

PENGARUH KEPEMILIKAN *INSIDER* DAN KEBIJAKAN HUTANG TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA: A *PIECEWISE LINEAR REGRESSION ANALYSIS*

Faisal

Fakultas Ekonomi Universitas Syiah Kuala
Darussalam Banda Aceh, Nanggroe Aceh Darussalam
faisal_nurmala@yahoo.com

ABSTRACT

This study aims to examine the impact of insider ownership and debt policy on firm value at manufacture industries in Indonesia Stock Exchange. The issue arises as to whether these ownership structure and debt policy have been effective in reducing agency costs, and therefore enhancing firm value. This paper utilizes a panel data analysis of 293 firm years listed in the Indonesia Stock Market over a seven years period from years 2002 to 2008. A piecewise linear regression model is used to test the hypotheses. Overall, the results highlight the importance of ownership structure role played by insider ownership and debt policy with three control variables to influence firm value. We find a nonmonotonic relation between the fraction of common stock owned by insider and firm value. We find that the negative entrenchment effect is dominant when insider ownership level is less than 5% or greater than 25%, while the 5% to 25% insider ownership level reflect the convergence of interest (alignment of interests) hypothesis. We also find a significant positive relation between debt policy and firm value. Finally, we also find that firm size, firm profitability, and firm age as control variables have significant impact on firm value. The results are consistent with the hypothesis that firm value is a function of the structure of equity ownership, and debt policy.

Keywords: *insider ownership, debt policy, agency cost, and firm value*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dampak kepemilikan insider dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan pada industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Masalah yang muncul adalah apakah struktur kepemilikan dan kebijakan utang telah efektif dalam mengurangi biaya agensi, dan meningkatkan nilai perusahaan. Makalah ini menggunakan analisis data panel dari 293 tahun perusahaan yang terdaftar di Bursa Saham Indonesia selama periode tujuh tahun dari tahun 2002 sampai 2008. Model regresi linier piecewise digunakan untuk menguji hipotesis. Secara keseluruhan, hasil menyoroti pentingnya peran struktur kepemilikan dimainkan oleh insider ownership dan kebijakan utang dengan empat variabel kontrol untuk mempengaruhi nilai perusahaan. Kami menemukan hubungan antara nonmonotonic fraksi saham biasa yang dimiliki oleh insider dan nilai perusahaan. Kami menemukan bahwa efek negatif kubu dominan ketika tingkat kepemilikan insider kurang dari 5% atau lebih besar dari 25%, sedangkan tingkat kepemilikan insider 5% sampai 25% mencerminkan konvergensi kepentingan (interests alignment) hipotesis. Kami juga menemukan hubungan positif yang signifikan antara kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Akhirnya, kami juga menemukan bahwa ukuran perusahaan, profitabilitas perusahaan, dan umur perusahaan sebagai Variabel kontrol memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan hipotesis bahwa nilai perusahaan merupakan fungsi dari struktur kepemilikan, dan kebijakan utang.

Kata kunci: kepemilikan insider, kebijakan hutang, biaya agensi, dan nilai perusahaan

PENDAHULUAN

Pengaruh kepemilikan *insider*¹ terhadap nilai perusahaan bisa positif atau negatif. Istilah-istilah tersebut akan digunakan secara bergantian dalam tulisan ini. Efek positif kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan dapat dijelaskan

oleh *convergence of interest hypothesis* (Jensen dan Meckling, 1976). Menurut *convergence of interest hypothesis*, dengan meningkatkan kepemilikan *insider*, akan mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga akan menurunkan konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajemen dan berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

Argumen yang berbeda tentang kepemilikan *insider* dikemukakan antara

1 Menjelaskan kepemilikan pihak dalam perusahaan yaitu kepemilikan saham oleh direksi dan komisaris (Rozeff, 1982; Bathala, 1994; Faisal, 2002). Istilah lain yang sering digunakan untuk menjelaskan kepemilikan *insider* adalah kepemilikan manajerial atau manajemen. Istilah-istilah tersebut akan digunakan secara bergantian dalam tulisan ini untuk menguji pengaruh kepemilikan *insider* (*insider ownership*) terhadap nilai perusahaan.

McConnell dan Servaes (1990). Mereka menemukan bahwa hanya pada saat kepemilikan manajerial yang rendah, kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, tetapi ketika kepemilikan manajerial tinggi justru berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (*entrenchment hypothesis*).

Entrenchment hypothesis pada awalnya diperkenalkan untuk menjelaskan tindakan *entrenchment* yang dilakukan oleh manajerial (*manajerial entrenchment hypothesis*) yaitu nilai perusahaan akan turun jika manajer yang memiliki kepemilikan yang tinggi mempunyai *power* yang besar untuk mengamankan posisi mereka dalam perusahaan dan menghindari monitoring oleh pihak luar perusahaan. Dengan *power* yang tinggi, maka manajer bisa melakukan tindakan *entrenchment* dengan meningkatkan konsumsi *perquisite* mereka dan merugikan pemegang saham lain (Demsetz, 1983; Fama dan Jensen, 1983; McConnell dan Servaes, 1990; dan Hu dan Izumida, 2008).

Pengaruh kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan penting untuk diteliti, karena berbagai hasil riset sebelumnya menemukan efek yang berbeda tentang besaran kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan. Morck, Shleifer, dan Vishny (1988) melakukan investigasi terhadap efek konflik keagenan ini yaitu mencari efek positif dan efek negatif dari kepemilikan *insider*. Mereka menemukan bahwa ada hubungan non linier antara kepemilikan saham manajerial dan nilai perusahaan. Ketika kepemilikan saham manajerial kurang dari 5% ditemukan adanya efek positif, saat kepemilikan antara 5% sampai 25% nilai perusahaan turun, dan akhirnya nilai perusahaan kembali meningkat ketika kepemilikan di atas 25%. Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh McConnell dan Servaes (1990). Mereka menemukan bahwa hanya pada saat kepemilikan manajerial yang rendah, kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, tetapi ketika kepemilikan manajerial tinggi justru berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (*entrenchment hypothesis*).

Adanya konflik kepentingan antara *insider* dan pemegang saham akan menimbulkan *agency cost*, sehingga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan hutang

dapat digunakan sebagai salah satu alat untuk meminimumkan konflik keagenan dalam perusahaan. Penggunaan hutang dapat meningkatkan kontrol terhadap manajemen perusahaan. Jensen (1986, 1993; dan Stulz, 1990) menunjukkan bahwa hutang membantu untuk mencegah investasi yang berlebihan dari arus kas bebas (*overinvestment of free cash flow*) yang dilakukan oleh manajer untuk kepentingan mereka sendiri. Hutang juga dapat menciptakan nilai dengan memberikan kesempatan bagi manajemen untuk memberikan signal tentang kesediaannya untuk mendistribusikan arus kas dan dipantau oleh pemberi pinjaman. Konsisten dengan *control hypothesis* (Jensen, 1986), bahwa penggunaan hutang akan memaksa manajer untuk membayar bunga dan pokok hutang secara periodik, sehingga mencegah keleluasaan manajer untuk mengeksploitasi aliran kas bebas yang ada dalam perusahaan untuk kepentingan mereka dan merugikan pemegang saham yang lain

Berdasarkan latar belakang di atas, maka penelitian ini bertujuan untuk menguji bagaimana pengaruh kepemilikan *insider* dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Dari hasil penelitian ini diharapkan dapat diketahui pola pengaruh kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan, dan peran hutang sebagai alat untuk mengurangi konflik keagenan antara *insider* dan pemegang saham.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Peneliti menggunakan konsep teori keagenan (*agency theory*) untuk merumuskan hipotesis dalam penelitian ini. Pemisahan kepemilikan dan kontrol menciptakan potensi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Teori ini lahir diawal tahun 1930an ketika Berle dan Means (1932) meneliti tentang revolusi perusahaan. Mereka menyatakan bahwa pada tahap awal, perusahaan dikelola oleh para pendirinya sendiri. Seiring dengan pertumbuhan perusahaan, maka pemilik mencari sumber pendanaan dari luar p

konsekuensinya, perusahaan juga dimiliki oleh pemegang saham dari luar (*external shareholders*), di mana evolusi pemisahan antara kepemilikan oleh pemilik dan manajer yang mengontrol perusahaan mulai terjadi. Berle dan Mean (1932) menghipotesiskan bahwa seharusnya ada hubungan terbalik antara penyebaran kepemilikan dan nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena pada saat pemegang saham terlalu menyebar untuk memonitor manajer, maka sumber daya perusahaan dapat digunakan untuk keuntungan para manajer daripada untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Dalam mendukung gagasan Berle dan Means, pakar manajerial seperti Williamson (1964) menjelaskan bahwa pemisahan kepemilikan dari kontrol memungkinkan para manajer untuk mengejar kepentingan mereka sendiri dengan melakukan pengeluaran yang tidak bermanfaat daripada mencapai maksimisasi kekayaan bagi para pemegang saham. Oleh karena itu, kontrol perusahaan oleh manajemen menjadi kurang menguntungkan dibandingkan kontrol perusahaan oleh pemilik. Kondisi ini menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga akan menimbulkan *agency cost* dan akhirnya berdampak pada penurunan nilai perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepentingan kedua belah pihak yaitu manajer dan pemegang saham dapat disejajarkan melalui peningkatan kepemilikan manajemen dan paket kompensasi manajemen yang didisain dengan baik. Jensen dan Meckling (1976) memperkenalkan *convergence of interest hypothesis* untuk menjelaskan efek positif kepemilikan *insider* seperti kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, akan mensejajarkan kepentingan pemegang saham dan manajer, sehingga akan menurunkan konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer dan berdampak positif pada nilai perusahaan.

Meskipun demikian, harus juga dipahami bahwa, ketika kepemilikan *insider* tinggi, maka bisa juga menimbulkan efek negatif terhadap nilai perusahaan. Kondisi ini terjadi, karena pihak dalam perusahaan memiliki perilaku oportunistik

untuk menguntungkan dirinya sendiri dan merugikan pemegang saham lain. Menurut Jensen dan Meckling (1976) persoalan keagenan diawali dengan pemisahan antara kepemilikan dan kontrol dan selanjutnya konflik tersebut diperparah karena adanya persoalan *moral hazard* oleh manajemen. Manajemen melakukan tindakan *private perquisite* yang akan merugikan pemegang saham yang lain. Argumen ini didukung oleh McConnell dan Servaes (1990) yang menemukan hanya pada tingkat kepemilikan *insider* atau manajemen rendah, kepemilikan *insider* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, tetapi ketika tingkat kepemilikan *insider* tinggi justru berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Demikian juga riset Sulong dan Nor (2010) menemukan adanya efek negatif kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan di pasar modal Malaysia. Efek negatif kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan dikenal dengan *entrenchment hypothesis* (Demsetz, 1983; Fama dan Jensen, 1983; McConnell dan Servaes, 1990; dan Hu dan Izumida, 2008).

Selanjutnya untuk menjelaskan pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan digunakan konsep kontrol manajemen atau *control hypothesis* yang dikemukakan oleh Jensen (1986). Menurut Jensen (1986), penggunaan hutang akan memaksa manajer untuk membayar bunga dan pokok hutang secara periodik, sehingga mencegah keleluasaan manajer untuk mengeksploitasi aliran kas bebas yang ada dalam perusahaan untuk kepentingan mereka dan merugikan pemegang saham yang lain. Dalam konteks ini, kebijakan hutang digunakan sebagai alat kontrol terhadap manajemen. Kebijakan hutang diharapkan akan mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer, sehingga akan meminimumkan *agency cost* dan berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan landasan teoritis dan bukti-bukti empiris di atas, maka penelitian tentang pengaruh kepemilikan *insider* dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan penting untuk dilakukan, khususnya pada perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Karena banyak riset em

menyediakan bukti yang konsisten tentang bagaimana pengaruh kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan. Sekaligus memberi jawaban apakah kebijakan hutang dapat digunakan sebagai alat untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer, sehingga dapat mengurangi *agency cost* dan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Pengaruh Kepemilikan *Insider* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil-hasil riset empiris menemukan bahwa pengaruh kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan masih bercampur. Menurut Sulong dan Nor (2010) ada dua hipotesis yang berbeda (*divergence hypotheses*) yang telah diajukan untuk menjelaskan pengaruh kepemilikan saham oleh pihak dalam perusahaan (*insider ownership* atau *managerial ownership*) terhadap nilai perusahaan. Diawali dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Demsetz dan Lehn (1985) yang menemukan tidak ada hubungan antara kepemilikan saham oleh pihak dalam perusahaan dengan nilai perusahaan. Pertama, *convergence of interest (alignment of interest) hypothesis*, yang menyatakan bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan oleh pihak dalam perusahaan dengan nilai perusahaan. Menurut hipotesis ini dengan meningkatnya kepemilikan saham oleh pihak *insider*, biaya keagenan dapat dikurangi karena manajer menanggung biaya dari kegiatan yang bisa mengurangi nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Kedua, *entrenchment hypothesis*, yang memprediksikan bahwa ada hubungan negatif antara kepemilikan saham oleh pihak *insider* dan nilai perusahaan. Stulz (1988) menyatakan bahwa pada saat *insider* memiliki saham dalam jumlah yang cukup tinggi, maka manajer bisa melakukan tindakan mempertahankan kepentingan diri mereka sendiri (*entrenchment*) yang akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Demikian juga, Rose (2005) menyatakan manajer yang mampu mengontrol bagian ekuitas perusahaan dalam jumlah yang substantif akan mempunyai pengaruh yang cukup untuk menjamin kondisi tenaga kerja yang menyenangkan, termasuk pemberian gaji yang

menarik. Karena itu, *insider* yang mengontrol aset perusahaan mempunyai potensi untuk melakukan tindakan ekspropriasi terhadap investor luar dengan cara mengalihkan sumberdaya untuk kepentingan pribadi mereka atau dengan menyalurkan dana untuk proyek-proyek yang tidak menguntungkan yang memberikan manfaat pribadi bagi diri mereka sendiri (Lemmon dan Lins, 2003).

Hasil penelitian Sulong dan Nor (2010) di pasar modal Malaysia menemukan bahwa ada pengaruh yang negatif dan signifikan antara kepemilikan saham oleh pihak *insider* dengan nilai perusahaan. Demikian juga Morck, Shleifer dan Vishny (1988) menunjukkan bahwa dalam konteks kepemilikan manajerial, bila manajer memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi bisa memperkuat kedudukan mereka untuk mempertahankan diri dari pihak lain (*entrenchment*).

Berbeda dengan peneliti sebelumnya, McConnell dan Servaes (1990) berhasil mengidentifikasi adanya hubungan *curvilinear* yang signifikan antara tobin's Q dan persentase saham biasa yang dimiliki oleh pihak dalam perusahaan. Hasil riset mereka menemukan adanya bentuk grafik dengan *slope* yang menaik hingga kepemilikan *insider* mencapai kira-kira 40% sampai dengan 50% dan kemudian *slope* kembali menurun. Demikian juga, Chiang dan Lin (2007) menemukan adanya hubungan yang *curvilinear* antara struktur kepemilikan oleh *insider* dengan kinerja perusahaan di pasar modal Taiwan.

Morck, Shleifer, dan Vishny (1988) menggunakan *piecewise linear relationship* untuk mengestimasi hubungan antara kepemilikan *insider* yaitu kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan (tobin's Q). Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa nilai perusahaan mula-mula meningkat, kemudian menurun, dan akhirnya meningkat kembali seiring dengan kenaikan dalam kepemilikan manajerial. Mereka menyatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi secara negatif pada saat tingkat kepemilikan manajemen berkisar antara 5% dan 25%. Dalam kisaran ini, manajer berupaya untuk menuruti kesenangan diri dalam kegiatan-kegiatan yang tidak memaksimalkan adanya tindakan

pemegang saham. Selanjutnya, pada saat tingkat kepemilikan oleh pihak manajerial melebihi 25%, maka hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan kembali positif.

Penelitian lain yang dilakukan di pasar modal Taiwan oleh Lin dan Chang (2008) bahwa struktur kepemilikan mempunyai hubungan yang *nonmonotonic* dengan nilai perusahaan, tetapi pola hubungan *nonmonotonic* tersebut berbeda dengan temuan Morck, Shleifer, dan Vishny (1988). Mereka menemukan bahwa pada saat kepemilikan rendah yaitu kurang dari 12,32% struktur kepemilikan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, kemudian struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ketika kepemilikan antara 12,32% sampai 12,61%, dan akhirnya nilai perusahaan kembali turun pada saat kepemilikan tinggi yaitu kepemilikan di atas 12,61%. Dengan demikian pengaruh kepemilikan oleh pihak internal perusahaan atau *insider* terhadap nilai perusahaan sangat ditentukan oleh tingkat kepemilikan yang dimiliki oleh pihak internal perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H1: Kepemilikan *insider* berpengaruh *nonmonotonic* dan signifikan terhadap nilai perusahaan,

Nilai perusahaan pada awalnya turun ketika kepemilikan *insider* rendah, kemudian naik seiring dengan bertambahnya kepemilikan *insider* hingga tingkat kepemilikan tertentu, dan akhirnya nilai perusahaan kembali turun ketika kepemilikan *insider* tinggi.

Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Adanya konflik keagenan akan menimbulkan *agency cost*, sehingga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Untuk meminimumkan konflik keagenan antara pemegang saham dengan pihak manajemen dalam perusahaan dapat dilakukan melalui kebijakan hutang. Penggunaan hutang dapat meningkatkan kontrol terhadap pihak manajemen dalam perusahaan. Jensen (1986, 1993; dan Stulz, 1990) menunjukkan bahwa hutang membantu untuk mencegah investasi yang berlebihan dari

arus kas bebas (*overinvestment of free cash flow*) yang dilakukan oleh manajer untuk kepentingan mereka sendiri. Hutang juga dapat menciptakan nilai dengan memberikan kesempatan bagi manajemen untuk memberikan sinyal tentang kesediaannya untuk mendistribusikan arus kas dan dipantau oleh pemberi pinjaman. Konsisten dengan *control hypothesis* (Jensen, 1986), penggunaan hutang akan memaksa manajer untuk membayar bunga dan pokok hutang secara periodik, sehingga mencegah keleluasaan manajer untuk mengeksploitasi aliran kas bebas yang ada dalam perusahaan untuk kepentingan mereka dan merugikan pemegang saham yang lain. Berdasarkan uraian di atas, dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H2: Kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Selanjutnya untuk menguji pengaruh kepemilikan *insider* dan kebijakan hutang, serta variabel kontrol (ukuran perusahaan, profitabilitas perusahaan dan umur perusahaan) secara bersama-sama terhadap nilai perusahaan, maka penelitian ini merumuskan hipotesis ketiga sebagai berikut:

H3: Kepemilikan *insider* dan kebijakan hutang, serta ukuran perusahaan, profitabilitas perusahaan, dan umur perusahaan sebagai variabel kontrol secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi, Sampel dan Data Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh emiten perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2002 sampai 2008 (tujuh tahun). Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling*, yaitu pemilihan anggota sampel dengan mendasarkan pada beberapa kriteria tertentu (Cooper dan Schindler, 2011). Kriteria yang digunakan untuk menguji model penelitian yaitu: (1) Memiliki laporan keuangan selama periode penelitian, (2) tersedia data tentang kepemilikan *insider* yaitu persentase saham yang dimiliki oleh direkt

ownership), (3) memiliki kebijakan hutang, dan (4) memiliki data laporan keuangan lengkap terkait variabel yang diteliti. Berdasarkan kriteria tersebut, maka jumlah perusahaan pada industri Manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini berjumlah 293 perusahaan tahun. Penelitian ini menggunakan *pooled time-series crosssectional data* dengan *unbalanced data*, sehingga jumlah observasi antar perusahaan tidak sama.

Penelitian ini menggunakan data sekunder dari laporan keuangan tahunan perusahaan mulai tahun 2002 sampai 2008. Sumber data diperoleh

dari *Indonesian Capital Market Directory* yang dipublikasikan oleh *Institute for Economic and Financial Research*. Pemilihan tahun 2002 sebagai awal masa pengamatan didasarkan pada asumsi bahwa pada tahun tersebut stabilitas ekonomi makro di Indonesia sudah mulai dicapai. Kondisi ini diharapkan akan bertampak positif terhadap nilai perusahaan.

Defenisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel dalam penelitian ini disajikan pada tabel 1.

Tabel 1. Defenisi Operasional Variabel Penelitian

Nama Variabel	Simbol	Alat Ukur
Nilai perusahaan	TOBINSQ	TOBINSQ = (market capitalization + book value of debt hutang)/total asset (Sulong dan Nor, 2010; Imam dan Malik, 2008; Bozec dan Laurin, 2008; Thomsen, 2004).
Kepemilikan <i>insider</i>	ISDR	ISDR = Kepemilikan saham oleh direksi dan komisaris (Rozeff, 1982; Bathala, 1994; Faisal, 2002).
Kebijakan hutang	LEVERAGE	LEVERAGE = <i>total debt to total asset</i> (Sulong dan Nor, 2010; Lin dan Chang, 2008; Chiang dan Lin, 2007; Tam dan Tan, 2007; Imam dan Malik, 2007).
Ukuran perusahaan	SIZE	SIZE = <i>logaritma natural (ln) market capitalization</i> (Ghosh, 2007; Slovin et al., 1992).
Profitabilitas perusahaan	ROA	ROA = EAT/total asset (Bozec dan Laurin, 2008; Tam dan Tan, 2007).
Umur perusahaan	AGE	AGE = umur perusahaan dalam tahun (Imam dan Malik, 2007; Earle et al., 2005; Tam dan Tan, 2007; Bozec dan Laurin, 2008; Sulong dan Nor, 2010).

Perumusan Model Penelitian

Untuk menguji hipotesis penelitian, persamaan estimasi dasar yang digunakan adalah model regresi linier berganda. Pertama, untuk menguji hipotesis 1, hipotesis 2, dan hipotesis 3 menggunakan model *piecewise linear regression* (Morck, Shleifer, dan Vishny, 1988; McConnel

$$TOBINSQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ISDR_{0to5_{it}} + \alpha_2 ISDR_{5to25_{it}} + \alpha_3 ISDROVER_{25_{it}} + \alpha_4 LEVERAGE_{it} + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \alpha_7 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

dan Servaes, 1990; Chiang dan Lin, 2007; Chen, Ho, Lee, dan Shrestha, 2004). Secara khusus, model ini digunakan untuk menangkap adanya hubungan *nonmonotonic* dari kepemilikan *insider* dengan nilai perusahaan. Model *piecewise linear regression* ini ditunjukkan pada model 1 berikut ini.

Pada dasarnya penentuan jumlah titik balik dan besaran β masing-masing variabel

regression dapat ditentukan oleh peneliti sesuai dengan tujuan risetnya dengan cara *trial and error* (Chen, Ho, Lee, dan Shrestha, 2004). Mengacu pada *piecewise linear regression* yang dilakukan oleh Morck, Shleifer, dan Vishny (1988), maka penelitian ini menggunakan tiga titik balik untuk menemukan *slope* yang mencerminkan perubahan perilaku kepemilikan *insider* dari mendukung *entrenchment hypothesis* kepada *convergence of interest hypothesis* atau sebaliknya. Karena itu kepemilikan *insider* dipisahkan kedalam 3 kategori yaitu sebagai berikut ini.

1. ISDR 0 sampai 5% (disimbolkan dengan ISDR 0 to 5) sama dengan kepemilikan *insider* jika kepemilikan *insider* < 5%, dan sama dengan 5% jika kepemilikan *insider* 5%.

$$TOBINSQ_{it} = \alpha_{0i} + \alpha_1 ISDR_{it} + \alpha_2 LEVERAGE_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dengan memperhatikan nilai R^2 (*goodness of fit model*) dan signifikansi nilai koefisien regresi dari kedua model tersebut, maka riset ini akan menunjukkan bahwa model *piecewise linear regression* lebih mampu menjelaskan pengaruh kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan.

Teknik Analisis dan Pengujian Hipotesis

Teknis analisis data dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan program SPSS. Pengujian hipotesis dilakukan setelah model regresi penelitian bebas dari pelanggaran asumsi klasik. Tujuannya adalah supaya hasil perhitungan tersebut dapat diinterpretasikan secara tepat dan efisien. Interpretasi hasil penelitian, baik secara parsial melalui uji t maupun secara bersama-sama melalui uji F, hanya dilakukan terhadap variabel-variabel independen yang secara statistik mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

Pengujian Asumsi Klasik

Penggunaan model regresi OLS (*Ordinary Least Square*) mensyaratkan adanya pemenuhan terhadap asumsi klasik, sehingga model OLS yang digunakan memenuhi asumsi *Best Linear Unbiased Estimator (BLUE)*. Dalam

2. ISDR 5% sampai 25% (disimbolkan dengan ISDR 5 to 25) sama dengan 0 jika kepemilikan *insider* < 5%, dan sama dengan kepemilikan *insider* kurang 5% jika 5% < kepemilikan *insider* < 25%, serta sama dengan 20% jika kepemilikan *insider* 25%.
3. ISDR di atas 25% sama dengan 0 jika kepemilikan *insider* < 25%, dan sama dengan kepemilikan *insider* kurang 25% jika kepemilikan *insider* 25%.

Kedua, untuk menguji *robustness* dari model penelitian pertama, maka penelitian ini juga menggunakan model tambahan untuk menguji pengaruh langsung kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan model OLS biasa (model 2), yaitu sebagai berikut:

penelitian ini asumsi klasik yang dianggap penting yaitu uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, uji multikolinieritas, dan uji normalitas data (Gujarati dan Porter, 2009).

Pertama, uji autokorelasi. Autokorelasi yaitu adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang umumnya muncul pada data runtun waktu. Gejala autokorelasi dideteksi dengan menggunakan *Durbin-Watson d Statistic Test*. Sebagai *rule of thumb* adalah jika $d_u < d < 4 - d_u$, maka tidak terdapat autokorelasi baik positif maupun negatif di dalam model regresi yang digunakan (Gujarati dan Porter, 2009).

Kedua, uji heterokedastisitas. Heteroskedastisitas yaitu variabel pengganggu (e_i) memiliki varian yang berbeda dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini melanggar asumsi homokedastisitas yaitu setiap variabel penjelas memiliki varian yang sama (konstan). Untuk mendeteksi adanya gejala heterokedastisitas dalam model regresi digunakan metode *glejser*. Jika hasil regresi antara variabel-variabel independen dengan variabel dependen yaitu nilai absolut e_i , maka terjadi heterokedastisitas pada model penelitian.

Ketiga, uji multikolinieritas. Multikolinieritas yaitu adanya hubungan yang kuat antar variabel-variabel independen dalam

Created with

model penelitian. Gejala multikolinieritas dideteksi dengan menggunakan perhitungan *Tolerance* (TOL), *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *Person Correlation Matrix*. Sebagai *rule of thumb*, jika nilai VIF < 10, nilai *Tolerance* (TOL) > 0,10 dan nilai *Person Correlation Matrix* < 0,90, maka tidak terdapat kolinieritas yang berbahaya antar variabel independen (Hair, et al., 2006).

Keempat, uji normalitas. Asumsi normalitas mengharuskan nilai-nilai residual (ϵ) berdistribusi normal. Pengujian normalitas dari nilai residu ini akan dilakukan dengan menggunakan distribusi grafik *normal probability Plot*, setelah dilakukan proses *winzorizing* terhadap data *outlier*. Data berdistribusi normal jika sebaran nilai observasi berada disekitar garis estimasi (Hair et al., 2006:82). Dengan kata lain, jika *plotting* data aktual berada pada garis diagonal atau mendekatinya, berarti data berdistribusi normal. Sebaliknya, jika *plotting* data aktual berada jauh dari garis diagonal, berarti data aktual tersebut tidak berdistribusi normal.

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Statistik

Deskripsi statistik berfungsi untuk mengetahui tentang karakteristik sampel yang digunakan secara lebih rinci. Tabel 2 menunjukkan bahwa nilai rata-rata variabel nilai perusahaan (TOBINSQ) sebesar 1,06950, yang berarti bahwa secara umum nilai kapitalisasi pasar ditambah nilai buku hutang sekitar 1,069 kali nilai aset. Nilai rata-rata variabel kepemilikan *insider* (ISDR) sebesar 11,77372, yang berarti bahwa secara umum besarnya kepemilikan *insider* adalah sebesar 11,773%. Nilai rata-rata variabel kebijakan hutang (LEVERAGE) sebesar 0,59039, yang berarti bahwa secara umum rasio hutang adalah sebesar 59,039% atau *total asset* yang dimiliki perusahaan yang dibiayai dengan hutang adalah sebesar 59,039%. Hasil deskripsi statistik untuk variabel lainnya dapat dilihat pada tabel 2 di bawah ini.

Tabel 2. Besarnya Nilai Mean, Deviasi Standar, dan Jumlah Sampel Penelitian

Nama Variabel	Mean	Deviasi Standar	Jumlah Sampel
TOBINSQ	1,06950	0,549940	293
ISDR	11,77372	7,658169	293
ISDR0to5	2,62413	2,086395	293
ISDR5to25	2,89894	5,869924	293
ISDRover25	0,41253	3,815811	293
LEVERAGE	0,59039	0,395678	293
SIZE	11,87406	1,704037	293
ROA	2,68281	10,171209	293
AGE	14,01943	4,061881	293

Pengujian Asumsi Klasik

Hasil pengujian gejala autokorelasi dengan menggunakan Durbin-Watson *d Test* untuk model 1 dan model 2 masing-masing adalah sebesar 1,919 dan 1,940 (lihat tabel 3 dan tabel 4). Menurut tabel Durbin Watson dengan menggunakan $n = 293$ dan parameter $k = 7$ (model 1) diperoleh nilai $d_l = 1,603$ dan nilai $d_u = 1,746$. Dengan demikian $d_u (1,746) < d (1,919) < 4 - d_u (2,254)$. Untuk model 2 dengan $n = 293$ dan $k = 5$, diperoleh $d_l = 1,623$ dan $d_u = 1,725$.

Dengan demikian $d_u (1,725) < d (1,940) < 4 - d_u (2,275)$. Artinya, tidak ada masalah autokorelasi dalam kedua model penelitian yang digunakan.

Tabel 3. Hasil Uji Autokorelasi Model 1 dengan Durbin-Watson d Test

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,738	0,544	0,533	0,375765	1,919

Tabel 4. Hasil Uji Autokorelasi Model 2 dengan Durbin-Watson d Test

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,735	0,540	0,532	0,376134	1,940

Hasil pengujian gejala heterokedastisitas untuk kedua model penelitian (lihat tabel 5 dan tabel 6) dengan metode *Glejser Test* menunjukkan bahwa hasil regresi antara variabel-variabel independen

dengan variabel dependen nilai absolut e_i tidak signifikan pada $\alpha = 5\%$. Dengan demikian, tidak ada masalah heterokedastisitas dalam kedua model penelitian tersebut.

Tabel 5. Hasil Uji Heterokedastisitas Model 1 dengan Metode Glejser Test

Model	Coefficients ^a					
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-5,951E-016	0,195		,000	1,000
	ISDR0to5	0,000	0,013	0,000	,000	1,000
	ISDR5to25	0,000	0,005	0,000	,000	1,000
	ISDRover25	0,000	0,006	0,000	,000	1,000
	LEVERAGE	0,000	0,059	0,000	,000	1,000
	SIZE	0,000	0,014	0,000	,000	1,000
	ROA	0,000	0,002	0,000	,000	1,000
	AGE	0,000	0,006	0,000	,000	1,000

a. Dependent Variabel: Unstandardized Residual

Tabel 6. Hasil Uji Heterokedastisitas Model 2 dengan Metode Gejser Test

Model	Coefficients ^a					
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-1,017E-015	0,177		0,000	1,000
	ISDR	0,000	0,003	0,000	0,000	1,000
	LEVERAGE	0,000	0,060	0,000	0,000	1,000
	SIZE	0,000	0,013	0,000	0,000	1,000
	ROA	0,000	0,002	0,000	0,000	1,000
	AGE	0,000	0,006	0,000	0,000	1,000

Dependent Variabel: Unstandardized Residual

Hasil pengujian gejala multikolinieritas dengan menggunakan VIF pada model 1 dan model 2 untuk semua variabel independen di dalam model penelitian adalah kurang dari 10 (lihat tabel 7 dan tabel 8). Demikian juga hasil pengujian dengan TOL (lihat tabel 7 dan tabel 8), diperoleh nilai TOL untuk semua variabel

independen dalam kedua model penelitian ini dengan nilai TOL $> 0,10$. Artinya tidak terdapat kolineritas yang berbahaya antar variabel independen dalam model, sehingga model 1 dan model 2 bebas dari pelanggaran asumsi multikolinieritas.

Tabel 7. Hasil Uji Multikolinieritas Model 1 dengan Nilai TOL dan VIF

Nama variabel Independen	Tolerance (TOL)	Variance inflation Factor (VIF)
ISDR0to5	0,633	1,579
ISDR5to25	0,585	1,710
ISDRover25	0,838	1,193
LEVERAGE	0,881	1,135
SIZE	0,812	1,231
GROW	0,917	1,091
ROA	0,875	1,142
AGE	0,633	1,579

Tabel 8. Hasil Uji Multikolinieritas Model 2 dengan Nilai TOL dan VIF

Nama variabel Independen	Tolerance (TOL)	Variance inflation Factor (VIF)
ISDR	0,767	1,303
LEVERAGE	0,860	1,163
SIZE	0,916	1,092
GROW	0,884	1,131
ROA	0,847	1,180
AGE	0,767	1,303

Selanjutnya, pengujian multikolinieritas dengan menggunakan metode *Person Correlation Matrix* menunjukkan bahwa tidak ada multikolinieritas yang berbahaya untuk model

1 dan model 2 (lihat tabel 9 dan tabel 10). Nilai *Person Correlation Matrix* untuk semua variabel independen pada kedua model tersebut lebih kecil dari 0,90 (Hair et al., 2006).

Tabel 9. Hasil Uji Multikolinieritas Model 1 dengan *Person Correlation Matrix*

		Correlations									
		TOBINSQ	ISDR0to5	ISDR5to25	ISDRover25	LEVERAGE	SIZE	GROW	ROA	AGE	
Pearson Correlation	TOBINSQ	1,000	-0,129	-0,118	0,057	0,584	0,234	-0,026	-0,143	1,000	
	ISDR0to5	-0,129	1,000	0,564	0,124	0,036	-0,305	-0,063	-0,044	-0,129	
	ISDR5to25	-0,118	0,564	1,000	0,316	-0,149	-0,200	0,011	-0,112	-0,118	
	ISDRover25	0,057	0,124	0,316	1,000	-0,040	0,064	-0,019	-0,217	0,057	
	LEVERAGE	0,584	0,036	-0,149	-0,040	1,000	-0,217	-0,166	0,030	0,584	
	SIZE	0,234	-0,305	-0,200	0,064	-0,217	1,000	0,124	0,159	0,234	
	GROW	-0,026	-0,063	0,011	-0,019	-0,166	0,124	1,000	0,216	-0,026	
	ROA	-0,143	-0,044	-0,112	-0,217	0,030	0,159	0,216	1,000	-0,143	
	AGE	1,000	-0,129	-0,118	0,057	0,584	0,234	-0,026	-0,143	1,000	
N		293	293	293	293	293	293	293	293	293	

Tabel 10. Hasil Uji Multikolinieritas Model 2 dengan *Person Correlation Matrix*

		Correlations							
		TOBINSQ	ISDR	LEVERAGE	SIZE	GROW	ROA	AGE	
Pearson Correlation	TOBINSQ	1,000	-0,214	0,584	0,234	-0,026	-0,143	1,000	
	ISDR	-0,214	1,000	-0,288	0,200	0,297	0,323	-0,214	
	LEVERAGE	0,584	-0,288	1,000	-0,217	-0,166	0,030	0,584	
	SIZE	0,234	0,200	-0,217	1,000	0,124	0,159	0,234	
	GROW	-0,026	0,297	-0,166	0,124	1,000	0,216	-0,026	
	ROA	-0,143	0,323	0,030	0,159	0,216	1,000	-0,143	
	AGE	1,000	-0,214	0,584	0,234	-0,026	-0,143	1,000	
	N		293	293	293	293	293	293	293

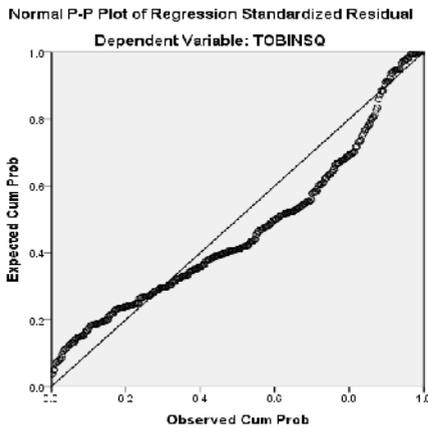
Uji normalitas data dalam penelitian ini menggunakan pendekatan *normal probability plot*. Asumsi normalitas mengharuskan nilai-nilai residual (e) berdistribusi normal. Data *outlier* dapat dijadikan kedalam bentuk normal dengan teknik *winzorising* (Hartono, 2005). Metoda ini mengubah nilai-nilai *outliers* kedalam nilai minimum atau maksimum yang diijinkan supaya

distribusinya menjadi normal. Langkah pertama dalam metoda *winzorising* adalah menemukan nilai *outlier* dari masing-masing variabel riset. Kemudian, nilai observasi-observasi dibawah $\mu-2$ atau di atas $\mu+2$ akan diubah nilainya menjadi $\mu-2$ atau $\mu+2$. Hasil uji normalitas data dengan pendekatan *winzorising* untuk model 1 dan model 2

2) menunjukkan bahwa *plotting* data aktual berada pada garis diagonal atau mendekatinya,

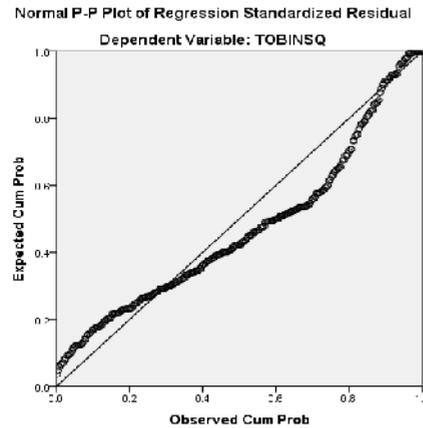
berarti data berdistribusi normal.

Gambar 1
Hasil Uji Normalitas Model 1



Berdasarkan uraian di atas, maka model regresi yang digunakan dalam penelitian ini sudah terbebas dari pelanggaran asumsi klasik. Dengan demikian, tahapan berikutnya yaitu pengujian terhadap hipotesis penelitian sudah dapat dilakukan.

Gambar 2
Hasil Uji Normalitas Model 2



Pembahasan

Berdasarkan hasil estimasi model 1 dan model 2 dengan menggunakan program komputer SPSS diperoleh hasil seperti yang disajikan pada tabel 11 berikut ini. Berdasarkan tabel 11, maka model 1 atau model utama digunakan untuk menguji hipotesis-hipotesis dalam penelitian ini. Adapun model 2 digunakan sebagai pembanding untuk menguji *robustness* dari model 1 yaitu model *piecewise linear regression*.

Tabel 11. Hasil Analisis Regresi Model 1 dan Model 2

Variabel Independen	Arah Hubungan		Hipotesis	Variabel Dependen (TOBINSQ)	
	Model 1	Model 2		Model 1 (model utama, model dengan <i>piecewise linear regression</i>)	Model 2 (model tambahan, model dengan OLS biasa)
Konstanta			-	-0,600*** (-3,080)	-0,617*** (-3,495)
ISDR	-	1 (-)	-	-	-0,004 (-1,216)
ISDR 0 to 5	1 (-)	-		-0,023* (-1,713)	-
ISDR 5 to 25	2 (+)	-	H1	.009* (1,795)	-
ISDR Over 25	3 (-)	-		-0,002 (-0,261)	-
LEVERAGE	4 (+)	2 (+)	H2	0,990*** (16,722)	0,950*** (15,837)
Variabel Kontrol					
SIZE	5 (+)	3 (+)	-	0,132*** (9,244)	0,135*** (10,000)
ROA	6 (+)	4 (+)	-	0,005** (2,107)	0,006*** (2,424)
AGE	7 (-)	5 (-)	-	-0,033*** (-5,723)	-0,032*** (-5,395)
R				0,738	0,735
R ²				0,544	0,540
Adjusted R ²				0,533	0,532
F-statistik			H3	48,633***	67,441***
Jumlah observasi				293	293

Angka dalam tanda kurung merupakan nilai t statistik. *** = didukung secara statistik pada tingkat signifikansi 1%, ** = didukung secara statistik pada tingkat signifikansi 5%, dan * = didukung secara statistik pada tingkat signifikansi 10%. Nilai t tabel untuk $\alpha = 1\%$, $\alpha = 5\%$, dan $\alpha = 10\%$ masing-masing adalah 2,576; 1,960; dan 1,645.

Variabel Kepemilikan Insider.

Berdasarkan hasil perhitungan dengan model regresi *piecewise* (model 1) pada tabel 11 diperoleh nilai t hitung untuk variabel ISDR 0 to 5, ISDR 5 to 25, dan ISDR Over 25 masing-masing sebesar -1,713; 1,795; dan -0,261 dengan koefisien regresi masing-masing $\beta_1 = -0,023$; $\beta_2 = 0,009$; dan $\beta_3 = -0,002$. Sementara nilai t tabel adalah sebesar 1,645 pada taraf signifikan $\alpha = 0,10$. Hasil estimasi terhadap pengujian hipotesis pertama pada model 1 menunjukkan bahwa variabel kepemilikan *insider* berpengaruh negatif dan signifikan pada taraf signifikansi 10% terhadap nilai perusahaan pada saat kepemilikan *insider* rendah (kepemilikan *insider* antara 0 sampai 5%), kemudian kepemilikan *insider* berpengaruh positif dan signifikan pada taraf signifikansi 10% terhadap nilai perusahaan ketika kepemilikan *insider* naik antara 5% sampai 25%, dan akhirnya kepemilikan *insider* kembali berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap

nilai perusahaan ketika kepemilikan *insider* tinggi (kepemilikan di atas 25%). Hasil estimasi ini menunjukkan bahwa ada hubungan *nonmonotonic* antara kepemilikan *insider* dan nilai perusahaan seperti yang ditemukan oleh Morck, Shleifer, dan Vishny (1988). Adapun perbedaan antara hasil penelitian ini dengan penelitian Morck, Shleifer, dan Vishny (1988) adalah pada pola hubungan *nonmonotonic* tersebut. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hipotesis 1 secara parsial tidak sepenuhnya didukung. Dalam pola hubungan tersebut variabel ISDR 0 to 5, dan ISDR 5 to 25 signifikan secara statistik, namun pada saat kepemilikan *insider* (ISDR Over 25) tinggi tidak signifikan secara statistik. Meskipun demikian, arah hubungannya yang negatif dengan nilai perusahaan ketika kepemilikan *insider* rendah, kemudian positif seiring dengan naiknya kepemilikan *insider* dan akhirnya

negatif ketika kepemilikan *insider* tinggi, konsisten dengan *entrenchment hypothesis* dan *convergence of interest hypothesis*.

Hasil temuan ini mendukung hasil riset Lin dan Chang (2008) yang juga menemukan bahwa pada saat konsentrasi kepemilikan rendah struktur kepemilikan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, kemudian ketika konsentrasi kepemilikan naik pada tingkatan tertentu berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dan akhirnya pada saat konsentrasi kepemilikan tinggi akan berdampak negatif kembali terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pada kepemilikan *insider* rendah, mereka tidak termotivasi untuk meningkatkan nilai perusahaan, bahkan cenderung melakukan *entrenchment* yang akan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Konsisten dengan Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa pada saat kepemilikan rendah, maka pemegang saham cenderung bersikap *free-rider* daripada melakukan monitoring dalam perusahaan. Karena biaya untuk melakukan monitoring lebih besar dibandingkan dengan manfaat yang mereka peroleh dari tindakan monitoring tersebut. Namun, seiring dengan meningkatnya kepemilikan *insider* dalam perusahaan, mereka akan memainkan *monitoring* dalam perusahaan. Mereka melakukan monitoring karena merasakan manfaat langsung dari tindakan monitoring tersebut terkait dengan besarnya investasi yang mereka lakukan dalam perusahaan. Tindakan monitoring tersebut pada akhirnya akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan atau mendukung *convergence of interest hypothesis* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976). Meskipun demikian, ketika kepemilikan *insider* tinggi, maka *moral hazard* mereka meningkat dan cenderung melakukan tindakan *entrenchment* yang akan merugikan pemegang saham yang lain, sehingga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga mendukung penelitiannya McConnell dan Sevaes (1990) yang menemukan kepemilikan *insider* pada awalnya meningkat, namun ketika kepemilikan *insider* cukup tinggi yaitu di atas 40% hingga 50% maka nilai perusahaan kembali menurun. Artinya efek

entrenchment lebih dominan pada tingkat kepemilikan yang tinggi.

Berdasarkan hasil perhitungan dengan model regresi OLS biasa (model 2) pada tabel 11 diperoleh nilai t hitung untuk variabel ISDR sebesar -1,216 dan koefisien regresi $\beta_1 = -0,004$. Hasil estimasi ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan *insider* berpengaruh negatif dan tidak signifikan pada taraf signifikansi 5% terhadap nilai perusahaan. Namun, arah hubungannya yang negatif dan signifikan konsisten dengan teori dan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sulong dan Nor (2010) di Pasar Modal Malaysia yaitu mendukung *entrenchment hypothesis* yang dikemukakan sebelumnya. Pengaruh kepemilikan ISDR yang tidak signifikan diduga karena pola hubungan kepemilikan ISDR dengan nilai perusahaan tidak linier namun bersifat *nonmonotonic* seperti yang telah diuraikan dari hasil model 1 di atas. Arah hubungannya yang negatif diduga karena adanya hubungan afiliasi antara kepemilikan oleh *insider* dengan kepemilikan oleh pemegang saham pengendali pada perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Dengan demikian, meskipun kepemilikan *insider* rendah, namun mereka berusaha mengendalikan perusahaan melalui afiliasinya dengan kepemilikan pemegang saham pengendali.

Hasil riset ini juga menunjukkan bahwa nilai R^2 model 1 yaitu 0,544 lebih tinggi dibandingkan nilai R^2 model 2 yaitu 0,540. Demikian juga nilai signifikansi koefisien regresi pada model 1 lebih baik dibandingkan dengan model 2. Pada model 1 kepemilikan *insider* yang diukur dengan besaran kepemilikan yang berbeda yaitu ISDR 0 to 5, dan ISDR 5 to 25 berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hanya pada kepemilikan tinggi yaitu ISDR Over 25 yang tidak signifikan secara statistik, namun arahnya konsisten dengan teori yaitu menunjukkan adanya tindakan *entrenchment* oleh kepemilikan *insider* pada saat kepemilikan mereka tinggi.

Berbeda dengan model 1, maka pada model 2 kepemilikan ISDR tidak berpengaruh signifikan secara statistik terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian model 2 atau model OLS biasa tidak mampu menjelaskan pengaruh kepemilikan

perusahaan. Dengan memperhatikan nilai R^2 (*goodness of fit model*) dan signifikansi nilai koefisien regresi dari kedua model, maka riset ini menunjukkan bahwa model *piecewise linear regression* lebih mampu menjelaskan pengaruh kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan dibandingkan model 1 atau model OLS biasa. Artinya pengaruh kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan bukan bersifat linier, namun bersifat tidak linier atau *nonmonotonic*.

Variabel Kebijakan Hutang.

Berdasarkan hasil perhitungan dengan model *piecewise linear regression* (model 1) pada tabel 11 diperoleh nilai t hitung untuk variabel *LEVERAGE* sebesar 16,722 (lebih besar dari t tabel (2,576) pada taraf signifikan $\alpha = 0,01$). Hasil estimasi terhadap pengujian hipotesis kedua pada model 1 menunjukkan bahwa variabel kebijakan hutang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil regresi pada tabel 11 menunjukkan bahwa variabel *LEVERAGE* mempunyai arah koefisien regresi positif dengan nilai perusahaan. Koefisien regresi variabel *LEVERAGE* adalah $\beta_4 = 0,990$, yang berarti setiap kenaikan *LEVERAGE* sebesar 1%, maka nilai perusahaan akan meningkat sebesar 0,990%, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang pada perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap Nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis 2 yang diajukan sebelumnya.

Temuan empiris ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Beiner et al. (2006), Imam dan Malik (2007), Chiang dan Lin (2007); Sulong dan Nor (2010) yang juga menemukan adanya pengaruh yang positif dan signifikan antara *LEVERAGE* dengan nilai perusahaan. Bukti empiris ini juga menunjukkan bahwa kebijakan hutang pada perusahaan Manufaktur di Bursa efek Indonesia dapat digunakan sebagai alat untuk meminimumkan konflik keagenan antara pemegang saham dengan pihak dalam perusahaan. Hasil riset ini juga konsisten dengan teori yang dikemukakan sebelumnya, yaitu penggunaan hutang dapat meningkatkan kontrol terhadap pihak manajemen dalam perusahaan. Hasil riset ini senada dengan Jensen (1986, 1993;

dan Stulz, 1990) yang menyatakan bahwa hutang membantu untuk mencegah investasi yang berlebihan dari arus kas bebas (*overinvestment of free cash flow*) yang dilakukan oleh manajer untuk kepentingan mereka sendiri. Hutang juga dapat menciptakan nilai dengan memberikan kesempatan bagi manajemen untuk memberikan signal tentang kesediaannya untuk mendistribusikan arus kas dan dipantau oleh pemberi pinjaman. Hal ini juga konsisten dengan *control hypothesis* (Jensen, 1986), yang menyatakan bahwa penggunaan hutang akan memaksa manajer untuk membayar bunga dan pokok hutang secara periodik, sehingga mencegah keleluasaan manajer untuk mengeksploitasi aliran kas bebas yang ada dalam perusahaan untuk kepentingan mereka dan merugikan pemegang saham yang lain.

Ukuran Perusahaan. Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 11 untuk model 1 diperoleh nilai hitung untuk variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (*SIZE*) sebesar 9,244 (lebih besar dari t tabel (2,574) pada taraf signifikan $\alpha = 0,01$) dan koefisien regresi positif yaitu $\beta_5 = 0,132$. Dengan demikian, variabel ukuran perusahaan yang diukur dengan *ln market capitalization* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil riset ini konsisten dengan teori. Artinya, semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi nilai perusahaan..

Profitabilitas Perusahaan.

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 11 di atas, diperoleh nilai t hitung untuk variabel kontrol yaitu profitabilitas perusahaan (*ROA*) sebesar 2,107 (lebih besar dari t tabel (1,960) pada taraf signifikan $\alpha = 0,05$) dan koefisien regresi $\beta_6 = 0,005$. Dengan demikian variabel profitabilitas perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Umur Perusahaan. Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 11 untuk model 1 diperoleh nilai t hitung untuk variabel kontrol yaitu umur perusahaan (*AGE*) sebesar -5,723 (lebih besar dari t tabel pada taraf signifikan $\alpha = 0,01$) dan koefisien regresi negatif yaitu $\beta_7 = -0,033$. Dengan demikian, variabel umur perusahaan yang diukur dengan panjangnya umur perusahaan sejak *co* pengaruhi yang signifi

nilai perusahaan. Arah koefisien regresi variabel AGE yang negatif yaitu -0,033 menunjukkan bahwa semakin panjang umur perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia tidak menjadikan perusahaan menjadi semakin matang dan efisien, namun justru sebaliknya sehingga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Arah hubungan yang negatif antara umur perusahaan dengan nilai perusahaan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Tam dan Tan (2007).

Pengujian secara bersama-sama dilakukan dengan menggunakan statistik uji F (*F test*). Pengujian ini bertujuan untuk menguji hipotesis 3 yaitu untuk menguji apakah variabel-variabel independen yang digunakan dalam model penelitian secara bersama-sama mampu menjelaskan variabel dependen. Berdasarkan tabel 11 di atas, diperoleh nilai F hitung sebesar 48,633 (lebih besar dari F tabel (2,64) pada taraf signifikansi $\alpha = 0,01$). Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama, semua variabel independen di atas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia,

Nilai koefisien korelasi (*R*) antara variabel independen dengan variabel dependen dari model *piecewise linear regression* untuk model 1 adalah sebesar 0,738, Artinya tingkat keeratan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen untuk model tersebut adalah sebesar 73,8%. Selanjutnya, nilai koefisien determinasi (R^2) dan *adjusted R^2* untuk model 1 adalah sebesar 0,544 dan 0,533. Nilai koefisien determinasi tersebut menjelaskan bahwa 54,4% variasi di dalam variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen. Dengan kata, nilai koefisien determinasi dalam model 1 di atas menunjukkan perubahan di dalam nilai perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia yang mampu yang dijelaskan oleh variabel kepemilikan *insider*, kebijakan hutang dan ketiga variabel control yaitu ukuran perusahaan, profitabilitas perusahaan dan umur perusahaan.

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dapat diambil beberapa simpulan. Pertama, hipotesis 1 secara parsial tidak sepenuhnya didukung, karena ISDR Over 25 tidak signifikan secara statistik, sementara ISDR 0 to 5 dan ISDR 5 to 25 signifikan secara statistik. Meskipun demikian, arah hubungannya konsisten dengan teori dan berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang *nonmonotonic* antara kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan *insider* berpengaruh negatif dan signifikan pada saat kepemilikan *insider* rendah (kepemilikan antara 0 sampai 5%), kemudian kepemilikan *insider* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada saat kepemilikan *insider* antara 5% sampai 25%, dan akhirnya kepemilikan *insider* kembali berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan pada saat kepemilikan tinggi (kepemilikan di atas 25%).

Kedua, hipotesis 2 secara parsial didukung. Kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan hutang dapat digunakan untuk meminimumkan konflik kepentingan antara pihak dalam perusahaan dengan pemegang saham sehingga akan menekan *agency cost* dan berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

Ketiga, hipotesis 3 didukung. Kepemilikan *insider* (ISDR 0 to 5, ISDR 5 to 25, dan ISDR Over 25), kebijakan hutang (LEVERAGE) dan variabel kontrol yang terdiri dari ukuran perusahaan (SIZE), profitabilitas perusahaan (ROA), dan umur perusahaan (AGE) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kempat, pengujian pengaruh kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan lebih tepat menggunakan model *piecewise linear regression* daripada model regresi OLS biasa. Karena hubungan antar variabel kepemilikan *insider* dan nilai perusahaan bersifat *nonmonotonic*. Hal ini didukung oleh nilai

PENUTUP

koefisien determinasi (R^2) dan nilai signifikansi koefisien regresi pada model *piecewise linear regression*. Nilai koefisien determinasi (R^2) yang mencerminkan *goodness of fit model* pada model *piecewise linear regression* (model 1) lebih tinggi dibandingkan model regresi OLS biasa (model 2). Artinya, pengaruh kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan lebih *robust* dijelaskan oleh model non linier yaitu model *piecewise linear regression* daripada model OLS biasa.

Implikasi dan Saran

Pertama, bagi calon investor dan investor. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel kepemilikan *insider* berpengaruh *nonmonotonic* terhadap nilai perusahaan. Efek *convergence of interest hypothesis* dominan pada kepemilikan *insider* antara 5% sampai 25%. Sementara efek *entrenchment* dominan pada kepemilikan *insider* rendah (dibawah 5%) dan tinggi (di atas 25%). Hal ini dapat dijadikan signal bagi para calon investor dan investor untuk mempertimbangkan struktur kepemilikan perusahaan pada saat melakukan keputusan investasi, karena terkait dengan risiko investasi yang akan mereka tanggung.

Kedua, pemegang saham pengendali dan manajemen perusahaan perlu mempertimbangkan pemberian kepemilikan saham kepada *insider* pada batasan tertentu dan menjalankan kebijakan hutang dalam perusahaan. Dengan demikian, dapat meningkatkan kontrol terhadap manajemen dan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen, sehingga akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan,

Ketiga, bagi PT Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menemukan adanya efek negatif dari kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan pada tingkat kepemilikan tertentu. Oleh karena itu, PT Bursa Efek Indonesia perlu mempertimbangkan batasan kepemilikan *insider* dalam perusahaan, karena adanya efek negatif kepemilikan *insider*, khususnya pada tingkat kepemilikan rendah, dan tinggi.

Keempat, penelitian ini berhasil menemukan pengaruh *nonmonotonic* kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan, meskipun hasilnya belum didukung sepenuhnya secara statistik. Bagi para peneliti berikutnya

disarankan untuk mempertimbangkan model-model non linier yang lain untuk menguji hubungan non linier antara kepemilikan *insider* dan nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Bathala, C, T., Moon, K, R., & Rao, R, P. (1994). Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: An agency perspective, *Financial Management* 23, 38-50.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M, M., & Zimmermann, H. (2006). An integrated framework of corporate governance and firm valuation, *European Financial Management* 12, 49-283.
- Berle, A, A., & Means, G,C. (1932). *The modern corporation and private property*, in Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry H, P Lang. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Bozec, R. (2005). Board of directors, market discipline and firm performance, *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, 1921-1959.
- Chen, S.S., Ho, K.W., Lee, C.F., & Shrestha, K. (2004). Nonlinear models in corporate finance research: Review, critique, and extensions. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 22, 141-169.
- Chiang, M, H., & Lin, J,H. (2007). The relationship between corporate governance and firm productivity: Evidence from Taiwan's manufacturing firms, *Journal Compilation*, 15, 768-779.
- Cooper, D.R., & Schindler, P.S. (2011). *Business research methods*. Eleventh Edition, McGraw-Hill.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of

- consequences, *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Earle, J.S., Kucsera, C., & Telegdy, A. (2005). Ownership concentration and corporate performance on Budapest Stock Exchange: Do too many cooks spoil the-goulash. *Corporate Governance*, 13, 254-263.
- Faisal, 2002, Pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Manajemen & Bisnis*, 2, 133-152.
- Fama, E.F., & Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-326.
- Gujarati, D, N., & Porter, D, C. (2009). *Basic econometrics*, Fifth Edition, Mcgraw-Hill, Singapore.
- Ghost, Saibal, (2007). Bank monitoring, managerial ownership and tobin's Q: An empirical analysis for India. *Managerial and Decision Economics*, 28, 129-143.
- Hair, J, F JR., Anderson, R, E., Tatham, R, L., & Black, W, C. (2006). *Multivariate data analysis*, Sixth Edition, Person, Prentice Hall.
- Hartono, J. (2005). *Metodologi penelitian bisnis: Salah kaprah dan pengalaman-pengalaman*. Edisi 2004/2005, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Hu, Y., & Izumida, S. (2008). The relationship between ownership and performance: A review of theory and evidence. *International Business Research*, 1, 72-81.
- Imam, M, O & Malik, M. (2007). Firm performance and corporate governance through ownership structure: Evidence from Bangladesh Stock Market", *International Review of Business Research Papers*, 3, 88-110,
- Jensen, MC. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-9.
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M.C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Lemmon, M. L. & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from East Asian financial crisis. *Journal of Finance*, 58, 1445-1468.
- Lin, Feng-Li., & Chang, T. (2008). Does ownership concentration affect firm value in Taiwan? A panel threshold regression analysis. *Empirical Economics Letters*, 7, 673-680.
- McConnell, J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612,
- Momsen, R., and A, Downes. (1965). A theory of large manajerial firms. *Journal of Political Economy*, 73.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Rose, C. (2005). Manajerial ownership and firm performance in listed Danish firms: In search of the missing link, *European Management Journal*, 23, 542-553,
- Rozeff, M. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios, *Journal of Financial Research* 5, 249-259,
- Slovin, M, B., Shane, A,J., & Johnson, L,G. (1992), Firm size and the information of bank loan announcements. *Journal of Banking and Finance*, 16, 1057-1071.
- Stulz, R. M. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and market for corporate. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.

- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Sulong, Z., & Nor, F.M. (2010). Corporate governance mechanisms and firm valuation in Malaysian listed firms: A panel data analysis. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 6, 1-19,
- Tam, O,k., & Tan, G,S. (2007). Ownership, governance and firm performance in Malaysia, *Journal Compilation* 15, 208-221.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the Largest European companies. *Strategic Management Journal* 21, 689-705,
- Williamson, O,E. (1964). *The economies of discretionary behavior: Manajerial objectives in a theory of the firm*, NJ: Prentice-Hall.