

Pengaruh *Managerial Ownership* terhadap *Firm Performance* melalui *Capital Structure* sebagai *Intervening* pada Perusahaan Publik yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia

Yenny Listiyani dan Devie
Akuntansi Bisnis Universitas Kristen Petra
Email: ddeviesia@yahoo.co.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari *managerial ownership* terhadap *firm performance* melalui *capital structure* sebagai *intervening* pada perusahaan publik yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan publik yang terdaftar dalam BEI pada tahun 2011-2015 kecuali sektor keuangan. Jumlah akhir sampel meliputi 373 tahun buku perusahaan. *Managerial ownership* diukur dengan menggunakan persentase kepemilikan, *capital structure* diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio* dan *times interest earned ratio*. Sementara *firm performance* diukur dengan menggunakan Tobin's Q, ROA, dan ROE.

Hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dan negatif dari *managerial ownership* terhadap *capital structure* dan *firm performance*. Sementara pengaruh dari *capital structure* terhadap *firm performance* adalah signifikan dan positif. Untuk pengaruh *managerial ownership* dengan menggunakan *capital structure* sebagai variabel *intervening* terhadap *firm performance* hasilnya adalah signifikan dan negatif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *pecking order theory* digunakan dalam pembuatan keputusan sumber modal perusahaan di Indonesia dan penggunaan kepemilikan manajerial kurang tepat digunakan untuk menyelesaikan masalah keagenan di Indonesia.

Kata kunci: Kepemilikan manajerial, *managerial ownership*, struktur modal, kinerja perusahaan, Tobin's Q.

ABSTRACT

This research aimed to examine the influence of managerial ownership on firm performance through capital structure as intervening on public companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX). This research used all sector of Indonesian public companies listed in IDX in the period of 2011-2015 excluding financial sector. Final sample was made from 373 firm years. Managerial ownership was measured by percentage of ownership owned by director and commissioner, capital structure was measured by debt to equity ratio and times interest earned ratio. While, firm performance was measured by Tobin's Q, ROA, and ROE.

The empirical result showed that managerial ownership had significant and negative affect towards both capital structure and firm performance. But, capital structure had significant and positive affect on firm performance. While the affect of managerial ownership toward firm performance through capital structure was significant and negative. The result showed that pecking order theory that used in decision making about sources of capital companies in Indonesia and managerial ownership was not suitable to be used in Indonesia to reduce the agency problem.

Keywords: Managerial ownership, capital structure, firm performance, Tobin's Q.

PENDAHULUAN

Hubungan antara manajer dan pemegang saham dalam suatu perusahaan dapat digambarkan seperti *agent* dan *principal* (Rachmawati & Triatmoko, 2007). Jensen & Meckling (1976); Herry & Hamin, (2005) mengatakan adanya pemisahan antara kepemilikan dengan aktivitas pengelolaan perusahaan menyebabkan pemegang saham tidak dapat mengambil keputusan bisnis secara langsung sehingga pemegang saham harus menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada tenaga profesional yang lebih mengerti mengenai kondisi perusahaan sehari-hari yaitu para manajer perusahaan.

Pemisahan ini membuat pemegang saham bertindak sebagai pengawas dalam aktivitas pengelolaan yang dilakukan oleh manajer. Karena hal tersebut, para manajer dalam mengambil keputusan harus memikirkan bagaimana cara mengoptimalkan sumber daya perusahaan sehingga dapat memberi *return* yang tinggi kepada pemegang saham. Namun dalam pengambilan keputusan bisnis tersebut, dapat muncul perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer dimana manajer tidak lagi bertindak untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham namun untuk kepentingannya sendiri sehingga menimbulkan dampak negatif terhadap perusahaan yang disebut sebagai *agency problem* (Jensen & Meckling, 1976).

Pemberian saham kepada manajer (*managerial ownership*) dipandang sebagai salah satu mekanisme yang dapat mengurangi *agency problem* (Ruan, Tian, & Ma, 2011). Sehingga dengan dilakukannya pemberian saham, diharapkan manajer akan bertindak selayaknya pemegang saham dalam pengambilan keputusan dimana semakin besar kepemilikan saham yang dimiliki manajemen diharapkan pula sejalan dengan peningkatan kinerja mereka sehingga dapat menguntungkan kedua belah pihak (Ross et al, 1977).

Penelitian mengenai hubungan kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan telah banyak diteliti sebelumnya, hasil dari penelitian tersebut banyak yang menemukan adanya *entrenchment effect* dan *coverage of interest effect* di dalamnya (Jensen

dan Meckling 1976; Morck et al 1988; McConnel dan Servaes 1990; Cho 1998; Chen et al 2003). Meskipun telah diteliti oleh banyak penelitian sebelumnya, hasil penelitian masih cenderung tidak konsisten dimana masih belum ditemukan kesepakatan mengenai hubungan dan pengaruh dari kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan.

Hermalin & Weisbach (1991) dan Rachmawati & Triatmoko (2007), menyatakan dalam penelitiannya bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai atau kinerja keuangan perusahaan, hal ini berlawanan dengan penelitian Siallagan & Machfoedz (2006) dan Sujoko & Soebiantoro (2007) yang menyatakan adanya pengaruh negatif yang diberikan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Pengaruh positif dapat disebabkan oleh, pengawasan eksternal terhadap manajemen cukup efektif sehingga kinerja perusahaan dapat meningkat. Sementara jika kontrol yang dimiliki manajemen terhadap *free cash flow* terlalu besar maka manajemen cenderung akan mengambil keputusan yang menguntungkan kepentingan pribadinya sehingga kinerja perusahaan menurun mengakibatkan pengaruh negatif (Rahayu, 2005).

Entrenchment effect terjadi pada level kepemilikan manajerial yang tinggi, dimana akan membawa efek negatif karena manajemen cenderung mengambil keputusan yang mengamankan dirinya sehingga membuat kinerja perusahaan menjadi turun. Sementara *coverage of interests effect* terjadi ketika kepemilikan manajerial pada level rendah, maka akan membawa efek positif dimana manajemen berusaha menyelaraskan kepentingannya dengan pemegang saham dalam pengambilan keputusan sehingga kinerja perusahaan meningkat (Cho 1998).

Dengan adanya kepemilikan manajerial tentunya akan mempengaruhi tingkah laku para manajer dalam pengambilan keputusan bisnis. Menurut Jensen & Meckling (1976) penyebab konflik antara manajer dan pemegang saham dalam perusahaan salah satunya dikarenakan pengambilan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana yang merupakan bagian dalam struktur modal. Penelitian terdahulu mengenai kepemilikan

dan struktur modal menunjukkan semakin terkonsentrasi kepemilikan saham, maka pengawasan terhadap manajemen akan efektif sehingga manajemen akan berhati-hati dalam melakukan pinjaman karena dapat menimbulkan resiko *financial distress* yang membuat nilai perusahaan akan menurun, sementara berhutang diatas titik optimal akan mengurangi pajak dari bunga yang dibayarkan saat berhutang sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Sujoko & Soebiantoro, 2007). Sehingga struktur modal juga menjadi salah satu faktor signifikan dalam penentuan kinerja perusahaan (Salim & Yadav 2012).

Pemberian saham kepada manajemen cukup banyak dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hal ini dibuktikan dari total 396 perusahaan dengan IPO dibawah 2011 yang terdaftar pada periode pengamatan 2011-2015, sebanyak 192 perusahaan atau sebesar 48.485% memberikan kepemilikan manajerial dengan rata-rata per tahunnya sekitar 166 perusahaan. Diketahui bahwa pada 3 tahun terakhir jumlah perusahaan yang memberikan kepemilikan manajerial bertambah hingga tahun 2015 mencapai 171 perusahaan. Uniknya, rata-rata persentase kepemilikan manajerial ini justru menurun pada tahun 2015 menjadi 4.53%.

Berbagai perbedaan pendapat dari para ahli pada penemuan terdahulu dan variasi pembagian kepemilikan terkait dengan struktur modal dan kinerja perusahaan mendorong penulis untuk meneliti lebih lanjut pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan dan pengaruh dari variasi kepemilikan saham terhadap keputusan struktur pendanaan perusahaan. Dalam penelitian ini, penulis akan menggunakan kepemilikan manajerial dalam perusahaan sebagai variable independen dan Tobin's Q untuk mengukur *firm performance* dari aspek pasar, serta *Return on Asset (ROA)* dan *Return on Equity (ROE)* untuk mengukur kinerja perusahaan dari aspek akuntansi. Sebagai *intervening variable*, penulis menggunakan *capital structure* yang diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio (DER)* dan *times interest earned (TIE)*.

Managerial Ownership

Pemberian kepemilikan kepada manajemen dianggap sebagai suatu

mekanisme yang dapat mengurangi ketegangan antara pemegang saham dan manajer selain daripada menegluarkan uang untuk membiayai *agency cost*. Manajer yang sekaligus pemegang saham tentunya akan menyelaraskan kepentingannya sebagai manajer dan pemegang saham. Hal ini akan berbeda jika manajernya tidak sekaligus sebagai pemegang saham, kemungkinan manajer tersebut hanya mementingkan kepentingannya sebagai manajer.

Kepemilikan manajerial dijelaskan berbeda-beda oleh para ahli. Misalnya, didefinisikan oleh McConnell & Servaes (1990) dan Agrawal & Knoeber (1996), menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial sebagai *insider ownership* dan mendefinisikannya sebagai kepemilikan oleh direktur dan *officers*. Sementara menurut Davies, et al (2005) *managerial ownership* merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh para direksi dan seluruh *board of directors*.

Untuk penelitian ini, diputuskan untuk kepemilikan manajerial diukur berdasarkan persentase kepemilikan para komisaris dan para direktur serta manajemen perusahaan terhadap jumlah saham beredar selama lima tahun pengamatan periode 2011-2015.

Capital Structure

Struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham (Weston & Capeland, 1999 dalam Kesuma, 2009) selain itu juga dapat diartikan juga sebagai perbandingan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Bambang Riyanto, 2001 dalam Kesuma, 2009). Sehingga dapat disimpulkan, struktur modal merupakan perbandingan pinjaman dana oleh perusahaan kepada pihak lain yang dianggap sebagai hutang terhadap modal yang dimilikinya sendiri.

Setiap perusahaan menginginkan adanya keberlangsungan aktivitas operasional perusahaan dan pertumbuhan di masa yang akan datang. Salah satu keputusan penting yang harus dipertimbangkan para manajer adalah keputusan pendanaan atau struktur modal. Stuktur modal perusahaan merupakan komposisi pendanaan yang dipakai perusahaan dimana komposisi tersebut yaitu modal internal dan eksternal. Pendanaan

yang diambil perusahaan ini dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Modigliani & M.H., 1963).

Jika perusahaan memiliki pendanaan internal yang cukup maka perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi cenderung akan memakai sumber pendanaan berdasarkan hierarki resiko dimana perusahaan akan memakai pendanaan internal terlebih dahulu. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory* dimana perusahaan akan memakai sumber pendanaan dengan resiko terkecil yaitu pendanaan internal, berhutang lalu menerbitkan ekuitas baru. Dengan memakai sumber pendanaan internal maka resiko akan mengecil sehingga kinerja perusahaan akan meningkat.

Namun apabila sumber pendanaan internal tidak mencukupi, maka perusahaan akan mengambil sumber pendanaan dari luar, salah satunya dari hutang. Apabila pendanaan didanai melalui hutang, maka akan terjadi efek *tax deductible*. Hal ini sejalan dengan *trade-off theory* dimana semakin banyak berhutang akan meningkatkan kinerja perusahaan. Artinya, perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat memberi manfaat bagi pemegang saham.

Firm Performance

Beberapa penelitian terdahulu yang menilai pengaruh dan hubungan antara struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan telah dilakukan sebelumnya. Kinerja keuangan perusahaan dianggap sebagai tolak ukur yang tepat untuk menilai struktur kepemilikan mana yang paling baik untuk mengurangi *agency problem*. Kinerja perusahaan dapat diukur dengan menggunakan beberapa indikator pengukuran. Secara garis besar, alat ukur kinerja perusahaan dapat dikelompokkan menjadi dua yaitu *accounting rate return* dan *market return measures* (Sulong & Nor, 2008).

Accounting based dengan menggunakan *ROA* dan *ROE* serta *semi market based* dengan menggunakan Tobin's Q. *ROA* dan *ROE* dipilih karena keduanya adalah dua rasio utama yang telah digunakan di beberapa penelitian terdahulu yang

membahas mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja keuangan perusahaan sebelumnya (Mehran, 1995). Tobin's Q dipilih karena indikator ini telah sangat sering digunakan dalam penelitian sebelumnya seperti Morck, *et al*, 1987; Hermalin & Weisbach, 1991; Mehran, 1995; Agrawal & Knoeber, 1996; Cho, 1998; Demsetz & Villalonga, 2001.

Pengaruh Managerial Ownership terhadap Capital Structure

Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tetapi juga oleh persentase kepemilikan oleh manajerial (Jensen & Meckling, 1976). *Manajerial ownership* sendiri dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui hutang atau ekuitas.

Pendanaan yang diperoleh melalui hutang akan mengurangi *excess free cash flow* dari tangan manajer sehingga manajer tidak akan melakukan pemborosan terhadap investasi yang tidak menguntungkan. Pemegang saham atau *external control* mempunyai posisi penting dalam memonitor manajemen dalam mengelola perusahaan terutama untuk melaksanakan peranan mendisiplinkan penggunaan *debt* (hutang) dalam struktur modal. Selanjutnya Jensen & Meckling (1976) mempergunakan kerangka keagenan untuk membuat suatu analisis yang positif mengenai akibat dari konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer atas keputusan bisnis termasuk di dalamnya yaitu investasi, pendanaan, dan deviden yang diambil perusahaan.

Chen dan Steiner (1999) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial menyebabkan penurunan hutang karena adanya substitusi monitoring. Sehingga kepemilikan manajerial bisa menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency cost*. Friend and Lang (1988), menunjukkan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan negatif dengan *managerial ownership*, hal ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial didalam perusahaan. Hal ini sejalan dengan Sujoko (2007) dimana semakin terkonsentrasi suatu kepemilikan

saham dalam perusahaan menyebabkan *external control* yang baik sehingga manajemen akan berhati-hati dalam berhutang.

Kim & Sorensen, 1986; Mehran, 1992 menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap rasio hutang perusahaan, hasilnya terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan manajer dengan rasio hutang. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Moh'd et al (1998), mengenai dampak struktur kepemilikan pada kebijakan hutang menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap rasio hutang.

Sujoko (2007) berpendapat bahwa semakin terkonsentrasi suatu kepemilikan akan mengurangi hutang. Maka seharusnya jika kepemilikan manajerial terletak pada level yang tinggi, perusahaan akan cenderung mengurangi hutang. Maka hipotesis dalam penelitian ini adalah **H1: *Managerial Ownership* berpengaruh terhadap *Capital Structure* pada perusahaan publik yang terdaftar dalam BEI selama tahun 2011-2015.**

Pengaruh *Capital Structure* terhadap *Firm Performance*

Perusahaan yang menggunakan hutang sebagai pendanaan utama, pada titik tertentu hutang yang terlalu tinggi selain memiliki sisi negatif karena menimbulkan resiko, juga memiliki sisi positif yaitu sebagai pengurang pajak dari bunga tetap yang dibayarkan karena adanya beban tanggungan tetap akibat berhutang.

Dengan berhutang dapat mengurangi resiko investasi dari pendanaan internal, berhutang pada titik tertentu membuat keuangan perusahaan menjadi stabil karena tidak mengandung resiko dari penggunaan internal terlalu banyak. Komposisi pinjaman jangka panjang dan jangka pendek perusahaan yang baik ketika dapat dikembalikan pada waktu yang tepat sehingga perputaran modal tidak macet. Kinerja perusahaan dapat dibilang baik ketika ekuitas perusahaan dapat lebih besar daripada komposisi hutang. Artinya perusahaan mampu mengembalikan pinjaman tersebut dan tidak memperbesar peluang kebangkrutan perusahaan. Hal ini sejalan

dengan *trade-off theory* dimana berhutang pada titik tertentu akan menaikkan kinerja perusahaan.

Bertentangan dengan *pecking order theory* dimana berhutang justru menimbulkan resiko pada perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi. Resiko yang muncul akibat berhutang akan menurunkan kinerja perusahaan, sebaliknya dengan menggunakan pendanaan internal justru mengurangi resiko dan kemungkinan *financial distress* yang timbul jika berhutang. Hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan menemukan pengaruh diantaranya ditemukan oleh Stulz (1990); McConnell dan Servaes (1995); Chen (2003). **H2: *Capital Structure* berpengaruh terhadap *Firm Performance* pada perusahaan publik yang terdaftar dalam BEI selama tahun 2011-2015.**

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Firm Performance*

Kepemilikan manajerial dan *firm performance* telah didukung oleh sekian banyak penelitian terdahulu yang menunjukkan pengaruh yang bermacam-macam. Secara garis besar, hubungan keduanya dapat dijelaskan dengan menggunakan dua pandangan dasar yaitu *convergence of interest effect* dan *entrenchment effect* (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983).

Convergence of interest menjelaskan pengaruh positif dari jumlah kepemilikan manajerial terhadap *firm performance*. Pendapat ini diajukan oleh Jensen & Meckling (1976) bersama dengan penjelasannya mengenai *agency theory* bahwa seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial maka *firm performance* akan turut meningkat karena kepentingan manajer untuk menggunakan sumber daya semakin terfokus pada memaksimalkan keuntungan perusahaan karena juga akan berdampak pada diri para manajer itu sendiri sebagai pemegang saham.

Namun demikian, *entrenchment effect* menjelaskan pengaruh negatif hubungan manajerial terhadap *firm performance*. Morck et al (1988) menjelaskan bahwa ketika manajer memegang terlalu besar kendali dalam perusahaan, *external shareholder* akan

kesulitan untuk mengendalikan aktivitas manajer. Hal ini dikarenakan manajer memiliki lebih banyak kendali untuk membuat keputusan yang mengamankan diri dan posisinya. Semakin besar kepemilikan manajer, membuat mereka juga memiliki lebih banyak akses untuk menggunakan sumber daya perusahaan untuk kepentingan lain yang tidak memaksimalkan keuntungan dan nilai perusahaan.

Pemberian kepemilikan saham kepada manajemen semata-mata untuk mengurangi adanya *agency problem* dalam *agency theory*. Dengan begitu, diharapkan setidaknya manajemen akan bertindak layaknya pemegang saham dalam pengambilan keputusan. Sehubungan dengan berbagai penelitian sebelumnya yang telah dijelaskan di atas, hipotesis dalam penelitian ini ialah **H3: Managerial Ownership berpengaruh terhadap Firm Performance pada perusahaan publik yang terdaftar dalam BEI selama tahun 2011-2015.**

METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini kepemilikan manajerial sebagai variabel independen, *firm performance* sebagai variabel dependen, dan *capital structure* sebagai variabel *intervening*. Berikut ini adalah definisi operasional dari masing-masing variabel diatas:

1. Kepemilikan manajerial

Managerial ownership merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh para direksi dan seluruh *board of directors* (Davies, et al 2005).

$$MO = \frac{\text{Total saham pihak manajerial}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

2. Capital Structure

Capital structure dapat diukur menggunakan *leverage*, penelitian ini menggunakan *debt to equity ratio* (DER) dan *times interest earned* (TIE). Rasio DER mengukur kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutang melalui modal internal perusahaan, komposisi hutang yang lebih besar daripada modal dapat menimbulkan resiko yang besar (Lin, 2006 dalam Fachrudin, 2011).

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total equity}} \times 100\%$$

Perhitungan terakhir menggunakan TIE, yaitu mengukur kemampuan pendapatan perusahaan dari pendanaan hutang, dimana pendapatan yang terdapat di laporan laba rugi perusahaan digunakan untuk membayar beban bunga yang timbul akibat adanya hutang.

$$\text{Times Interest Earned} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest Expense}}$$

3. Firm Performance

Firm Performance adalah ukuran yang digunakan untuk mengukur kinerja sebuah perusahaan. Diukur menggunakan Tobin's Q (Chung & Pruitt, 1994). Pengukuran menggunakan Tobin's difungsikan untuk melihat dari nilai perusahaan berdasarkan saham dan perimbangannya dengan hutang pada struktur modal.

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{MVS} + \text{D}}{\text{Total Assets}}$$

Dimana:

MVS = *Market value of all outstanding shares.*

D = *Debt*

TA = *Firm's asset's.*

ROA adalah rasio antara net income terhadap nilai buku dari total aset perusahaan (Mehran, 1995).

$$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}} \times 100\%$$

ROE adalah rasio antara net income terhadap total saham beredar perusahaan.

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholder Equity}} \times 100\%$$

Penelitian ini menggunakan skala pengukuran rasio. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif dengan analisis data sekunder yang diambil dari laporan keuangan. Sumber data dalam penelitian ini adalah data yang diperoleh melalui laporan keuangan perusahaan yang diterbitkan melalui website BEI (www.idx.co.id) dan sejumlah data lain diperoleh dari Bloomberg

Sampel yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah 373 tahun buku dari delapan sektor dari semua sektor yang

terdaftar dalam BEI sejak tahun 2011. Sektor yang tidak digunakan dalam penelitian ini adalah sektor keuangan. Data yang diteliti berbasis tahun buku mulai dari tahun 2011-2015.

Penelitian ini menggunakan teknik *sampling purposive sampling*. Kriteria yang akan ditentukan adalah: perusahaan telah melakukan IPO sebelum tahun 2011, perusahaan tidak pernah *relisting* dan *delisting* selama tahun 2011-2015.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan *software SPSS* dan *software WarpPLS (Partial Least Square)*. Evaluasi PLS dilakukan dengan evaluasi *outer model* dan *inner model*.

Tabel 3.1 Statistik Deskriptif

	Min	Max	Avg	Medi an	Std. Devia si
MO	0.00	0.6500	0.040	0.004	0.078
WN	000	3	09	11	35
TIE	0.18 498	932.29 430	28.76 316	4.587 45	92.36 269
DER	0.07 606	15.917 84	1.594 26	0.981 72	2.055 24
ROA	0.01 040	28.148 89	5.825 01	4.745 54	4.872 23
ROE	0.01 609	45.355 63	12.81 902	11.61 829	8.883 03
Q	0.00 054	3.0225 1	0.779 85	0.638 79	0.596 15

Sumber: olahan penulis

Tabel 3.2 Statistik Deskriptif

	Min	Max	Median	Modus
MOWN	-0.512	7.785	-0.459	-0.511
CS	-0.716	6.496	-0.327	-0.716
FP	-1.504	4.569	-0.096	-1.504

Sumber: hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Model Fit

Data yang telah dikumpulkan meliputi satu variabel independen (kepemilikan manajerial) dengan menggunakan presentase kepemilikan manajerial sebagai indikator, satu variabel mediasi (*capital structure*) dengan menggunakan *times interest earned* dan *debt to equity* sebagai indikator, serta satu variabel dependen kinerja perusahaan dengan

menggunakan *Tobin's Q*, *ROA*, dan *ROE* sebagai indikator kemudian diolah dengan menggunakan program WarpPLS.

Seperti telah disebutkan di beberapa bagian di atas, dalam melakukan analisa dengan menggunakan WarpPLS, terdapat 10 persyaratan yang harus dipenuhi oleh suatu model untuk dikatakan baik dan cocok untuk digunakan meneliti variabel yang bersangkutan. Tes *goodness of fit* ini adalah pengujian yang dilakukan untuk *inner model*. Di bawah ini adalah hasil tes *goodness-of-fit* untuk penelitian ini

Model fit and quality indices	

Average path coefficient (APC)	=0.223, P<0.001
Average R-squared (ARS)	=0.100, P=0.012
Average adjusted R-squared (AARS)	=0.097, P=0.015
Average block VIF (AVIF)	=1.023, acceptable if <= 5, ideally <= 3.3
Average full collinearity VIF (AFVIF)	=1.124, acceptable if <= 5, ideally <= 3.3
Tenenhaus GoF (GoF)	=0.272, small >= 0.1, medium >= 0.25, large >= 0.36
Sympson's paradox ratio (SPR)	=1.000, acceptable if >= 0.7, ideally = 1
R-squared contribution ratio (RSCR)	=1.000, acceptable if >= 0.9, ideally = 1
Statistical suppression ratio (SSR)	=1.000, acceptable if >= 0.7
Nonlinear bivariate causality direction ratio (NLBCDR)	=0.667, acceptable if >= 0.7

Untuk masing-masing alat ukur, terdapat *rule-of-thumb* masing-masing yaitu sebagai berikut: Tabel 3.3 Model Fit and Quality Indices Rule of Thumb

No	Model fit & Quality Indices	Fit Criteria
1.	Average Path Coefficient (APC)	p < 0.05
2.	Average R-squared (ARS)	p < 0.05
3.	Average adjusted R-squared (AARS)	p < 0.05
4.	Average Block VIF (AVIF)	Acceptable if ≤ 5, ideally ≤ 3.3
5.	Average full collinearity VIF (AFVIF)	Acceptable if ≤ 5, ideally ≤ 3.3
6.	Tenenhaus GoF (GoF)	Small ≥ 0.1 Medium ≥ 0.25 Large ≥ 0.36
7.	Sympson's paradox ratio (SPR)	Acceptable if ≥ 0.7, ideally = 1
8.	R-squared contribution ratio (RSCR)	Acceptable if ≥ 0.9, ideally = 1

9.	Statistical suppression ratio (SSR)	Acceptable if ≥ 0.7
10.	Nonlinear bivariate causality direction ratio (NLBCDR)	Acceptable if ≥ 0.7

Sumber : Solimun (2017)

Dengan membandingkan antara *rule of thumb* dan hasil dari pengolahan data, dapat dinyatakan bahwa model penelitian ini telah sesuai dan merupakan model yang baik. Tiga kategori utama yang harus diperhatikan dalam memeriksa *goodness-of-fit* adalah ARS, AVIF, dan APC.

ARS digunakan untuk mengukur akurasi kemampuan *path model* untuk menggambarkan pengaruh antar satu *endogenous construct* (variabel independen) dengan *predictive value* (variabel dependen). AVIF digunakan untuk mengukur multikolinearitas antar *construct*. Sementara APC adalah indikator yang sangat dipengaruhi oleh tanda koefisien jalur (β). Apabila tanda koefisien jalur berbeda, APC cenderung rendah karena APC adalah rata-rata dari koefisien jalur.

AVIF akan meningkat semakin banyak *construct* yang ditambahkan dalam *path model*. Hal ini dikarenakan setiap penambahan satu *construct* otomatis ada satu kolinearitas baru yang ditambahkan dalam AVIF. GoF mengukur kemampuan *path model* untuk menjelaskan suatu pengaruh antar *construct*. Untuk pengukuran yang ini, semakin besar maka semakin baik. Apabila nilainya di bawah 0.1, model dianggap tidak memadai dan tidak sebaiknya diteruskan.

Hasil dari pengolahan data untuk penelitian ini menunjukkan bahwa *path model* sudah memenuhi persyara *goodness of fit*. Untuk kekuatan menjelaskan pengaruh antara *construct*, dengan menggunakan GoF, bisa dilihat bawah hasilnya termasuk dalam kelompok medium dengan hasil sebesar 27.2%.

Profil Variabel

Tabel 3.4 Profil Variabel

No	Variabel	Indikator	Bobot Komponen	Rata-Rata
1	<i>Man. Ownership</i>	<i>MOWN</i>	1.000	0.04009
2	<i>Capital</i>	<i>TIE</i>	0.702	28.7631

	Structure			6
3		<i>DER</i>	0.702	1.59426
4		<i>ROA</i>	0.307	5.82501
5	<i>Firm Performan</i>	<i>ROE</i>	0.442	12.81902
6	<i>ce</i>	<i>Tobin's Q</i>	0.430	0.77985

Sumber: hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Bobot komponen menunjukkan kekuatan suatu indikator dalam mencerminkan *construct*-nya. Nilai absolutnya adalah 1, semakin dekat menuju 1 maka semakin baik. Dengan indikator reflektif, tidak ada bobot komponen yang bernilai negatif seperti dapat terjadi pada formatif, sebab variabel reflektif bersitat mencerminkan, dan bukan 'membentuk' *construct* tersebut.

Dalam menilai apakah suatu indikator tepat digunakan untuk mengukur suatu variabel perlu diperhatikan pula nilai *p-value* yang mana menurut hasil pengolahan data semuanya signifikan (di bawah 5%). Kolom *effect size* menunjukkan seberapa besar bagian dari *construct* yang berhasil dicerminkan oleh indikator tersebut.

Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh langsung

Tabel 3.5 Path Coefficients

	MOWN	CS	FP
MOWN			
CS	-0.164		
FP	-0.127	0.378	

Sumber: hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Tabel 3.6 P Values

	MOWN	CS	FP
MOWN			
CS	< 0.001		
FP	0.007	< 0.001	

Sumber: hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Dalam memahami pengaruh dari *endogenous construct* terhadap *exogenous construct* atau *predictive value* ada dua hal yang perlu diperhatikan yaitu *p-value* dan *path coefficient*. Hal pertama yang harus dilihat adalah *p-value* atau tingkat

signifikansi. Kedua adalah *path coefficient* yang menunjukkan bentuk pengaruh.

H₁: Managerial ownership memiliki pengaruh terhadap *capital structure*.

Path Coefficient menggambarkan pengaruh variabel pada kolom terhadap variabel terikat pada baris. Dari tabel tersebut dapat diketahui bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi *firm performance* secara negatif. Setiap peningkatan 1 kepemilikan manajerial, terjadi penurunan sebesar 0.164 pada kinerja perusahaan

H₂: Capital Structure memiliki pengaruh terhadap *firm performance*

Pengaruh *capital structure* terhadap *firm performance* dikatakan signifikan dengan *P-value* di bawah 5%. *Capital structure* ternyata memberikan pengaruh positif terhadap *firm performance*. Hal ini dapat dilihat dari path koefisien bertanda positif. Pengertian dari path koefisien tersebut adalah bahwa setiap peningkatan 1 kepemilikan manajerial, akan terjadi kenaikan *firm performance* sebesar 0.378.

H₃: Managerial ownership berpengaruh terhadap *firm performance*

Pengaruh dari *managerial ownership* terhadap FP dinyatakan signifikan dengan *p-value* di bawah 5%. Pengaruh ini bersifat negatif, artinya, setiap peningkatan 1 *managerial ownership* terjadi penurunan sebesar 0.127 pada *firm performance*.

Variabel Mediasi

Variabel mediasi yang digunakan pada penelitian ini adalah *capital structure* dengan dua reflektor atau indikator yaitu *debt to equity* dan *ties interest earned*. Hasil dari pengolahan data adalah sebagai berikut

Tabel 3.7 *Indirect effects for paths with 2 segments*

	MOWN	CapStruc	FirmPer
MOWN			
CapStruc			
FirmPer	-0.062		

Sumber: hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Tabel 3.8 *P-values of indirect effects for paths with 2 segments*

	MOWN	CapStruc	FirmPer
MOWN			

CapStruc			
FirmPer	0.044		

Sumber: hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Dari hasil di atas dapat dilihat bahwa *capital structure* ternyata dapat digunakan sebagai variabel mediasi yang tepat untuk menjelaskan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *firm performance*. Hal ini dapat dilihat dari *p-value* yang berada di angka 4% yang masih berada di bawah batas signifikansi yaitu 5%. Pengaruh yang diberikan *dividend policy* adalah negatif sebesar 0.062.

Pengaruh Total

Pengaruh total terdiri dari jumlah pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung. Hasil dari pengolahan data untuk pengaruh total :

Tabel 4.9 *Total effects*

	MOWN	CapStruc	FirmPer
MOWN			
CapStruc	-0.164		
FirmPer	-0.189	0.378	

Sumber: hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Tabel 4.10 *P-values for total effects*

	MOWN	DivPol	FirmPer
MOWN	<0.001		
DivPol	<0.001	<0.001	
FirmPer	<0.001	<0.001	

Sumber: hasil olahan penulis dengan WarpPLS

Dapat dilihat dari hasil penelitian, bahwa pengaruh antar variabel laten seluruhnya signifikan. Serupa dengan pengaruh langsung, kepemilikan manajerial mempengaruhi *capital structure* secara negatif, demikian pula dengan *firm performance*. Kontribusi mutlak dihitung dengan perhitungan sebagai berikut:

Kepemilikan manajerial terhadap *capital structure* = $(-0.164)^2 \times 100\% = 2.69\%$

Kepemilikan manajerial terhadap *firm performance* = $(-0.189)^2 \times 100\% = 3.572\%$

Temuan dan Interpretasi

Hasil dari pengolahan data menemukan bahwa seluruh hipotesis diterima yang mana berarti kepemilikan manajerial memang mempengaruhi *capital structure* dan mempengaruhi *firm performance*.

KESIMPULAN

Dari hasil pengolahan data atas sampel perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (*firm performance*), kepemilikan manajerial juga berpengaruh negatif terhadap struktur modal (*capital structure*). Hal ini dikarenakan semakin besar kepemilikan saham manajerial pada suatu perusahaan menimbulkan resiko bagi pemegang saham apabila berhutang melebihi titik optimal. Sehingga para manajer menggunakan dana internal lebih banyak daripada berhutang. Disisi lain, struktur modal ternyata dapat menjadi mediasi yang tepat bagi kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan, dimana hal ini berarti struktur modal menjadi salah satu faktor berpengaruh dalam pengambilan keputusan perusahaan. Hal ini terbukti dari pengaruh positif antara struktur modal dengan kinerja perusahaan. Hal ini diakibatkan adanya pembatasan *excess cash flows* pada para manajer sebagai pemilik sekaligus pengambil keputusan. Sehingga manajer lebih berhati-hati dalam penggunaan *excess cash flows* sehingga dapat menaikkan kinerja perusahaan.

SARAN

Bagi pemilik perusahaan, penerapan *managerial ownership* dalam perusahaan sebaiknya diperhatikan ulang karena menunjukkan pengaruh hasil yang negatif. Artinya belum tentu dengan pembagian kepemilikan manajerial dapat mengurangi *agency cost* dalam suatu perusahaan.

Bagi manajemen perusahaan, berdasarkan hasil pengujian ditemukan bahwa keputusan mengenai struktur modal perusahaan sangatlah penting karena berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, dalam pengujian struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Komposisi hutang dan modal dalam struktur modal harus dipertimbangkan mengingat

pendanaan yang berasal dari hutang memiliki resiko dan harus ditanggung oleh perusahaan.

KETERBATASAN PENELITIAN

Penelitian ini terhadap seluruh perusahaan terbuka yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tanpa membaginya berdasarkan sektor, ukuran perusahaan, dan angka pertumbuhan perusahaan. Sehingga hasil penelitian ini bersifat umum dan menyeluruh dan tidak bisa digunakan untuk membandingkan antara sektor maupun antar perusahaan yang secara ukuran berbeda.

DAFTAR REFERENSI

- Agrawal, A., & C.R., K. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 3, 377-397.
- Antwi, S., Mills, E., & Zhao, X. (2012). Capital structure and firm value: empirical evidence from Ghana. *International Journal of Business and Social Science*, Vol.3, No. 22, 103-111.
- Chen, C., & Steiner, T. L. (1999). Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The Financial Review* 34, 119-136.
- Chen, C., Guo, W., & Vivek, M. (2003). Managerial ownership and firm valuation: evidence from Japanese-firms. *Pacific-Basin Finance Journal* 11, 267-283.
- Chen, M.-y. (2013). Adjustments in managerial ownership and changes in firm value. *International Review of Economics and Finance* 25, 1-12.
- Cho, M. H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 47, 103-121.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, Vol LXII, No. 6, 2741-2771.

- Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, Vol. 18, No. 4 , 36-46.
- Cui, H., & Mak, Y. (2002). The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms. *Journal of Corporate Finance* 8 , 313-336.
- Davies, J., Hillier, D., & McColgan, P. (2005). Ownership structure, managerial behavior and corporate value. *Journal of Corporate Finance* 11 , 645-660.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7 , 209-233.
- Ebaid, I. E.-S. (2009). The impact of capital structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt. *Journal of Risk Finance*, Vol. 10, No. 5 , 477-487.
- Fachrudin, K. A. (2011). Analisis pengaruh struktur modal, ukuran perusahaan, dan agency cost terhadap kinerja perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 13, No. 1 , 37-46.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI , 301-325.
- Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance* .
- Friend, I., & Lang, L. H. (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 2 , 271-281.
- Hair Jr, J. S. (2014). Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM). (K. Koscielak, Ed.) *European Business Review*, Vol. 26, No. 2 , 106-121.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 1 , 297-355.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (1991). The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management*, Vol. 20, No. 4 , 101-112.
- Herry, & Hamin. (2005). Tingkat Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan: Bukti Empiris pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Simposium Riset Ekonomi II* .
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics* 53 , 353-384.
- Huang, G., & Song, F. M. (2006). The determinants of capital structure: evidence from China. *China Economic Review* , 14-36.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 , 305-360.
- Kesner, I. F. (1987). Directors' stock ownership and organizational performance: an investigation of fortune 500 companies. *Journal of Management*, Vol.13, No. 3 , 499-507.
- Kesuma, A. (2009). Analisis faktor yang mempengaruhi struktur modal serta pengaruhnya terhadap harga saham perusahaan real estate yang go public di bursa efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* , 38-45.
- Kim, W., & Sorensen, E. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 21, No. 2 , 131-144.
- Lang, L., Poulsen, A., & Stulz, R. (1995). Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion. *Journal of Financial Economics* 37 , 3-37.
- Li, D., Moshirian, F., Nguyen, P., & Tan, L.-w. (2007). Managerial ownership and firm performance: evidence from China's privatizations. *International Business and Finance* , 396-413.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance* 34 , 621-632.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27 , 595-612.
- McConnell, J. J., Servaes, H., & Lins, K. V. (2008). Changes in insider ownership and changes in the market value of the firm. *Journal of Corporate Finance* , 92-106.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* , 163-184.

- Mehran, H. (1992). Executive incentive plans, corporate control, and capital structure. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 539-560.
- Modigliani, F., & M.H., M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, 433-443.
- Moh'd, M. A., Perry, L. G., & Rimbery, J. N. (1998). The impact of ownership structure on corporate debt policy: a time-series cross-sectional analysis. *The Financial Review*, 85-98.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Mustapha, M., & Ahmad, A. C. (2011). Agency theory and managerial ownership: evidence from Malaysia. *Managerial Auditing Journal*, 419 - 436.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, 81-102.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, 575-592.
- Nassar. (2016). The impact of capital structure on financial performance of the firms: evidence from Bursa Istanbul. *Journal of Business and Financial Affairs*, Vol. 5, No. 2, 173-176.
- Oswald, S., & Jahera, J. (1991). The influence of ownership on performance. *Strategic Management Journal*, Vol. 12, 321-326.
- Rachmawati, A., & Triatmoko, H. (2007). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi X*.
- Rahayu, D. S. (2005). Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial dan Institusional pada Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Akuntansi & Auditing*, 181-197.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1, 23-40.
- Ruan, W., Tian, G., & Ma, S. (2011). Managerial ownership, capital structure and firm value: evidence from China's civilian-rum firms. *Australasian Accounting Business and Finance Journals*, 73-92.
- Salim, M., & Yadav, D. R. (2012). Capital structure and firm performance: evidence from Malaysian listed companies. *Social and Behavioral Sciences*, 156-166.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: theory and evidence. *Organization Science* 12, 99-116.
- Siallagan, H., & Machfoedz, M. (2006). Mekanisme corporate governance, kualitas laba, dan nilai perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi IX*.
- Sudiyatno, B., & Puspitasari, E. (2010). Tobin's Q dan Altman Z-score sebagai indikator pengukuran kinerja perusahaan. *Kajian Akuntansi*, Vol. 1, No. 1, 9-21.
- Sujoko, & Soebiantoro, U. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 41-48.
- Sulong, Z., & Nor, F. (2008). Dividends, ownership structure and board governance on firm value: empirical evidence from Malaysian listed firms. *Malaysian Accounting Review*, Vol. 7, No. 2, 55-94.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1, 1-19.
- Wiranata, Y. A., & Nugrahanti, Y. W. (2013). Pengaruh struktur kepemilikan terhadap profitabilitas perusahaan manufaktur di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 15, 15-26.