ekuiti berkait rapat dengan prestasi syarikat. Ianya juga didapati mampu mengurangkan kos agensi disebabkan pemisahan pemilikan dan pengurusan (Kumar 2005). Dalam erti kata lain, struktur pemilikan merupakan mekanisme yang boleh digunakan untuk mengawal kos agensi (Jensen & Meckling 1976; Shleifer & Vishny 1986). Ianya diukur melalui pemilikan pihak dalaman, pelabur institusi, pelabur asing dan penyebaran pemegang saham.

McConnel dan Servaes (1990) seperti dipetik oleh Kumar (2005) dan Morck et al. (1988) mendapati wujud hubungan signifikan di antara pemilikan saham oleh pengurus dan pelabur institusi. Manakala Agrawal dan Knober (1996), Chen dan Ho (2003) dan Cui dan Mak (2002) membuktikan wujud hubungan di antara

nilai syarikat dengan pemilikan saham oleh pengurus. Easterbrook (1984) seperti dipetik Moh'd et al. (1998) dan Saunders, Elizabeth, Travos dan Nicholas (1990) menerangkan bahawa jika pengurus mempunyai pegangan yang tinggi dalam syarikat, ia akan menolak risiko (risk averse). Keadaan ini mampu mengawal konflik agensi (Jensen & Meckling 1976) apabila tahap pemilikan dalaman berhubung secara positif dengan prestasi syarikat. Semakin tinggi pemilikan pengurus, semakin meningkat prestasi syarikat kerana wujudnya penyelarasan kepentingan di antara pengurus dan pemilik.

Jika dilihat daripada sudut pelabur institusi, ia mempunyai kuasa yang lebih besar dalam mendisiplinkan pengurus dalam setiap keputusan yang dibuat. Biasanya penglibatan pelabur institusi memberi kesan kepada harga saham syarikat. Jika pelabur institusi menjual kepentingan dalam sesebuah syarikat, tindakan ini boleh menurunkan harga saham syarikat. Sebaliknya, tahap pemilikan institusi yang tinggi mampu meningkatkan usaha pengawasan oleh pelabur institusi. Tahap pengawasan yang ketat dapat mengurangkan salah laku pengurus. Justeru, kos agensi boleh dikurangkan (Kumar 2005; Lowenstein 1988).

Kajian lain pula mendapati pelabur asing mempunyai pengalaman dan kepakaran yang lebih dalam mengawasi pengurus. Chibber dan Majumbar (1998) seperti dipetik Kumar (2005) dan Khana dan Palepu (1999) mendapati prestasi syarikat berkorelasi positif dengan pemilikan pelabur asing. Pelabur asing hanya akan melabur dalam syarikat yang memiliki prestasi cemerlang (Kumar 2005). Oleh itu, semakin tinggi pemilikan pelabur asing, semakin meningkat prestasi syarikat.

Terdapat juga kajian yang mendapati pemegang saham yang tersebar biasanya memberi peluang kepada pengurus untuk membuat keputusan yang tidak optimum. Ianya disebabkan pemilikan saham yang kecil tidak membolehkan individu mahupun institusi mengawal keputusan yang dibuat oleh pihak pengurusan (Moh'd et al. 1998; Rozef 1982). Oleh yang demikian jumlah pemegang saham yang tersebar mempunyai hubungan negatif dengan prestasi syarikat. Berdasarkan huraian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis seperti berikut:

H1: Struktur pemilikan mempunyai pengaruh ke atas prestasi syarikat.

#### PEMPELBAGAIAN PERNIAGAAN

Syarikat memperoleh manfaat daripada pempelbagaian perniagaan melalui penggunaan sumber secara bersama (Berger & Ofek 1995), keupayaan hutang yang banyak (Lewellen 1971; Shleifer & Vishny 1992), skala ekonomi (Teece 1980) dan penciptaan pasaran modal dalaman (Williamson 1970). Melalui pasaran modal dalaman, bahagian perniagaan yang mempunyai lebih aliran tunai tetapi kurang peluang pelaburan dapat menyediakan dana kepada bahagian perniagaan yang mempunyai kurang aliran tunai tetapi banyak peluang pelaburan. Keadaan ini membantu meningkatkan nilai syarikat. Lins dan Servaes (2002) mendapati pempelbagaian syarikat menghasilkan nilai yang lebih tinggi. Namun syarikat dengan pempelbagaian lebih mudah diambil alih kerana pengambil alihan segmen

perniagaan tidak memerlukan dana yang banyak di mana ia memudahkan pihak pengambil alih. Situasi ini memberi kesan negatif kepada nilai syarikat.

Berger dan Ofek (1995) mendapati syarikat dengan pempelbagaian perniagaan mempunyai nilai yang lebih rendah berbanding syarikat dengan perniagaan tunggal dalam pasaran modal yang baru ditubuhkan. Hipotesis pasaran modal menyatakan bahawa syarikat dengan pempelbagaian perniagaan biasanya melabur dana secara tidak cekap. Syarikat memindah dana daripada segmen perniagaan yang berpotensi ke segmen perniagaan yang kurang berpotensi. Langkah ini didapati menurunkan nilai syarikat (Lamont 1997; Scharfstein 1998; Scharfstein & Stein 2000; Nam et al. 2006; Shin & Stulz 1998). Berdasarkan huraian di atas dapat dirumuskan hipotesis berikut:

H2: Pempelbagaian perniagaan mempunyai pengaruh ke atas prestasi syarikat.

Umumnya, kebanyakan kajian lepas melihat kepada pengaruh struktur pemilikan dan pempelbagaian perniagaan terhadap prestasi syarikat tertumpu kepada negara maju seperti Amerika Syarikat. Kajian tentang isu ini di negara membangun seperti Indonesia yang mempunyai struktur pasaran, peraturan dan suasana yang berbeza masih kurang. Bagi merapatkan jurang literatur, kajian ini perlu dijalankan.

## DATA DAN KAEDAH PENYELIDIKAN

Penyelidikan ini menggunakan data sekunder iaitu penyata kewangan syarikat yang tersenarai di Bursa Efek Indonesia dari tahun 1998 sehingga tahun 2005. Berdasarkan data terkumpul (pooled data), sebanyak 198 tahun-syarikat dipilih selepas mengambilkira beberapa kriteria: (1) syarikat kewangan dan bank dikecualikan; (2) memiliki penyata kewangan, data tentang pemilikan dalaman atau pengurusan, pelabur institusi, pelabur asing dan pelabur awam selama tempoh kajian; (3) memiliki data perolehan sebelum faedah dan cukai (EBIT); dan (4) memiliki data tentang segmen perniagaan. Apabila sesebuah syarikat tidak dapat memenuhi kriteria tersebut, syarikat itu tidak akan dijadikan sampel.

Kajian ini menggunakan kaedah pemodelan persamaan struktural (structural equation modeling—SEM). Kelebihan menggunakan SEM ialah tidak wujud kaedah statistik tunggal untuk mengukur atau menguji hipotesis mengenai model (Hair et al. 2006). Umumnya terdapat pelbagai jenis indeks kesesuaian untuk mengukur darjah kesesuaian di antara model yang diutarakan dan data yang digunakan. Antaranya ialah chi-square, ratio, *Goodness of Fit Index* (GFI), *Composite Fit Index* (CFI), *Tucker Lewis Index* (TLI) dan *the Root Mean Square Error Approximation* (RMSEA). Manakala bagi regresi berbilang, analisis faktor, *multivariate analysis of variance*, analisis discriminant mahupun teknik lain, ia hanya mampu menguji hubungan tunggal pada satu masa. SEM merupakan gabungan di antara teknik analisis faktor dan regresi berbilang. Ia mempunyai beberapa kelebihan iaitu menggunakan persamaan serentak, mampu memeriksa kesahihan dan *reliability*

instrumen melalui *Confirmatory Factor Analysis* (CFA), menguji model struktural di antara pembolehubah latent, menentukan model yang sesuai, mampu menguji konsep yang tidak boleh diperhati dan mengukur ralat tidak hanya pada peringkat latent tetapi juga pada peringkat dimensi (Hair et al. 2006).

Pembolehubah yang boleh diperhati menggunakan simbol segi empat bujur (rectangle) dan yang tidak boleh diperhati menggunakan simbol *oval*. Pembolehubah endogenous dan exogenous dalam SEM merujuk kepada pembolehubah bersandar dan pembolehubah bebas dalam model regresi. Dalam kajian ini, pembolehubah endogenous yang boleh diperhati (observed endogenous) ialah INSDR, INST, FORG, SDP, HI\_SALES, HI\_ASSETS, JLHSEGMEN, ROE, ROA dan MBVR. Pembolehubah endogenous yang tidak boleh diperhati (unobserved endogenous) ialah prestasi syarikat. Pembolehubah exogenous yang tidak boleh diperhati ialah struktur pemilikan, mempelbagaian perniagaan,  $e_1, e_2, e_3, e_4, e_5, e_6, e_7, e_8, e_9, e_{10}$  dan  $e_{11}$ . Pengukuran setiap pembolehubah adalah seperti butiran dalam Jadual 1.

Konstruk exogenous yang pertama iaitu struktur pemilikan dan kedua, mempelbagaian perniagaan. Mengikut teori, kedua konstruk tersebut mempunyai pengaruh terhadap prestasi syarikat; manakala konstruk endogenous ialah prestasi syarikat dipengaruhi oleh struktur pemilikan dan mempelbagaian perniagaan sesebuah syarikat.

JADUAL 1. Pembolehubah dan pengukuran pembolehubah

Pembolehubah	Huraian
Prestasi Syarikat	Prestasi Syarikat diukur dengan pulangan atas ekuiti, pulangan atas aset dan nisbah nilai pasaran dengan nilai buku.
$ROA_{it}$	Pulangan atas aset syarikat $i$ pada tahun $t$ ; nisbah di antara perolehan sebelum faedah dan cukai dengan jumlah aset syarikat.
$ROE_{it}$	Pulangan atas ekuiti syarikat $i$ pada tahun $t$ ; nisbah di antara untung bersih dengan ekuiti.
$MBVR_{it}$	Nisbah nilai pasaran kepada nilai buku syarikat $i$ pada tahun $t$ .
Struktur Pemilikan	Struktur pemilikan diukur dengan pemilikan saham oleh pihak dalaman, pelabur institusi, pelabur asing dan penyebaran pemegang saham.
$INSDR_{it}$	Pemilikan dalaman (pengurusan) syarikat $i$ pada tahun $t$ ; nisbah jumlah saham yang dimiliki pengurus dengan jumlah saham yang telah terbit.
$INST_{it}$	Pemilikan institusi syarikat $i$ pada tahun $t$ ; nisbah jumlah saham yang dimiliki pelabur institusi dengan jumlah saham yang telah terbit.
$FORG_{it}$	Pemilikan asing syarikat $i$ pada tahun $t$ ; nisbah jumlah saham yang dimiliki pelabur asing dengan jumlah saham yang telah terbit.
$SDP_{it}$	Penyebaran pemegang saham syarikat $i$ pada tahun $t$ ; peratus saham yang dimiliki pelabur awam.
Pempe. Perniagaan	Pempelbagaian perniagaan syarikat diukur dengan indeks Herfindahl jualan, indeks Herfindahl aset dan bilangan segmen perniagaan.
$HI\_Sales$	Indeks Herfindahl jualan merupakan jumlah keseluruhan kuasa dua jualan per segmen dibahagikan dengan jumlah jualan; nilai 1 menunjukkan syarikat hanya mempunyai satu jenis perniagaan dan 0 menunjukkan pelbagai jenis perniagaan.

---

HI_Assets	Indeks Herfindahl aset merupakan jumlah keseluruhan kuasa dua aset per segmen dibahagikan dengan jumlah aset; nilai 1 menunjukkan syarikat hanya mempunyai satu jenis perniagaan dan 0 menunjukkan pelbagai jenis perniagaan.
JlhSegmen e	Bilangan segmen perniagaan. Ralat

---

Analisis data menggunakan Amos 7.0. Ujian untuk mengenal pasti *multivariate outlier* menggunakan *mahalanobis distance* (tidak boleh lebih daripada 29.588,  $p < 0.001$ ) dan taburan normal (nilai skewness dibahagi dengan ralat piawai tidak boleh lebih daripada 2.58,  $p < 0.001$ ) dilaksanakan terlebih dahulu (Tabachnick & Fidell 2007). Tujuh kes data di luar batas dikeluarkan daripada sampel kajian menjadikan jumlah sampel sebanyak 191 tahun-syarikat. Data outlier merupakan data yang mempunyai nilai sangat ekstrem dan ini memberikan kesan negatif terhadap hasil analisis.

Pembolehubah yang tidak mempunyai taburan normal ditukar agar taburan data menjadi normal, sama ada dengan (1) Songsang (*inverse*,  $1/X$  atau  $1/Y$ ) jika *skewness* serius; (2) Logaritma semula jadi ( $\ln$ ) jika *skewness* tinggi; dan (3) *Square root* ( $\sqrt{\phantom{x}}$ ) jika *skewness* sederhana. Jika penukaran data mengakibatkan wujud beberapa nilai hilang (*missing value*), ianya digantikan dengan nilai purata pemboleh ubah masing-masing (Tabachnick & Fidell 2007).

## ANALISIS KAJIAN

Jadual 2 memberikan ringkasan statistik deskriptif bagi pembolehubah yang digunakan. Pemilikan saham oleh pihak dalaman (INSDR) mempunyai nilai minimum 0.01% dan pemilikan saham tertinggi ialah 31.82%. Namun purata pemilikan saham oleh pengurusan ialah 5.38% dengan sisihan piawai 7.71%. Pelabur institusi (INST) memiliki saham serendah 0.53% dan maksimum 87.76% dengan purata sebanyak 43%. Julat pemilikan saham minimum dan maksimum amat berbeza dengan sisihan piawai 20.04%. Pelabur asing (FORG) memiliki saham maksimum sebanyak 79.23% sedangkan pemilikan minimum hanya 0.04% dengan purata 20.58% serta sisihan piawai 17.27%. Penyebaran saham diukur dengan jumlah saham yang dimiliki oleh pelabur awam. Nilai minimum ialah sebanyak 0.76% bermakna pemilikan saham syarikat berpusat hanya kepada beberapa orang pelabur sahaja dan nilai maksimum 89.56% bererti pemilikan saham syarikat tersebar luas.

Indeks Herfindahl jualan (HI\_SALES) maksimum sebanyak 1 menunjukkan syarikat tidak mempelbagaikan perniagaan atau tertumpu kepada satu segmen perniagaan sahaja. Nilai mendekati sifar menunjukkan syarikat mempunyai pelbagai jenis perniagaan. Dengan nilai purata indeks Herfindahl jualan sebanyak 0.7833 menunjukkan syarikat Indonesia mempunyai pelbagai segmen perniagaan dengan sisihan piawai 22.37%. Indeks Herfindahl aset (HI\_ASSETS) juga memberikan

JADUAL 2. Statistik deskriptif

Pembolehubah	N	Minimum	Maksimum	Min (Mean) (Std.Deviation)	Sisihan piawai
INSDR	191	0.0001	0.3182	0.0538	0.0771
INST	191	0.0053	0.8776	0.4299	0.2004
FORG	191	0.0004	0.7923	0.2058	0.1727
SDP	191	0.0076	0.8956	0.2881	0.1536
HI_SALES	191	0.2694	1.0000	0.7833	0.2237
HI_ASSETS	191	0.2566	1.0000	0.7497	0.2422
JLHSEGMEN	191	1.0000	7.0000	2.6600	1.4600
ROE	191	-11.8394	16.8797	0.0814	1.8411
ROA	191	-0.31480	0.4755	0.0566	0.1014
MBVR	191	0.12280	5.2628	1.2081	0.7890
Valid N (listwise)					

Pembolehubah dalam statistik deskriptif merupakan pembolehubah asal

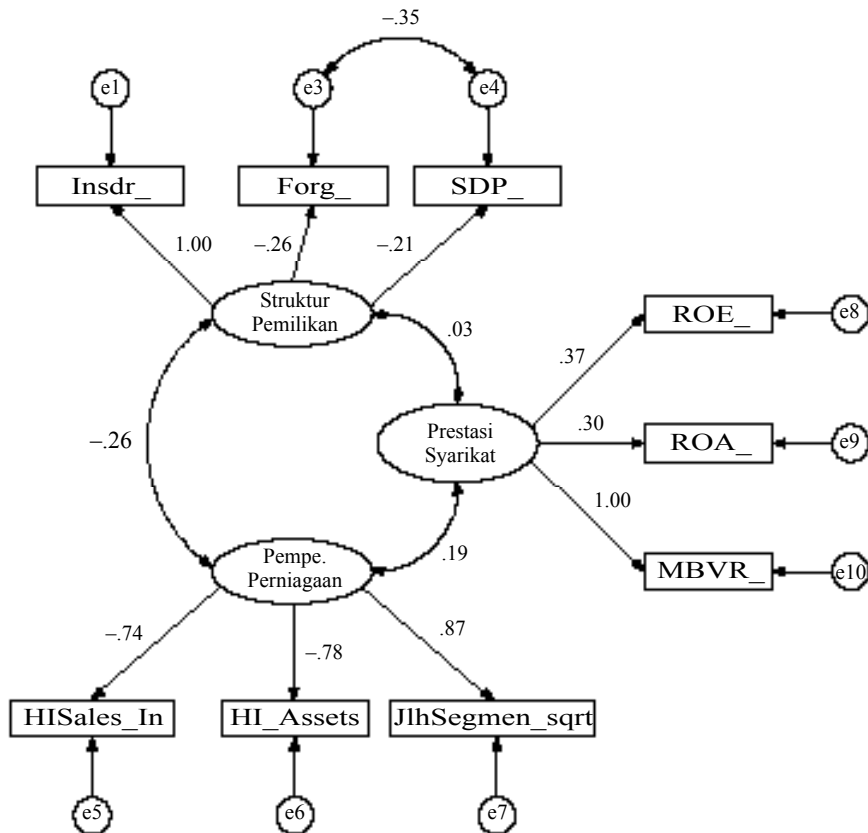
maklumat yang agak sama di mana syarikat tersenarai di BEI mempunyai pelbagai segmen perniagaan dengan purata indeks Herfindahl aset sebanyak 0.7497 dan nilai sisihan piawai 24.22%. Kedua-dua indeks ini disokong dengan bilangan segmen perniagaan (JLHSEGMEN) minimum iaitu 1 dan maksimum sebanyak 7 dengan nilai purata 2.66. Namun sisihan piawai bagi dimensi ini mencecah 146%.

Pulangan atas ekuiti (ROE) minimum dan maksimum masing-masing ialah -1183.94% dan 1687.97%. Julat pulangan ekuiti terlalu luas di mana sisihan piawai menunjukkan nilai peratusan yang tinggi iaitu 184.11%. Pulangan atas aset (ROA) tidak menunjukkan julat perbezaan yang tinggi di antara nilai minimum sebanyak -31.48% dan nilai maksimum sebanyak 47.55%. Jika dilihat kepada nisbah nilai pasaran-nilai buku (MBVR), purata 1.2081 menunjukkan rata-rata prestasi syarikat dalam sampel kajian adalah baik di mana nilai pasaran syarikat melebihi nilai buku.

#### MODEL PENGUKURAN DAN STRUKTURAL

Model pengukuran dilakukan dengan *Confirmatory Factor Analysis* (CFA) untuk konstruk masing-masing seperti yang digambarkan dalam Rajah 1 dianalisis terlebih dahulu. Ia bertujuan untuk menguji *unidimensionality* daripada dimensi-dimensi yang menjelaskan faktor latent.

Menurut Hair et al. (2006) korelasi di antara konstruk perlu kurang daripada 0.9. Jika dilihat kepada korelasi di antara struktur pemilikan dan mempelbagaian perniagaan, ianya menunjukkan -0.26; struktur pemilikan dengan prestasi syarikat ialah 0.03; dan mempelbagaian perniagaan dan prestasi syarikat ialah 0.19. Korelasi yang rendah di antara ketiga-tiga konstruk latent menunjukkan setiap konstruk bersifat bebas (*independent*). Berdasarkan *Modification Index*—MI wujud korelasi di antara pemilikan asing (Forg) dan penyebaran pemegang saham (SDP) iaitu sebanyak -0.35. Keadaan ini bermakna semakin meningkat pemilikan asing, semakin fokus pemilikan saham.



RAJAH 1: Model pengukuran (CFA) prestasi syarikat chi-square: 38.074, Prob: .045, Ratio: 1,523, CFI: .962, TLI: .945, GFI: .957, RMSEA: .052

Jadual 3 menunjukkan indeks kesesuaian model bagi SEM. Hasil analisis mendapati chi-square adalah tidak signifikan ( $\chi^2 = 38.074$  dengan nilai kebarangkalian 0.05). Ini bererti hipotesis nul yang menyatakan bahawa tidak terdapat perbezaan matriks kovarian sampel dengan matriks kovarian populasi, diterima iaitu matriks kovarian sampel dan populasi adalah sama. Keputusan ini juga disokong oleh beberapa indeks kesesuaian (Ratio, GFI, AGFI, CFI, TLI dan RMSEA) seperti yang ditunjukkan dalam Jadual 3. Oleh itu, model ini dapat diterima dengan wujudnya tiga konstruk yang berbeza dengan dimensi-dimensinya.

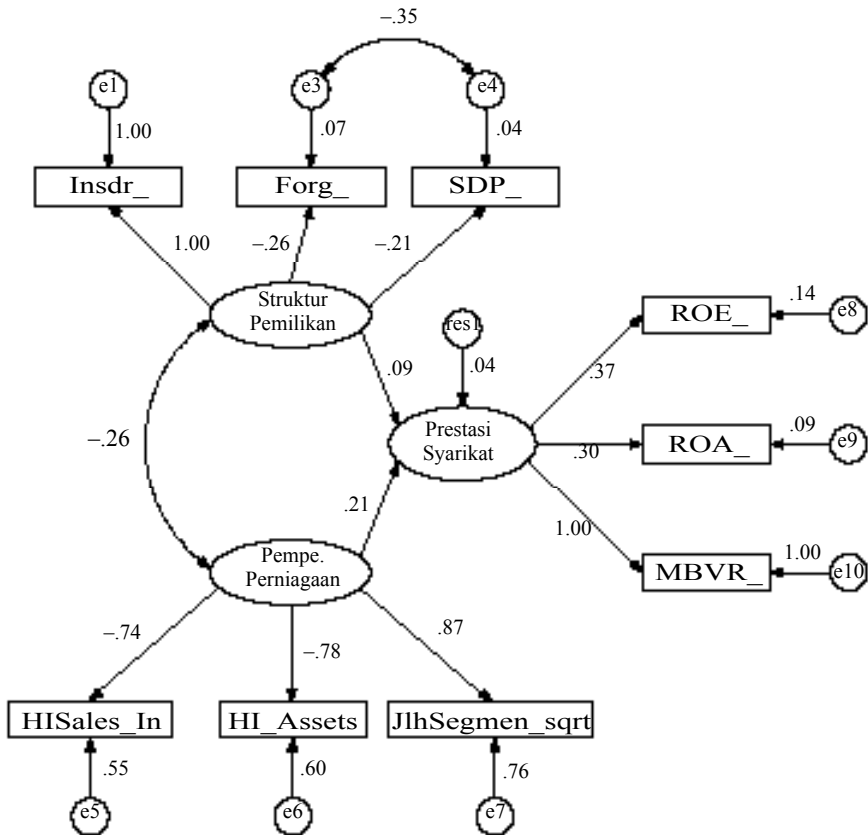
Rajah 2 merupakan model penuh setelah CFA dilaksanakan. Pada mulanya konstruk struktur pemilikan mempunyai empat dimensi. Setelah indeks diselaraskan (Modification Index—MI) berdasarkan teori, dimensi pemilikan pelabur institusi dikeluarkan daripada model penuh kerana dimensi tersebut *cross loading* yang menyebabkan nilai chi-square menjadi tinggi.

Jadual 4 menunjukkan hasil model persamaan struktural prestasi syarikat. CR (*Critical Ratio*) adalah sama dengan statistik-t dalam analisis regresi. Jika CR

JADUAL 3. Indeks kesesuaian model

Indeks kesesuaian ( <i>Goodness of fit indicators</i> )	Statistik	Nilai penggalan	Keputusan
Chi-Square ( $\chi^2$ )	38.074	Serendah mungkin	Baik
Df	25		Baik
Nilai Kebarangkalian (p-Value)	0.05	$\geq 0.05$	Baik
Ratio	1.523	$\geq 2.00$	Baik
GFI	0.957	$\geq 0.90$	Baik
AGFI	0.923	$\geq 0.90$	Baik
CFI	0.962	$\geq 0.94$	Baik
TLI	0.950	$\geq 0.95$	Baik
RMSEA	0.052	$\geq 0.08$	Baik

Sumber: Byrn (2005), Ferdinand (2006), dan Hair et al. (2006); Df: Degree of freedom; GFI: Goodness of Fit Index; AGFI: Adjusted GFI; CFI: Composite Fit Index; TLI: Tucker Lewis Index; RMSEA: The Root Mean Square Error Approximation.



RAJAH 2: Model persamaan struktural prestasi syarikat

melebihi daripada 1.734 atau nilai p kurang daripada 5%, ia menunjukkan bahawa pembolehubah tersebut adalah dimensi signifikan bagi faktor latent. SMC 0.043 menunjukkan struktur pemilikan dan pempelbagaian perniagaan mampu menerangkan perubahan prestasi syarikat sebanyak 4.3%.

Temuan kajian mendapati pemilikan pelabur asing (Forg) dan penyebaran pemegang saham (SDP) adalah dimensi signifikan membentuk struktur pemilikan pada aras keertian 1%. Walaupun faktor loading 0.26 dan 0.21 adalah rendah, namun indeks kesesuaian memenuhi syarat seperti yang dilapor dalam Jadual 3. Pemilikan saham oleh pihak dalaman (Insdr) mempunyai faktor loading yang sempurna (1). Menurut Tabachnick dan Fidell (2007) nilai faktor loading harus melebihi 0.3.

Indeks Herfindahl jualan, indeks Herfindahl aset dan bilangan segmen perniagaan (HI\_Sales, HI\_Assets dan JlhSegmen) juga didapati signifikan pada aras keertian 1%, sebagai dimensi yang membentuk pemelbagaian perniagaan dengan faktor loading 0.78, 0.74 dan 0.87. Ketiga-tiga dimensi memiliki faktor loading melebihi 0.3. Pulangan atas ekuiti (ROE) dan pulangan atas aset (ROA) memiliki faktor loading 0.37 dan 0.30 merupakan dimensi signifikan pada aras keertian 1% membentuk latent prestasi syarikat. Manakala nisbah nilai pasaran dengan nilai buku (MBVR) menunjukkan faktor loading yang sempurna (1) dalam membentuk latent berkenaan.

Hubungan *causal effect* menunjukkan struktur pemilikan dan prestasi syarikat mempunyai koefisien 0.09 yang tidak signifikan kerana nilai probabiliti 0.259 me-

JADUAL 4. Hasil model persamaan struktural

Hubungan Struktural			Angg. piawai (Std. Estimate)	Angg. piawai (Std. Estimate)	S.E.	C.R.	P
Prestasi Syarikat	<—	Struktur Pemilikan	.020	.086	.018	1.130	.259
Prestasi Syarikat	<—	Pempe.Perniagaan	.255	.211	.108	2.362	.018**
JlhSegmen_sqrt	<—	Pempe.Perniagaan	1.000	.870			
HI_Assets	<—	Pempe.Perniagaan	-478	-775	.046	-10.502	.000***
HISales_Ln	<—	Pempe.Perniagaan	-335	-739	.033	-10.133	.000***
Insdr_Ln	<—	Struktur Pemilikan	1.000	1.000			
Forg_sqrt	<—	Struktur Pemilikan	-0.23	-256	.006	-3.657	.000***
SDP_sqrt	<—	Struktur Pemilikan	-0.15	-210	.005	-2.961	.003***
ROE_In1	<—	Prestasi Syarikat	1.000	.373			
ROA_sql	<—	Prestasi Syarikat	.071	.297	.021	3.392	.000***
MBVR_In	<—	Prestasi Syarikat	1.171	1.000	.211	5.540	.000***
SMC 0.043							

\*\*\* aras keertian 1%; \*\* aras keertian 5%; S.E: *Standard Error*; C.R: *Critical Ratio*; P: *Probability*; SMC: *Squared Multiple Correlation*

JlhSegmen\_sqrt, Forg\_sqrt, SDP\_sqrt: penukaran secara *square root*

HISales\_Ln, Insdr\_Ln, MBVR\_Ln : penukaran secara logaritma semulajadi

ROA\_sql: penukaran secara *square root* dan nilai hilang diganti dengan purata

ROE\_In1: penukaran secara logaritma semula jadi dan nilai hilang diganti purata

lebih daripada 0.05. Walaupun koefisien 0.09 menunjukkan hubungan positif seperti yang disarankan oleh teori, namun dapatan kajian tidak memenuhi aras keertian yang signifikan. Keadaan ini mungkin disebabkan oleh jumlah bilangan sampel yang terhad. Oleh yang demikian hipotesis 1 iaitu struktur pemilikan mempunyai pengaruh ke atas prestasi syarikat, ditolak. Dapatan kajian ini tidak menyokong kajian Cui dan Mak (2002); Kumar (2005); McConnel dan Servaes (1990); Randoy dan Goel (2003); dan Short dan Keasey (1999).

Pemelbagaian perniagaan mempunyai hubungan positif signifikan dengan prestasi syarikat pada aras keertian 5%. Oleh itu, hipotesis 2 diterima bahawa pemelbagaian perniagaan mempunyai pengaruh ke atas prestasi syarikat. Semakin banyak bilangan segmen perniagaan yang dimiliki, semakin tinggi prestasi syarikat. Situasi ini wujud kerana pemelbagaian perniagaan membantu mencipta nilai syarikat dengan penggunaan kemudahan secara bersama dan keuntungan yang diperoleh oleh satu bahagian perniagaan boleh digunakan sebagai sumber dana bagi segmen perniagaan lain. Koefisien 0.21 di antara pemelbagaian perniagaan dan prestasi syarikat menunjukkan bahawa manfaat daripada pemelbagaian perniagaan melebihi kos pemelbagaian tersebut. Biasanya kos pemelbagaian itu dikaitkan dengan konflik agensi iaitu wujud kecenderungan pengurus untuk memelbagaikan perniagaan mengikut kepentingan peribadi. Namun, perkara sebaliknya berlaku di mana pengurus meningkatkan kekayaan syarikat melalui pemelbagaian perniagaan.

Dapatan kajian ini menyokong pendapat Berger dan Ofek (1995) bahawa pemelbagaian perniagaan mampu mencipta nilai syarikat. Ianya juga selari dengan Khana dan Palepu (1997, 2000) iaitu pemelbagaian perniagaan di pasaran modal yang baru ditubuhkan dapat meningkatkan prestasi syarikat melalui penyaluran dana daripada perniagaan maju kepada yang kurang berpotensi. Situasi ini menyediakan pasaran modal dalaman sebagai alternatif untuk memperoleh dana melalui subsidi silang di antara segmen perniagaan. Ketidaksempurnaan dalam pasaran modal luaran sepatutnya menjadikan pasaran modal dalaman lebih menarik bagi syarikat yang berada dalam ekonomi yang sedang membangun seperti Indonesia. Syarikat yang tertumpu kepada perniagaan tunggal hanya sesuai bagi pasaran modal maju seperti Amerika Syarikat (Khana & Palepu 1997).

#### KESIMPULAN

Hipotesis model struktural yang digunakan dalam kajian ini boleh diterima di mana ia menunjukkan bahawa model struktural yang dijana adalah bersesuaian dengan data. Semua dimensi yang membentuk konstruk adalah signifikan pada aras keertian 1%. Struktur pemilikan didapati mempunyai hubungan positif yang tidak signifikan dengan prestasi syarikat. Mengikut *Confirmatory Factor Analysis* dan indeks kesesuaian model, pemilikan pihak dalaman dan pelabur asing merupakan mekanisme yang tepat dalam mengawal konflik agensi bagi syarikat tersenarai di Bursa Efek Indonesia. Namun dapatan kajian menunjukkan bahawa struktur pemilikan tidak memainkan peranan penting dalam mempengaruhi prestasi syarikat. Keadaan ini mungkin disebabkan oleh kekurangan penguatkuasaan peraturan yang melindungi pemilik/pelabur di Indonesia berbanding negara maju. Di negara

maju, apabila pemilik kurang berpuas hati dengan prestasi pengurus, pemilik boleh membawa perkara berkenaan ke pengadilan. Penguatkuasaan peraturan ini mungkin menjadikan struktur pemilikan mempunyai pengaruh signifikan ke atas prestasi syarikat di negara maju.

Penelitian terhadap pembolehubah latent pemelbagaian perniagaan menunjukkan pengaruh positif yang signifikan terhadap prestasi syarikat. Keputusan ini memberi indikasi bahawa syarikat di Indonesia cenderung mempelbagaikan perniagaan. Manfaat pemelbagaian perniagaan melebihi kos mungkin mampu mengurangkan konflik agensi di antara pengurus dan pemilik. Kesan pengurangan kos agensi ini mungkin akan dapat meningkatkan prestasi syarikat. Secara keseluruhan, keputusan kajian ini mungkin dipengaruhi oleh sampel yang terhad kerana penggunaan model persamaan struktural memerlukan bilangan sampel minimum 15 kali ganda daripada bilangan dimensi. Kajian seterusnya patut memberi perhatian yang lebih terhadap penggunaan sampel yang lebih banyak.

#### RUJUKAN

- Agrawal, A. & Mandelker, G. 1987. Large shareholders and monitoring of managers: The case of anti takeover charter amendments. *Journal of Finance* 42: 823-831.
- Agrawal, A. & Knoeber, C.R. 1996. Firm performance and mechanism to control agency problems between manager and shareholders. *Journal of Financial Quantitative Analysis* 31(3): 377-397.
- Aritejo, B.Ai. 2002. The impact of ownership structure on corporate debt and dividend policies of manufacturing firm on Jakarta Stock Exchange, 1992-1996: An agency perspective. Thesis. PPS UGM Yogyakarta.
- Bathala C.T., Moon, K.P. & Rao, R.P. 1994. Managerial ownership, debt policy, and institutional holdings: An agency perspective. *Financial Management* 23: 38-50.
- Berger, P.G. & Ofek, E. 1995. Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics* 37: 39-65.
- Byrne, B.M. 2001. *Structural equation modeling with AMOSs: Basic concept, application and programming*. Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates Inc.
- Byrne, B.M. 2005. Factor analytic model: Viewing the structure of an assessment instrument three perspectives. *Journal Personality Assessment* 85: 1.
- Chen, S. & Ho, K.W. 2000. Corporate diversification, ownership structure, and firm value: The Singapore evidence. *International Review of Financial Analysis* 9: 315-326.
- Crutley, C. & Hansen. 1989. A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage and corporate dividend. *Financial Management* 18: 36-46.
- Cui, H. & Mak, Y.T. 2002. The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms. *Journal of Corporate Finance* 2 (4): 313-336.
- Demsetz, H. 1983. The structure of ownership and theory of the firm. *Journal of Law Economic* 26: 375-390.
- Demsetz, H. & Lehn, K. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal Political Economy* 93 (December): 1155-1177.
- Demsetz, H. & Villa, L. 2001. The ownership structure and corporate performance. *Journal of Finance* 7: 209-233.
- Easterbrook, F.H. 1984. Two agency-cost explanations in dividends. *American Economics Review* (September): 650-659.

- Faisal. 2000. Pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang perusahaan pada industri manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Thesis*. PPS UGM Yogyakarta.
- Ferdinand, A. 2006. *Structural equation modelling dalam penelitian manajemen: Aplikasi model rumit dalam penelitian untuk tesis S2 dan disertasi S3*. Seri pustaka kunci. Semarang.
- Friend, I. & Lang, L.H.P. 1988. An emperical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance* 43 (June): 271-281.
- Hair, JR., Anderson R.E., Tatham, R.L. & Black, W.C. 2006. *Multivariate data analysis*. 6<sup>th</sup> Ed. Prentice-Hall, Inc.
- Jensen, M. & Meckling, W.H. 1976. Managerial behaviour, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economic* 3: 305-360.
- Jensen, G.R., Soberg, D.P. & Zorn, T.S. 1992. Simultaneous determinant of insider ownership, debt and dividend. *Journal of Finance Quantitative Analysis* 27: 247-263.
- Khana, T. & Palepu, K. 1997. Is group affiliation profitable for emerging markets? An analysis of diversification Indian business groups. *Journal of Finance* 55: 867-891.
- Khana, T. & Palepu, K. 2000. Why focuses strategy maybe wrong for emerging market? *Harvard Business Review* July-August: 41-51.
- Kumar, J. 2005. Agency theory and firm value in India. *Working Paper*. Indira Gandhi Institute of Development Research, Mumbai.
- Lamont, O. 1997. Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets. *Journal of Finance* 52: 83-109.
- Lamont, O.A. & Polk, C. 2002. Does diversification destroy value? Evidence from the industry shocks. *Journal of Financial Economics* 63: 51-77.
- Lang, L.H.P. & Stulz, R.M. 1994. Tobin's q, corporate diversification and firm performance. *Journal of Political Economic* 102(6): 1248-1280.
- Lewellen, W. 1971. A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance* 26: 521-537.
- Lins, K.V. & Servaes, H. 1999. International evidence on the value of corporate diversification. *The Journal of Finance* 54(6): 2215-2230.
- Lins, K.V. & Servaes, H. 2002. Is corpoarate diversification beneficial in emerging markets? *Financial Management*. Summer: 5-9.
- Lowenstein, L. 1988. What's wrong with Wall Street: Short term gain and absentee shareholder? *Reading, Addiso Wesley*: 35-41.
- Masdupi, E. 2004. Analisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial dalam mengontrol konflik keagenan. *Penelitian Dikti* Jakarta, Indonesia: 1-20.
- Masdupi, E. 2005. Analis dampak struktur kepemilikan pada kebijakan hutang dalam mengontrol konflik keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia-JEBI* UGM Januari: 51-56.
- McConnel, J.G. & Servaes, H. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financail Economic* 26: 595-612.
- Moh'd, P. & Rimbey. 1998. The Impact of ownership structure on corporate debt policy. *Financial Review* 33: 85-98.
- Morck, R, Shleifer, A. & Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An emperical analysis. *Journal of Financial Economics* 20: 293-315.
- Nam, J., Tang, C. & Thornton Jr., J.H. 2006. The effect of agency cost on the value of single-segment and multy-segment firms. *Journal of Corporate Finance* 12(4): 761-782.
- Nuringsih, K. 2002. Kepemilikan manajerial dan konflik keagenan: Analisis simultan antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan deviden. *Thesis*. PPS

UGM Yogyakarta.

- Randoy, T. & Goel, S. 2003. Ownership structure, founder leadership, and performance in Norwegian SMEs: Implication for financing entrepreneurial opportunities. *Journal of Business Venturing* 18: 619-637.
- Rozef, M. 1982. Growth beta and agency costs as determinant of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research* 5: 249-259.
- Saunders, A., Strock, E., Travos & Nicolas, G. 1990. Ownership, structure deregulation and bank risk taking. *Journal of Finance* 2 (June): 643-654.
- Scharfstein, D.S. 1998. The dark side of internal capital markets II: Evidence from diversify conglomerates. MIT Management Sloan School working paper: 1-15.
- Setiyono. 2000. Analisis dampak pemilihan saham managerial pada penilaian obligasi syarikat, *Thesis*. UGM Yogyakarta.
- Shleifer & Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* June: 461-488.
- Shin, H.H. & R. Stulz, M. 1998. Are internal capital market efficient? *Quarterly Journal of Economics* 113: 531-553.
- Short, H. & Keasey, K. 1999. Managerial ownership and the performance of firm: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance* 5: 79-101.
- Tabacknick, B.G. & Fidell, L.S. 1996. *Using multivariate statistic* (3<sup>rd</sup> Ed.). New York: Harpour collings collers publisher.
- Teece, D.J. 1980. Economics of scope and the scope of the enterprise. *Journal of Economics Behaviour and Organization* 1: 223-247.
- Williamson, O.E. 1970. *Corporate control and business behaviour: An inquiry into the effect of organizational form on enterprise behaviour*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Erni Masdupi  
Fakultas Ekonomi  
Universitas Negeri Padang  
Sumatera Barat  
Indonesia  
Email: emasdupi@yahoo.com