

PENGARUH *NON-LINEAR* KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN YANG DIUKUR DENGAN TOBIN'S Q

Makaryanawati^{*)}

ABSTRACT

The principle aim of a firm is to improve the wealth of the shareholders through the increase of the firm value. Further, the improvement of the shareholders' wealth is led to increase of the stock price.

The conflict of interest between the management and the shareholders is based on the agency theory. One of the motif is the separation between control and ownership functions which causes the management cannot feel the effects of error in business decision making directly. The increase of managerial ownership can be employed to cover up this problem.

This research develop one hypotheses. This hypotheses is managerial ownership has a non-linear effect to the firm value. Population of the research are non-financial firms registered in the Jakarta Stock Exchange in the year 1994-2000.

The research provides empirical evidence that managerial ownership shows a non-linear relation to the firm value, but is insignificant statistically. Meanwhile the control variables of profitability, leverage and size are positive and significant determinant of firm value.

Keywords: Tobin's Q, Managerial Ownership.

1. LATAR BELAKANG

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham adalah merupakan tujuan yang diarahkan pada peningkatan harga saham perusahaan, sehingga harga saham dapat dijadikan indikator nilai perusahaan.

Namun seringkali pihak manajemen perusahaan mempunyai tujuan yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan tersebut. Pertentangan kepentingan antara pihak

^{*)} Makaryanawati, SE., M.Si., Ak. adalah dosen Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

manajemen dengan para pemegang saham ini didasari oleh teori keagenan. Teori keagenan berkaitan dengan masalah-masalah *principal-agent* dalam pemisahan kepemilikan dan kontrol terhadap perusahaan. Jensen & Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai sebuah kontrak melalui satu atau lebih pemilik (*principal*) yang menyewa orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa jasa atas nama pemilik dengan mendelegasikan beberapa wewenang pembuatan keputusan kepada agen. Untuk kepentingan tersebut, pemilik akan memperoleh hasil berupa pembagian laba dan peningkatan nilai perusahaan, sedangkan agen memperoleh gaji, bonus dan berbagai macam kompensasi lainnya. Permasalahan ini akan muncul dari pendelegasian tugas yang diberikan, dimana tugas agen adalah memaksimalkan kesejahteraan pemilik, sementara agen sendiri mempunyai kepentingan atas insentif yang akan diterima. Dalam hal ini, agen mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan menggunakan biaya pihak lain. Perilaku ini biasa disebut dengan *moral hazard*. Disamping itu, agen cenderung tidak menyukai risiko (*risk averse*), dan juga memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*). Menurut Arnold & Hope (1990) dalam Mahmudi (2001), mengatakan bahwa rasionalitas yang terbatas menyebabkan seseorang memiliki keterbatasan dalam melakukan pilihan yang rumit dan akibatnya dia akan memilih solusi yang bersifat jalan pintas.

Pertentangan kepentingan antara pihak manajemen perusahaan dengan para pemegang saham seringkali dipicu oleh informasi mengenai laba. Karena informasi mengenai laba merupakan salah satu parameter dari laporan keuangan yang digunakan untuk mengukur kinerja manajemen, dan memiliki pengaruh yang signifikan bagi para pemakai laporan keuangan dalam analisis laporan keuangan untuk pembuatan keputusan. Sebagaimana disebut dalam *Statement of Financial Accounting Concept (SFAC) Nomor 1*, bahwa informasi laba pada umumnya merupakan perhatian utama dalam menaksir kinerja atau pertanggung-jawaban manajemen dan informasi laba membantu pemilik atau pihak lain melakukan penaksiran atas *earning power* perusahaan di masa yang akan datang.

Penyebab lain konflik kepentingan antara manajemen dengan para pemegang saham adalah karena adanya pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan. Timbulnya konflik keagenan ini adalah karena manajemen tidak merasakan langsung akibat adanya kesalahan dalam pembuatan keputusan bisnis, dan jika tidak dapat mempertahankan atau meningkatkan nilai perusahaan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemegang saham. Sehingga pihak manajemen cenderung untuk mengutamakan kepentingan pribadi dengan menyetujui pengeluaran atau pos-pos biaya yang bersifat konsumtif dan tidak produktif.

Untuk mengatasi masalah keagenan ini dapat dilakukan dengan berbagai cara, salah satunya adalah dengan cara meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan adanya kepemilikan saham di

perusahaan, maka pihak manajemen akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang menguntungkan yang diambilnya, dan juga akan menderita kerugian sebagai akibat dari pengambilan keputusan yang salah. Sehingga hal ini dapat menjadi insentif bagi manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Dengan demikian, kepemilikan saham oleh manajemen (*managerial ownership*) akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham.

Argumen Smith (1976) dan Salamon&Smith (1979) dalam Carlson&Bathala (1997) mendukung bahwa manajer pada perusahaan yang dikendalikan oleh manajemen, mencoba untuk menyajikan hasil operasi perusahaan dalam kondisi yang mungkin paling menguntungkan untuk menghindari keresahan para pemegang saham.

Penelitian yang menghubungkan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan telah banyak dilakukan. Misalnya Morck, Shleifer&Vishny (1988), yang mengestimasi hubungan antara kepemilikan dewan dengan Tobin's Q, dan menemukan bukti bahwa Tobin's Q meningkat dan kemudian menurun searah dengan peningkatan kepemilikan manajerial.

Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Himmelberg *et al.* (1999) setelah mengontrol karakteristik perusahaan yang diobservasi dan pengaruh-pengaruh tetap perusahaan, tidak dapat memberikan kesimpulan secara ekonometrik bahwa perubahan dalam kepemilikan manajerial mempengaruhi kinerja perusahaan. Karena sebagian besar variasi *cross sectional* dalam kepemilikan manajerial dijelaskan oleh heterogenitas perusahaan yang tidak diobservasi.

Penelitian yang berkaitan dengan kepemilikan manajerial pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta juga telah banyak dilakukan. Penelitian ini diantaranya oleh Nupikso (2000), Turyasingura (2000), Ardi (2000) dan Wahidahwati (2002), yang menghubungkan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang, kebijakan dividen dan penerimaan risiko.

Penelitian ini diarahkan untuk memperluas bidang penelitian dengan mempertimbangkan sebuah model empiris yang mencoba mengkaitkan antara nilai perusahaan yang diukur oleh Tobin's Q dengan kepemilikan manajerial. Spesifikasi ini didukung oleh suatu fakta bahwa struktur kepemilikan dalam suatu perusahaan akan mempengaruhi perilaku manajemen dalam memanipulasi laba, yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan.

2. PERUMUSAN MASALAH PENELITIAN

Berdasarkan uraian diatas, maka permasalahan pokok yang akan diteliti adalah:
Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh secara *non-linear* terhadap nilai perusahaan?

3. MOTIVASI DAN TUJUAN PENELITIAN

Penelitian ini termotivasi untuk menguji kembali hasil penelitian sebelumnya mengenai hubungan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan oleh Morck, Shleifer & Vishny (1988); McConnell & Servaes (1990); Hermalin & Weisbach (1991); Chung & Pruitt (1996); Agrawal & Knoeber (1996); Barnhart & Rosenstein (1998); Himmelberg *et al.* (1999); Chen & Steiner (2000); Iturriaga & Sanz (2000).

Berkaitan dengan permasalahan yang telah dirumuskan diatas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk menemukan bukti empiris mengenai apakah terdapat hubungan *non-linear* antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.

4. KONTRIBUSI PENELITIAN

Setelah tujuan penelitian tercapai, diharapkan penelitian ini memberikan kontribusi, diantaranya:

- a. Hasil penelitian ini diharapkan memberikan bukti empiris dan memperkuat penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan adanya hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan.
- b. Bagi Bapepam sebagai pengawas perdagangan saham di pasar modal serta dalam membuat peraturan ataupun kebijakan yang diperlukan.
- c. Bagi para investor dan calon investor, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan di dalam membuat keputusan membeli atau menjual saham. Dengan mengetahui struktur kepemilikan perusahaan, maka akan dapat diestimasi nilai perusahaan.
- d. Bagi para akademisi dan analis sekuritas, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan acuan untuk penelitian dan analisis berikutnya.

5. RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan

Teori keagenan berkaitan dengan masalah *principal-agent* dalam pemisahan kepemilikan dan kontrol terhadap perusahaan. Teori keagenan merupakan bagian dari *Game Theory* yang mempelajari desain kontrak untuk memotivasi agen (manajemen perusahaan) yang rasional untuk bertindak atas nama pemilik, pada saat terdapat konflik kepentingan antara pemilik dan agen¹. Jensen & Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai sebuah kontrak melalui satu atau lebih pemilik (*principal*) yang menyewa orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa jasa atas nama pemilik dengan mendelegasikan beberapa wewenang pembuatan keputusan kepada agen.

Menurut Iturriaga & Sanz (2000), struktur kepemilikan dan struktur pengendalian perusahaan dapat dijelaskan dengan dua titik pandang, yaitu: pendekatan keagenan dan pendekatan informasi asimetri. Pada satu sisi, penjelasan keagenan memahami struktur kepemilikan sebagai instrumen yang dapat mengurangi konflik kepentingan diantara pemilik utama perusahaan. Di sisi lain, pendekatan informasi asimetri memahami struktur kepemilikan sebagai cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders*, dengan melakukan pengungkapan informasi di pasar modal.

Penelitian Morck, Shleifer & Vishny (1988) dan Mc Connell & Servaes (1990) dalam Iturriaga & Sanz (2000) berdasarkan pada alasan kontraktual, berkontribusi dalam menjelaskan nilai perusahaan sebagai hasil dari struktur kepemilikan perusahaan, khususnya kepemilikan manajerial.

Morck, Shleifer & Vishny (1988); Mc Connell & Servaes (1990); Thompsen & Pederson (2000) dalam Iturriaga & Sanz (2000) dengan menitikberatkan pada perilaku asimetri, menemukan bukti empiris bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dan memenuhi baik hipotesis *alignment* maupun *entrenchment*, dimana pada tingkat kepemilikan manajerial yang rendah, peningkatan prosentase kepemilikan manajerial akan meningkatkan nilai perusahaan. Akan tetapi pada saat tingkat kepemilikan manajerial tinggi, dimana pengeluaran-pengeluaran untuk konsumsi dapat dideteksi, maka nilai perusahaan mengalami penurunan.

Barnhart & Rosenstain (1998) menguji pengaruh kombinasi struktur kepemilikan dan komposisi dewan pada kinerja perusahaan, dengan menggunakan pendekatan *instrumental variable*. Hasil empiris mengindikasikan beberapa dukungan atas hubungan *curvilinear* antara kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan, dan juga

¹ Scott, William R., 1997, *Financial Accounting Theory*, Prentice-hall Inc., A Simon & Schuster Company, Upper Saddle River, New Jersey, USA.

memberikan bukti lemahnya hubungan *curvilinear* antara proporsi *outside directors* dengan kinerja perusahaan, seperti yang ditemukan oleh Weisbach (1988). Hasil ini juga mendukung bahwa kepemilikan institusional dan komposisi dewan merupakan substitusi bagi kepemilikan manajerial, dan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang kuat pada komposisi dewan. Mereka juga berargumentasi bahwa perusahaan dengan kinerja yang baik mengizinkan *insiders* untuk tetap mengontrol atau mempertahankan pengendalian pada dewan direktur.

Hasil secara umum mengindikasikan bahwa terdapat sensitivitas model *corporate governance* terhadap berbagai spesifikasi dan metode empiris. Hasil ini secara kuat mendukung bahwa analisis sensitivitas adalah penting dalam berbagai penelitian *corporate governance*, dimana tidak ada model struktural yang dikembangkan dan berbagai model yang ada adalah sama dalam konsep tetapi berbeda dalam spesifikasi, bentuk fungsional dan variabel kontrol.

Morck, Shleifer & Vishny (1988) dalam Barnhart & Rosenstein (1998) menguji hubungan antara nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q, kepemilikan manajerial dan komposisi dewan direktur. Dengan menggunakan model persamaan tunggal, mereka menyesuaikan fungsi *polynomial*, dimana nilai Q meningkat sejalan dengan peningkatan kepemilikan manajerial sampai dengan 5%, kemudian menurun pada tingkat kepemilikan manajerial 5%-25%, dan akhirnya meningkat kembali dengan adanya peningkatan kepemilikan manajerial secara kontinyu. Sedangkan McConnel & Servaes (1990) memberikan bukti yang mendukung bahwa terdapat hubungan *quadratic* yang signifikan antara Q dengan kepemilikan manajerial.

Chung & Pruitt (1996) dalam Barnhart & Rosenstein (1998) memodelkan kepemilikan CEO, kompensasi CEO dan Tobin's Q dalam persamaan simultan yang menggunakan spesifikasi *log-linear*. Dengan menggunakan *Ordinary Least Squares (OLS)* dan *Three Stage Least Squares (3SLS)*, mereka menentukan bahwa tiga variabel tersebut secara bersama-sama adalah variabel endogen. Dimana Q merupakan determinan positif yang signifikan baik pada kepemilikan CEO maupun pada kompensasi CEO, dan kepemilikan CEO merupakan determinan positif yang signifikan pada Q. Bahkan, dalam persamaan Q dengan menggunakan estimasi *3SLS*, koefisien kepemilikan CEO adalah 20 kali lebih besar dibandingkan dengan menggunakan estimasi *OLS*.

Agrawal & Knoeber (1996) dalam Barnhart & Rosenstein (1998) dengan menggunakan metode persamaan simultan, menguji *interrelationship* diantara tujuh mekanisme kontrol dengan menggunakan enam persamaan simultan. Hasil dengan menggunakan *OLS* untuk mengestimasi setiap model dalam sistem, mengindikasikan bahwa kepemilikan oleh *officers* dan *directors* merupakan determinan positif yang signifikan atas Q, proporsi *outside directors* merupakan determinan negatif yang signifikan, sedangkan kepemilikan

institusional tidak signifikan. Dengan menggunakan 3SLS, hasilnya berubah secara drastis. Kepemilikan oleh *officers* dan *directors* dan proporsi *outside directors* menjadi tidak signifikan, sedangkan kepemilikan institusional menjadi positif signifikan.

Jensen, Solberg & Zein (1992) dalam Barnhart & Rosenstein (1998) menguji perbedaan *cross-sectional* dalam *insiders ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Dengan hanya menyajikan hasil 3SLS, mereka menemukan bukti bahwa tingkat *insider ownership* berbeda diantara perusahaan. Perusahaan dengan tingkat *insiders ownership* yang tinggi lebih menyukai tingkat hutang dan dividen yang lebih rendah.

Bathala, Moon & Rao (1994) dalam Barnhart & Rosenstein (1998) menguji pengaruh kepemilikan institusional pada kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang. Walaupun hasil regresi OLS menunjukkan tidak ada hubungan antara rasio hutang dan kepemilikan manajerial, model 2SLS mereka menunjukkan bahwa rasio hutang dan kepemilikan manajerial dapat ditentukan secara bersama.

Demsetz & Lehn (1985) menggunakan data *cross-sectional* untuk menunjukkan bahwa tingkat kepemilikan manajerial ditentukan oleh tingkat risiko perusahaan (yang diukur dengan volatilitas harga saham). Mereka berargumentasi bahwa lingkup *moral hazard* lebih besar terjadi pada manajer-manajer pada perusahaan yang lebih berisiko, sehingga manajer harus memiliki kepemilikan saham yang lebih besar untuk mensejajarkan insentif.

Himmelberg *et al.* (1999) melakukan penelitian dengan mengembangkan penelitian Demsetz & Lehn (1985) untuk menguji apakah kepemilikan manajerial secara endogen ditentukan oleh lingkungan *contracting*. Penelitian ini menambahkan variabel penjelas selain volatilitas harga saham, seperti ukuran perusahaan, intensitas modal, intensitas R & D, intensitas *advertising*, arus kas dan tingkat investasi, yang didesain untuk mengontrol lingkup *moral hazard*. Akan tetapi, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sebagian besar variasi *cross-sectional* dalam kepemilikan manajerial dijelaskan oleh heterogenitas perusahaan yang tidak diobservasi. Secara umum, penelitian ini menginterpretasikan adanya hubungan positif pada tingkat kepemilikan manajerial yang rendah, sebagai bukti dari *incentive alignment*, dan berhubungan negatif pada tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi, sebagai bukti bahwa manajer menjadi '*entrenched*' dan melakukan aktivitas *non-value-maximizing* tanpa dikontrol oleh pemegang saham.

Hermalin & Weisbach (1991) dalam Himmelberg *et al.* (1999) menganalisis 142 perusahaan NYSE dan menemukan bukti empiris bahwa nilai Q meningkat pada kepemilikan manajerial sampai dengan 1%, kemudian menurun pada *range* kepemilikan manajerial 1%-5%, dan meningkat kembali pada *range* kepemilikan 5%-20%, dan kembali menurun pada tingkat kepemilikan diatas 20%.

Sedangkan hasil penelitian Iturriaga & Sanz (2000) menunjukkan adanya hubungan positif antara nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial pada tingkat kurang dari 20% atau lebih dari 50% dari total saham yang beredar, dan berhubungan negatif pada tingkat kepemilikan manajerial antara 20%-50%.

Chen & Steiner (2000) menguji model persamaan simultan antara jumlah analis yang mengikuti perusahaan (*analyst coverage*), kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Mereka berargumentasi bahwa kepemilikan manajerial merupakan fungsi pengawasan internal dan *analyst coverage* merupakan fungsi pengawasan eksternal, yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Mereka juga beranggapan bahwa nilai perusahaan yang tinggi menginspirasi kepemilikan manajerial yang tinggi dan mengundang banyak analis.

Penelitian Chen & Steiner (2000) menghasilkan kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial merupakan determinan *non-linear* nilai perusahaan, dan *analyst coverage* merupakan determinan positif nilai perusahaan. Pada tingkat kepemilikan manajerial yang rendah, hubungan antara kepemilikan manajerial dan Tobin's Q adalah positif, sedangkan pada tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi, hubungannya adalah negatif. Hubungan *non-linear* ini terjadi pada *inflection point* 28,83%, yang dapat diartikan dengan adanya hubungan positif pada tingkat kepemilikan manajerial dibawah 28,83%, dan terdapat hubungan negatif pada tingkat kepemilikan manajerial diatas 28,83%. Hal ini konsisten dengan *alignment* dan *entrenchment effect* yang diusulkan oleh Jensen & Meckling (1976); Stulz (1988) serta konsisten dengan penemuan empiris Morck, Shleifer & Vishny (1988) dan McConnel & Servaes (1990).

Persamaan Q dalam penelitian Chen & Steiner (2000), memasukkan variabel nilai buku aktiva (*firm size*), ROA (*profitabilitas*) dan *debt to total assets ratio* (*leverage*) sebagai variabel *exogenous*. Dengan menggunakan analisis *non-linear three stage least square*, diperoleh hasil bahwa nilai buku aktiva merupakan determinan signifikan atas nilai Q, sebagaimana Chung & Jo (1996). Hubungan negatif antara ukuran perusahaan dan nilai Q ini merupakan tendensi bahwa perusahaan besar memiliki komposisi aktiva yang lebih terdiversifikasi, sebagaimana Lang & Stulz (1994). ROA merupakan parameter positif yang signifikan atas nilai Q. *Debt to total assets ratio* berhubungan negatif, tetapi tidak signifikan secara statistik.

Iturriaga & Sanz (2000) dalam menentukan hubungan antara *insider ownership* dengan nilai perusahaan, memasukkan *firm size*, *debt* dan ROA sebagai variabel kontrol. Dimasukkannya variabel kontrol meningkatkan *explanatory power*, yang ditunjukkan oleh koefisien *adjusted R²*, meningkat dari 38% menjadi 59%. Hasil regresi menunjukkan bahwa *firm size* berhubungan negatif signifikan dengan nilai perusahaan; *debt*

- f. Data *outlier* dikeluarkan dari sampel penelitian, dengan menggunakan kriteria 2 standar deviasi.

Karena pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode penggabungan atau *pooling* data, maka apabila suatu perusahaan pada salah satu tahun dalam periode amatan tidak memiliki data kepemilikan manajerial atau data harga saham penutupan atau data jumlah saham yang beredar, sedangkan pada tahun lainnya dalam periode amatan memiliki data tersebut, maka perusahaan tetap dimasukkan sebagai sampel penelitian. *Pooling* data dilakukan dengan cara menjumlahkan perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria selama tujuh tahun periode amatan, sehingga diperoleh 430 sampel.

Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ), yaitu data saham, data akuntansi dan data struktur kepemilikan. Data saham yang dipakai adalah harga saham penutupan, dan jumlah saham yang beredar. Data akuntansi yang dipakai adalah nilai buku total aktiva, nilai buku total hutang, laba bersih. Sedangkan data struktur kepemilikan yang digunakan adalah data nama pemegang saham dan data posisi dewan direktur & komisaris serta prosentase kepemilikannya. Data tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, PDBI dan *annual report* perusahaan.

Identifikasi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi nilai Tobin's Q (proksi dari nilai perusahaan) sebagai variabel dependen, prosentase kepemilikan manajerial sebagai variabel independen, serta profitabilitas dan *leverage* sebagai variabel kontrol.

Pengukuran Variabel Dependen

Nilai perusahaan

Variabel ini diberi simbol Q, yang dihitung dengan menggunakan rasio Tobin's Q yang dikembangkan oleh Himmelberg, Hubbard & Palia (1999); Iturriaga & Sanz (2000), yaitu:

$$Q = \frac{(P)(N) + D}{BVA}$$

Dimana:

Q = Nilai perusahaan

P = Harga pasar saham

N = Jumlah lembar saham yang beredar

D = Nilai buku total hutang

BVA = Nilai buku total aktiva

Pengukuran Variabel Independen

Kepemilikan Manajerial

Variabel ini diberi simbol OWN, yang diukur dari prosentase saham yang dimiliki oleh manajer dibagi dengan total jumlah saham yang beredar. Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris).

Pengukuran Variabel Kontrol

Profitabilitas

Variabel ini diberi simbol ROA, yang merupakan perbandingan laba bersih perusahaan terhadap nilai buku total aktiva perusahaan (ROA), sebagaimana penelitian Chen & Steiner (2000); Iturriaga & Sanz (2000). Variabel ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dengan menggunakan total aktiva yang dimiliki perusahaan.

Leverage

Variabel ini diberi simbol LEV, yang merupakan perbandingan nilai buku total hutang terhadap nilai buku total aktiva perusahaan, sebagaimana penelitian Barnhart&Rosenstein (1998); Chen&Steiner (2000); Iturriaga&Sanz (2000). Variabel ini menunjukkan seberapa besar perusahaan dibiayai oleh hutang atau oleh pihak ketiga dengan kemampuan perusahaan yang digambarkan dengan nilai buku total aktiva perusahaan.

Firm Size

Variabel ini diberi simbol SIZE yang merupakan ukuran perusahaan yang diproksi dengan nilai buku total aktiva perusahaan, sebagaimana penelitian Chen&Steiner (2000); Iturriaga&Sanz (2000).

Model Pengujian Hipotesis

Persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah:

$$Q = \alpha + \beta_1 OWN + \beta_2 OWN^2 + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \beta_5 SIZE + e$$

Dimana:

Q = Nilai perusahaan; OWN = Kepemilikan manajerial; OWN^2 = Fungsi kuadrat kepemilikan manajerial; ROA = Profitabilitas perusahaan; LEV = *Leverage* perusahaan; SIZE = Ukuran perusahaan; $\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ = Konstanta dan koefisien regresi; dan e = Tingkat kesalahan.

Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas berarti terjadi ketidaksamaan varians residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain⁶. Heteroskedastisitas tidak merusak konsistensi estimator, tetapi estimator tidak mempunyai varians minimum atau tidak efisien sehingga pengujian statistik menjadi bias.

Salah satu cara yang digunakan untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas adalah menggunakan *Spearman Rank Correlation*. Dengan menggunakan program SPSS dapat diketahui korelasi variabel independen dengan nilai residual (Res-1). Apabila nilai korelasi variabel independen dalam model dengan menggunakan nilai residu kurang dari 0,7 maka tidak terjadi heteroskedastisitas⁷.

7. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bagian ini membahas tentang analisis hasil pengolahan data dalam rangka menguji hipotesis yang telah ditentukan, serta pembahasan terhadap analisis tersebut.

Diagnosis Model Analisis

Model penelitian ini menggunakan regresi linier berganda, sehingga harus memenuhi asumsi klasik seperti normalitas, multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas agar analisis yang dilakukan menjadi *reliable*.

Uji Normalitas

Untuk menguji normalitas dapat dilihat rasio *skewness* variabel-variabel yang berada antara -2 sampai +2. Rasio *skewness* = nilai *skewness* dibagi *standar error skewness*. Dari pengujian ini, diperoleh nilai *skewness* antara -2 dengan +2, sehingga dapat dikatakan bahwa data variabel-variabel untuk pengujian dalam penelitian ini terdistribusi normal.

Uji Autokorelasi

Uji yang digunakan untuk mendeteksi adanya autokorelasi adalah uji *Durbin watson*. Jika nilainya berada dalam kisaran -2 sampai +2 maka tidak terjadi autokorelasi. Nilai *Durbin Watson* untuk model penelitian ini adalah sebesar 1.359, yang menunjukkan bahwa semua variabel independen untuk model penelitian ini tidak terjadi autokorelasi.

⁶ Djarwanto, 1985, *Statistik Induktif*, BPFE UGM, Yogyakarta

⁷ Djarwanto, *Op.cit.*

Uji Multikolinearitas

Metode untuk menguji adanya multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *tolerance value* atau *Variance Inflation Factor (VIF)*. Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan batas VIF adalah 10. Dalam penelitian ini semua variabel yang diuji menghasilkan *tolerance value* diatas 0,10 dan nilai VIFnya berada dibawah 10, sehingga model pengujian dalam penelitian ini bebas dari multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas

Cara yang digunakan untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas adalah menggunakan *Spearman Rank Correlation*. Dengan menggunakan program SPSS dapat diketahui korelasi variabel independen dengan nilai residual (Res-1). Apabila nilai korelasi variabel independen dalam model dengan nilai residual kurang dari 0,7, maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Dalam penelitian ini, nilai korelasi variabel independen dengan nilai residual (Res-1) dibawah 0,7, kecuali untuk variabel independen OWN dan OWN², terdapat korelasi yang sangat tinggi, karena variabel OWN² merupakan pengkuadratan dari variabel OWN.

Pengujian Hipotesis

Hasil regresi berganda atas pengujian hipotesis yang telah memenuhi asumsi klasik dapat dilihat dalam tabel berikut:

Hasil Regresi Berganda Pengujian Hipotesis

$Q = \alpha_1 + \beta_1 OWN + \beta_2 OWN^2 + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \beta_5 SIZE + e$			
Variabel	Koefisien	t-Statistik	p-value
Konstanta	0.586	7.467	0.000
OWN	0.152	1.253	0.211
OWN ²	-0.166	-1.375	0.170
ROA	0.196	3.201	0.001
LEV	0.657	10.680	0.000
SIZE	0.160	3.945	0.000
R ² =0.318; Adj R ² =0.310; n=430; F=39.543; p-value=0.000			

Tabel diatas menyajikan hasil regresi berganda dari persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis. Hasil ini menunjukkan bahwa secara statistik, variasi dari variabel independen mampu menjelaskan variasi dari variabel dependen sebesar 31,8%, yang ditunjukkan oleh nilai R², sedangkan sisanya sebesar 68,2% disebabkan oleh faktor-faktor lain yang tidak diobservasi dalam model penelitian ini. Diperolehnya nilai

$F=39,543$ dan $p\text{-value} = 0,000$ menunjukkan bahwa model pengujian dalam persamaan ini adalah signifikan.

Dari hasil regresi berganda, variabel independen kepemilikan manajerial (OWN) menunjukkan arah positif, sedangkan fungsi kuadrat dari kepemilikan manajerial (OWN²) menunjukkan arah negatif, tetapi tidak signifikan secara statistik. Estimasi parameter dari kedua variabel tersebut sesuai dengan yang diharapkan. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan *non-linear* antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Variabel kontrol ROA, LEV dan SIZE menunjukkan determinan positif atas nilai Q, dan signifikan pada tingkat 1%.

Analisis hasil

Dari hasil analisis pada persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis, menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif dengan nilai perusahaan ($t = 1,253$) dan fungsi kuadrat kepemilikan manajerial mempunyai hubungan negatif ($t = -1,375$). Koefisien arah yang berbeda pada kedua variabel ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan *non-linear* antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan, tetapi hubungannya tidak signifikan secara statistik. Sehingga hipotesis ini tidak dapat ditolak.

Arah koefisien untuk variabel kepemilikan manajerial dan fungsi kuadratnya, konsisten dengan penelitian Morck, Shleifer & Vishny (1988); Mc Connell & Servaes (1990); Hermalin & Weisbach (1991); Barnhart & Rosenstein (1998); Chen & Steiner (2000); Itturiaga & Sanz (2000).

Hasil ini mengindikasikan bahwa pada tingkat kepemilikan manajerial yang masih rendah (OWN), peningkatan prosentase kepemilikan manajerial, akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa pada tingkat kepemilikan manajerial yang masih rendah (OWN), peningkatan prosentase kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham, sehingga mengurangi masalah keagenan (biaya keagenan), dengan demikian maka akan meningkatkan nilai perusahaan (hipotesis *alignment* yang dikemukakan oleh Jensen & Meckling, 1976).

Demikian juga dengan hasil dari variabel (OWN²) yang mempunyai arah negatif, konsisten dengan penelitian terdahulu. Hasil ini menunjukkan bahwa pada tingkat kepemilikan manajerial tinggi, peningkatan prosentase kepemilikan manajerial akan menurunkan nilai perusahaan yang disebabkan karena pengeluaran-pengeluaran untuk konsumsi dapat dideteksi, yang selanjutnya akan menurunkan nilai perusahaan sesuai dengan hipotesis *entrenchment* yang dikemukakan oleh Jensen & Meckling (1976).

Ketidaksignifikanan dari variabel kepemilikan manajerial pada pengujian ini, menunjukkan bahwa kesimpulan tersebut tidak dapat digeneralisir, hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Dermawan (1997) yang menyatakan bahwa variabel keagenan modal kurang dapat digeneralisir di Indonesia. Hal tersebut disebabkan karena struktur kepemilikan modal di Indonesia banyak didominasi oleh manajemen keluarga. Sehingga dengan adanya manajemen keluarga yang semakin besar, maka tidak akan terjadi masalah keagenan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Disamping itu, ketidaksignifikanan variabel kepemilikan manajerial ini dapat disebabkan karena informasi mengenai struktur kepemilikan tidak direspon oleh pasar, *naive investor* hanya mempertimbangkan informasi keuangan perusahaan.

Variabel kontrol ROA menghasilkan estimasi parameter positif dan signifikan pada tingkat 1% ($t = 3,201$), konsisten dengan penelitian Chen & Steiner (2000); Iturriaga & Sanz (2000). Koefisien positif signifikan ini berarti bahwa ROA merupakan determinan penting dalam menentukan nilai perusahaan. Semakin *profitable* suatu perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan yang tinggi dalam menghasilkan laba, sehingga lebih disukai oleh investor, dibandingkan dengan perusahaan yang kurang *profitable*. Kondisi ini yang membuat pasar memberi preferensi terhadap perusahaan yang *profitable*, sehingga nilai pasar ekuitas perusahaan melebihi nilai buku ekuitas perusahaan.

Variabel kontrol LEV menghasilkan estimasi parameter positif dan signifikan pada tingkat 1% ($t = 10,680$), konsisten dengan penelitian Iturriaga & Sanz (2000). Akan tetapi tidak konsisten dengan penelitian Barnhart & Rosenstein (1998); dan Chen&Steiner (2000). Koefisien positif signifikan ini menunjukkan bahwa semakin meningkatnya hutang (biaya bunga meningkat), akan memperkecil jumlah pajak yang akan dibayarkan oleh perusahaan, sehingga penggunaan hutang akan menguntungkan karena sifat *tax deductibility of interest payment* (Wahidahwati, 2002). Dengan menghemat membayar pajak, akan menaikkan harga saham perusahaan, yang otomatis menaikkan nilai perusahaan.

Jensen (1986) dalam Faisal (2000) menyatakan bahwa penggunaan hutang dapat digunakan sebagai cara untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan hutang tersebut dikaitkan dengan meningkatnya harga saham perusahaan dan penurunan hutang menurunkan harga saham perusahaan.

Variabel kontrol SIZE juga menghasilkan estimasi parameter positif dan signifikan pada tingkat 1% ($t = 3,945$). Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian terdahulu Chung & Jo (1996); Carlson & Bathala (1997); Chen & Steiner (2000); Iturriaga&sanz (2000), yang menyatakan bahwa hubungan negatif antara ukuran

perusahaan dengan nilai Q ini merupakan tendensi bahwa perusahaan besar memiliki komposisi aktiva yang lebih terdiversifikasi (sebagaimana Lang & stulz, 1994). Pada penelitian terdahulu mempunyai asumsi bahwa kebijakan perusahaan besar cenderung dipengaruhi oleh/banyak intervensi dari pemerintah, sehingga tidak disukai oleh investor, yang mengakibatkan nilai perusahaan menurun.

Akan tetapi dalam penelitian ini, ukuran perusahaan berhubungan positif dengan nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q, yang menunjukkan bahwa investor merespon positif atau memberikan preferensi terhadap perusahaan yang nilai buku total aktivanya besar. Investor berasumsi bahwa dengan nilai buku total aktiva yang besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu membiayai kegiatan operasional perusahaan, yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan di pasar modal.

8. SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah diuraikan, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa variabel kepemilikan manajerial mempunyai hubungan *non-linear* dengan nilai perusahaan yang diukur dengan nilai Tobin's Q, tetapi tidak signifikan secara statistik. Hubungan *non-linear* ini mendukung hipotesis *alignment* dan *entrenchment* yang dikemukakan oleh Jensen&Meckling (1976), dimana pada tingkat kepemilikan manajerial yang rendah, peningkatan prosentase kepemilikan manajerial mensejajarkan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham (*outside owners*) yang dapat mengurangi *agency problem*, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan pada tingkat kepemilikan manajerial tertentu, peningkatan prosentase kepemilikan manajerial menurunkan nilai perusahaan, yang disebabkan karena adanya pengeluaran-pengeluaran manajemen yang tidak produktif, sebagai akibat dari menurunnya pengawasan dari pihak *outside owners*. Ketidaksignifikanan ini menunjukkan bahwa variabel keagenan modal kurang dapat digeneralisir di Indonesia dan informasi mengenai struktur kepemilikan tidak direspon oleh pasar, *naive investor* hanya mempertimbangkan informasi keuangan perusahaan.

Untuk ketiga variabel kontrol ROA, LEV, dan SIZE menunjukkan hubungan positif dan signifikan pada level 1% terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan nilai Tobin's Q.

9. DAFTAR PUSTAKA

Barnhart, Scott W. and Rosenstein, Stuart, 1998, Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis, *The Financial Review*, No. 33, pp. 1-16.

- Carlson, Steven J. and Bathala Chenchuramaiah T., 1997, Ownership Differences and Firm's Income Smoothing Behaviour, *Journal of Business&Accounting*, 24 (2), March, pp. 179-196.
- Chen, Carl R. and Steiner, Thomas L., 2000, Tobin's Q, Managerial Ownership, and Analyst Coverage: A Nonlinear Simultaneous Equation Model, *Journal of Economics and Business*; 52, pp. 365-382.
- Demsetz, H. and K. Lehn, 1985, The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, No. 93, pp. 1155-1177.
- Dermawan, E. S., 1997, Faktor-faktor Penentu Kebijakan Pembayaran Dividen pada Perusahaan yang Go Public di BEJ, *Tesis S2*, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Djarwanto, 1985, *Statistik Induktif*, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Faisal, 2000, Pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang perusahaan pada industri manufaktur di Bursa Efek Jakarta, *Tesis S2*, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Gujarati, D.N., 1995, *Basic Econometrics*, 3rd edition, McGraw-Hill, Inc.
- Himmelberg, Charles P., Hubbard R.Glenn, and Palia, Darius, 1999, Understanding The Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance, *Working Paper, National Bureau of Economics Research*.
- Iturriaga, Felix J. Lopez and Sanz, Juan Antonio Rodriguez, 2000, Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: a Spanish Firms Simultaneous Equations Analysis, *Direccion General de Ensenanza Superior e Investigacion Cientifica*.
- Jensen, M. C., 1986, Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, No. 76, pp. 323-329.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp. 305-360.
- Lang, L., and Stulz, R., 1994, Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance, *Journal of Political Economy*, 102(6), pp. 1248-1280.

- Mahmudi, 2001, Manajemen Laba (earnings management): Sebuah tinjauan etika akuntansi, Vol. 3, No. 2, Agustus, hal. 395-402.
- Morris, Richard D., 1987, Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice, *Accounting and Business Research*, Vol.18, No.69, pp. 47-56.
- Niehaus, Gregory R., 1989, Ownership Structure and Inventory Method Choice, *Accounting Review*, Vol. LXIV, No. 2, April, pp. 269-284.
- Nupikso, Gunoro, 1997, Analisis Simultan dalam Mengkaji Hubungan Antara Insider Ownership, Kebijakan Debt, dan Dividend Perusahaan, *Tesis S2*, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Ross, S., 1997, The Determinations of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach, *Bell Journal of Economics*, No. 8, Spring, pp. 23-40.
- Santoso, S, 2001, *SPSS Mengolah Data Statistik Secara Profesional*, Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Saudagaran, S.M., and J.F. Sepe, 1996, Replication of Moses' Income Smoothing Test With Canadian and UK Data: A Note, *Journal of Business Finance&Accounting*, 23(8), October, pp. 1219-1222.
- Scott, William R., 2000, *Financial Accounting Theory*, Prentice-Hall Inc., A Simon & Schuster Company, Upper Saddle River, New Jersey, USA.
- Wahidahwati, 2002, Kepemilikan Manajerial dan *Agency Conflict*: Analisis Persamaan Simultan *Non Linear* dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (*Risk Taking*), Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen, *Tesis S2*, Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.