

## **Perubahan Kepemilikan Manajerial dan Perubahan Nilai Perusahaan**

**Muhammad Madyan**

muhammadmadyan@gmail.com

Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Airlangga

**Riska Gita Pratiska**

riska-g-p-11@feb.unair.ac.id

**Himmatul Kholidah**

himmatul.kh@gmail.com

Departemen Bisnis, Fakultas Vokasi

Universitas Airlangga

### ***Abstract***

*Managerial ownership is an important element in reducing the agency conflict that occurs in a firm. The ownership can provide manager's incentives to perform optimally in achieving the firm's goal to improve firm value. Managers in each firm will adjust their ownership to respond firm value. That adjustment can create a changes in managerial ownership. This study aims to examine the relation between changes in managerial ownership to changes in firm value that used a non-financial firms from 2009-2011 as a sample. The results show that negative changes on managerial ownership have a negative and significant to changes in firm value, while positive changes on managerial ownership have a positive and not significant to changes in firm value.*

**Keywords:** *Managerial ownership, changes in managerial ownership, and changes in firm value.*

### **Pendahuluan**

Pada era bisnis yang modern, perusahaan biasanya memberikan saham bagi manajernya sebagai langkah untuk mengurangi *agency problem*, dengan mendorong para manajer yang notabene bukan pemilik perusahaan untuk berpikir seperti layaknya mereka memiliki perusahaan tersebut. Kebijakan perusahaan tersebut dapat juga disebut dengan istilah kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial dilakukan sebagai insentif bagi para manajer untuk bekerja sesuai keinginan pemegang saham. Praktek ini juga dilakukan untuk menambah nilai perusahaan, setidaknya pada tingkat kepemilikan manajerial yang rendah. Dasar fundamental dari kepemilikan manajerial yang terkait dengan kinerja perusahaan merupakan sebuah isu yang dikembangkan oleh Berle dan Means (1932). Penelitian mereka memberikan argumen bahwa pemisahan kepemilikan serta pengawasan (*control*) dari perusahaan yang *modern* akan mengurangi insentif manajemen untuk memaksimalkan efisiensi kinerja perusahaan secara tidak langsung. Jensen dan Meckling (1976) bermaksud dengan mensejajarkan kedudukan manajer dan pemegang saham akan lebih memotivasi manajer dalam meningkatkan kinerjanya yang

nantinya akan berpengaruh dalam peningkatan nilai perusahaan. Serta dengan adanya kepemilikan manajerial membantu untuk menghubungkan kepentingan orang dalam (*insider*) dan pemegang saham, dan mengarah ke yang lebih baik pengambilan keputusan dan nilai perusahaan yang lebih tinggi.

Murwaningsari (2009) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa dengan meningkatkan nilai perusahaan maka akan meningkatkan nilai kekayaan bagi pemegang saham. Tentunya menjadi insentif bagi manajer yang memiliki saham kepemilikan pada perusahaan tersebut. Sehingga, dengan peningkatan inilah akan mencerminkan keuntungan perusahaan di masa depan. Permanasari (2010) dalam penelitiannya menyatakan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial di Indonesia khususnya untuk perusahaan non keuangan masih rendah sehingga pihak manajemen masih bertindak untuk memaksimalkan utilitasnya sendiri yang dapat merugikan pemegang saham lainnya. Kepemilikan manajerial yang rendah juga mengakibatkan kinerja yang belum maksimal sehingga kepemilikan manajerial belum dapat menjadi mekanisme untuk meningkatkan nilai perusahaan. Adanya perbedaan hasil penelitian inilah yang menjadi dasar dari penelitian ini.

Pada penelitian ini menguji perubahan kepemilikan yang dilakukan oleh manajer serta pengaruhnya terhadap perubahan nilai perusahaan di pasar. Menurut Cristina dan Radulescu (2011), tiap manajer di suatu perusahaan akan menyesuaikan kepemilikannya untuk merespon nilai perusahaan. Penyesuaian yang dimaksud adalah mengurangi atau menambah saham kepemilikan manajer untuk mencapai tujuan perusahaan. Proses penyesuaian ini juga dapat dinamakan dinamika kepemilikan. Dinamika kepemilikan ini juga disertai dengan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Diantaranya, ukuran perusahaan, umur perusahaan, prospek pertumbuhan, likuiditas serta *leverage*. Dinamika kepemilikan ini diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan (diukur menggunakan Tobin's Q) dengan kepemilikan manajerial yang optimal. Tobin's Q merupakan alat yang akan digunakan dalam mengukur kinerja perusahaan, serta mengindikasikan bagaimana proforma manajer dalam mengelola perusahaan. Pada penelitian yang dilakukan oleh Morck et al. (1988) menunjukkan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dan rasio Tobin's Q.

### **Landasan Teori dan Hipotesis**

Kepemilikan manajerial menurut Wahidahwati (2002) adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan. Kepemilikan manajerial merupakan salah satu cara dalam mengurangi masalah keagenan. Cara ini digunakan dalam beberapa perusahaan publik dengan tujuan agar manajer yang memiliki saham perusahaan dapat mempunyai hak dalam setiap pengambilan keputusan. Manajer yang memiliki sebagian kepemilikan perusahaan akan merasa dihargai dan dibutuhkan dalam meningkatkan profit serta nilai perusahaan. Cruthley dan Hansen (1989) serta Bathala et al

(1994) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh manajer akan mendorong penyatuan kepentingan antara prinsipal dan agen sehingga manajer bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham dan dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Kepemilikan saham manajerial akan mendorong manajer untuk berhati-hati dalam mengambil keputusan karena mereka ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah (Listyani, 2003).

Menurut Jensen dan Meckling (1976), tingginya kepemilikan saham yang dimiliki manajer dapat meningkatkan kinerja perusahaan karena hal tersebut berarti keselarasan yang lebih baik dari insentif keuangan antara manajer dan pemilik ekuitas lainnya. Manajer akan berusaha seoptimal mungkin dalam bekerja untuk mencapai tujuan perusahaan, karena didasari oleh rasa memiliki perusahaan sendiri. Perubahan nilai perusahaan yang meningkat sebagai akibat dari kinerja manajer yang baik akan memberikan insentif bagi manajer yang memiliki saham perusahaan. Oleh sebab itu, semakin banyak saham yang dimiliki manajer, maka akan semakin besar pula insentif yang mereka dapatkan. Hal inilah yang dapat disebut dengan *incentive alignment*. Di sisi lain, kepemilikan manajer dapat menurunkan kinerja keuangan karena manajer dengan kepemilikan saham yang besar menjadi begitu kuat sehingga mereka tidak harus mempertimbangkan kepentingan pemegang saham lainnya (Morck et al 1988). Jika semakin banyak lembar saham yang dimiliki manajer maka semakin besar pula keinginan mereka dalam mensejahterakan kepentingan pribadi. Perubahan kepemilikan saham oleh manajer yang semakin meningkat dan mengabaikan kepentingan pihak lain inilah yang disebut dengan *entrenchment argument*.

*The managerial discretion approach* atau disebut dengan teori kebijaksanaan manajerial terdapat pada penelitian Stulz (1990) dan Zwiebel (1966). Pendekatan ini menerangkan bahwa manajer yang memiliki saham akan menggunakan haknya untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka. Terdapat asumsi bahwa manajer mampu mengekstrak sebagian kecil dari arus kas perusahaan untuk keuntungan mereka sendiri. Dengan demikian, kesejahteraan manajer akan meningkat ketika arus kas perusahaan meningkat. Hal semacam inilah yang diyakini investor bahwa perusahaan tersebut telah berkinerja dengan baik. Saham perusahaan yang dimiliki manajer merupakan sesuatu yang berharga apabila dengan memperoleh saham tersebut dapat meningkatkan sumber data yang tersedia bagi perusahaan, menurunkan biaya pendanaan, memungkinkan untuk tumbuh, dan memungkinkan manajer atas control perusahaan. Terdapat tiga motif pada teori kebijaksanaan manajerial, diantaranya motif pembiayaan, motif ikatan dan motif kontrol. Mengikuti motif tersebut, bahwa manajer akan memiliki saham lebih pada saat perusahaan masih berumur muda, dan mereka menjualnya ketika perusahaan sudah menjadi lebih matang dan berkinerja lebih baik. Pendekatan ini memprediksi bahwa penurunan yang besar dalam kepemilikan akan berlangsung pada perusahaan matang karena kepemilikan yang tinggi tidak lagi diperlukan bagi pemegang saham minoritas. Penurunan yang besar tersebut tidak akan berdampak terhadap nilai perusahaan karena manajemen akan menghindari penjualan kepemilikan yang mengganggu nilai perusahaan.

Penjualan tersebut mungkin akan mengurangi nilai saham dan adanya tantangan dalam posisi manajemen.

Nilai perusahaan merupakan nilai yang dibutuhkan investor untuk mengambil keputusan investasi yang tercermin dari harga perusahaan (Husnan, 2007). Sedangkan menurut Rika dan Islahuddin (2008) mengemukakan alasan mengenai nilai perusahaan sebagai nilai pasar karena dapat memberikan keuntungan bagi pemegang saham secara maksimum jika harga suatu saham perusahaan mengalami peningkatan. Nilai perusahaan juga merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham (Keown, 2004).

Nilai perusahaan merupakan hal yang sangat penting dikarenakan dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Bringham Gapensi, 2002). Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi merupakan keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kesejahteraan yang tinggi bagi pemegang saham. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen asset. Pernyataan Wahyudi dan Pawestri (2006) mengemukakan bahwa nilai perusahaan dapat dibentuk melalui indikator nilai pasar saham serta dipengaruhi oleh faktor peluang investasi.

Berikut ini terdapat teori lain yang mendukung kepemilikan manajerial terkait dengan perubahan nilai perusahaan, diantaranya *takeover premium argument* yang menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial dapat meningkatkan kinerja perusahaan karena manajer lebih mampu melawan ancaman pengambil alihan dari pasar untuk kontrol perusahaan dan sebagai hasilnya investor dari luar akan membayar premi lebih tinggi dalam pengambil alihan (Stulz, 1988), *cost of capital argument* yang menjelaskan bahwa peningkatan konsentrasi kepemilikan akan menurunkan kinerja keuangan karena menimbulkan peningkatan biaya modal perusahaan sebagai akibat dari likuiditas pasar atau menurunnya peluang diversifikasi atas nama investor (Fama dan Jensen, 1983) dan *monitoring argument* yang menjelaskan bahwa kepemilikan yang besar akan lebih mampu memantau dan mengendalikan manajemen sehingga mungkin berkontribusi terhadap kinerja perusahaan (Shliefer dan Vishny, 1986).

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk mengetahui pengaruh mengenai hubungan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Chen (2012) mengembangkannya dengan metode lain yaitu dengan menggunakan model perubahan baik pada kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Tujuannya adalah ingin mengetahui sejauh mana penyesuaian nilai perusahaan ketika terdapat perubahan dalam kepemilikan manajerial. Pada penelitian tersebut, menemukan bahwa terdapat penyesuaian positif pada nilai perusahaan ketika terjadi perubahan positif dalam kepemilikan manajerial. Serupa dengan perubahan negatif pada kepemilikan manajerial yang akan menyesuaikan nilai perusahaan ke arah negatif. Hal ini terkait dengan teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan

Meckling, bahwa dengan menambah kepemilikan saham yang dimiliki manajer, maka akan memberikan kendali bagi manajer dalam mengendalikan manajemen perusahaan.

Perubahan positif yang disebabkan oleh bertambahnya saham yang dimiliki manajer akan menciptakan peningkatan kinerja yang lebih optimal dalam mencapai tujuan perusahaan. Keselarasan yang terjadi antara peningkatan saham serta peningkatan pada perubahan nilai perusahaan ini sesuai dengan teori *incentive alignment* (Jensen dan Meckling, 1976). Sedangkan perubahan negatif yang disebabkan oleh berkurangnya saham yang dimiliki manajer akan menurunkan perubahan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh berkurangnya kontrol manajer pada perusahaan seiring dengan penurunan saham yang dimiliki, sehingga manajer tidak dapat bekerja secara optimal dalam mencapai tujuan perusahaan. Perubahan kepemilikan manajerial dapat terjadi karena disebabkan oleh fakta tertentu diantaranya adalah perubahan ciri khusus pada perusahaan, pergantian posisi manajerial, serta perubahan kinerja perusahaan (Denis dan Sarin, 1999). Pertama, perubahan ciri khusus perusahaan yang dalam hal ini terkait dengan peluang pertumbuhan, *firm size*, *leverage*, serta informasi yang asimetris akan membawa pada penyesuaian kepemilikan dan struktur dewan direksi di suatu perusahaan. Kedua, pergantian posisi manajerial (*top executive*) yang memiliki saham perusahaannya sendiri juga mempengaruhi perubahan kepemilikan manajerial. Presentase kepemilikan yang semakin besar juga dapat memberikan kewenangan lebih untuk memonitor kinerja perusahaan dan dalam pengambilan keputusan. Ketiga, perubahan kepemilikan manajerial dapat terjadi akibat respon dari perubahan kinerja perusahaan di tahun sebelumnya. Sebagai contoh, perusahaan yang berkinerja dengan baik pada tahun sebelumnya, maka manajer akan meningkatkan kepemilikan mereka. Sebaliknya, bila perusahaan memiliki kinerja yang buruk, maka mereka akan membiarkan orang luar (*outsiders*) untuk menempati jajaran dewan direksi untuk memonitor perusahaan (Hermalin dan Weisbach, 1988).

- H<sub>1</sub>** = Perubahan positif kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap perubahan nilai perusahaan.
- H<sub>2</sub>** = Perubahan kepemilikan manajerial negative berpengaruh negative terhadap perubahan nilai perusahaan

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\Delta Q_{t+1} = \alpha + \beta_1 (\Delta S_{it})_{pos} + \beta_2 (\Delta S_{it})_{neg} + \beta_3 \Delta SIZE_{it} + \beta_4 \Delta PPEA_{it} + \beta_5 \Delta FCF_{it} + \beta_5 \Delta DEBT_{it} + \varepsilon_{i,t+1} \dots (1)$$

Keterangan:

- $\Delta Q_{t+1}$  : Tobin's Q digunakan untuk mengukur nilai  
 $(\Delta S_{it})_{pos}$  : Perubahan kepemilikan manajerial yang bersifat positif  
 $(\Delta S_{it})_{neg}$  : Perubahan kepemilikan manajerial yang bersifat negatif  
 $\Delta SIZE_{it}$  : Hasil logaritma dari total aset  
 $\Delta PPEA_{it}$  : Rasio *property, plant and equipment*

$\Delta FCF_{it}$  : Arus kas bersih perusahaan  
 $\Delta DEBT_{it}$  : Rasio hutang perusahaan  
 $\varepsilon_{i,t}$  : error

### Metode Penelitian

Sesuai dengan tujuan penelitian dan rumusan masalah pada penelitian ini, data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif dan pendekatan penelitian yang digunakan adalah pendekatan kuantitatif dengan menggunakan analisa empiris yang mengemukakan analisa rasio keuangan dari laporan keuangan dan laporan tahunan dalam periode 2009-2013 dari perusahaan non keuangan di BEI.

Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, digunakan jika peneliti mempunyai pertimbangan-pertimbangan tertentu di dalam penentuan sampelnya serta memperoleh batasan-batasan dan kesesuaian untuk tujuan tertentu. Kriteria pengambilan sampel perusahaan yaitu: (a) perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI selama periode 2009-2013, (b) perusahaan yang dipilih adalah perusahaan non keuangan yang melaporkan kepemilikan manajerial selama periode penelitian, (c) perusahaan yang menunjukkan perubahan kepemilikan manajerial dari tahun t dibandingkan t-1 meskipun tidak terjadi secara berturut-turut, (d) perusahaan memiliki data lengkap yang dibutuhkan dalam penelitian selama tahun 2009-2013.

**Tabel 1**  
**Jenis dan Pengukuran Variabel**

Jenis Variabel	Variabel	Rumus Perhitungan
Dependen	Perubahan nilai perusahaan ( $\Delta Q_{t+1}$ )	$Q = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA}$ $\Delta Q_{t+1} = Q_{t+1} - Q_t$
Independen	Perubahan kepemilikan manajerial ( $\Delta S_{it}$ )	$(\Delta S_{it}) = S_{it} - S_{i,t-1}$ $S_i = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajer}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$
	$\Delta S_{it(\text{pos})}$	$\Delta S_{it} > 0$
	$\Delta S_{it(\text{neg})}$	$\Delta S_{it} < 0$
Kontrol	Perubahan ukuran perusahaan ( $\Delta SIZE_{it}$ )	$SIZE_{it} = \text{Ln (Total Aset)}$ $\Delta SIZE_{it} = \text{Ln (Total Aset)}_t - \text{Ln (Total Aset)}_{t-1}$
Kontrol	Perubahan rasio arus kas	$\Delta FCF_{it}$

	bebas ( $\Delta FCF_{it}$ )	$= \left( \frac{EBIT}{Total\ Sales} \times 100\% \right) t - \left( \frac{EBIT}{Total\ Sales} \times 100\% \right) t - 1$
Kontrol	Perubahan rasio aset tetap ( $\Delta PPEA_{it}$ )	$= \left( \frac{PPEA}{Total\ Aset} \times 100\% \right) t - \left( \frac{PPEA}{Total\ aset} \times 100\% \right) t - 1$
Kontrol	Perubahan rasio hutang tetap ( $\Delta DEBT_{it}$ )	$= \left( \frac{Total\ Debt}{Total\ Aset} \times 100\% \right) t - \left( \frac{Total\ Debt}{Total\ Aset} \times 100\% \right) t - 1$

Keterangan: MVE merupakan nilai pasar dari jumlah saham yang beredar diperoleh dari harga penutupan saham diakhir tahun dikali dengan jumlah saham yang beredar. PS merupakan *preferred stock* atau saham preferen. EBIT merupakan *earning before interest and tax*. PPEA merupakan *property, plant and equipment*.

**Tabel 2**  
**Definisi Operasional Variabel**

Variabel	Definisi Operasional
Perubahan nilai perusahaan ( $\Delta Q_{t+1}$ )	Perubahan nilai perusahaan adalah perubahan nilai perusahaan yang diukur dengan mengurangi Tobin's Q pada tahun t+1 dengan Tobin's Q pada tahun t.
Perubahan kepemilikan manajerial ( $\Delta S_{it}$ )	Perubahan kepemilikan manajerial adalah perubahan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer di suatu perusahaan.
Perubahan kepemilikan manajerial positif $\Delta S_{it(pos)}$	Perubahan kepemilikan manajerial positif merupakan penambahan volume kepemilikan manajerial yang terjadi dari tahun sebelumnya.
Perubahan kepemilikan manajerial negatif $\Delta S_{it(neg)}$	Perubahan kepemilikan manajerial negatif merupakan pengurangan volume kepemilikan manajerial yang terjadi dari tahun sebelumnya. Pada penelitian ini, kepemilikan manajerial negatif menggunakan nilai absolut.
Perubahan ukuran perusahaan ( $\Delta SIZE_{it}$ )	Perubahan <i>firm size</i> adalah perubahan total aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan.
Perubahan rasio arus kas bebas ( $\Delta FCF_{it}$ )	Perubahan rasio arus kas bebas adalah perubahan proporsi kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham
Perubahan rasio aset tetap ( $\Delta PPEA_{it}$ )	Perubahan rasio aset tetap adalah perubahan rasio penggunaan aset tetap atas total aset yang dimiliki perusahaan untuk proses produksi maupun administrasi.
Perubahan rasio hutang tetap ( $\Delta DEBT_{it}$ )	Perubahan rasio hutang merupakan proporsi penggunaan hutang atas total aset yang digunakan oleh suatu perusahaan.

Teknik analisis data yang digunakan adalah regresi linier berganda dengan tingkat signifikansi/2 ( $\alpha = 5\%$ ). Sebelum model regresi dianalisis, uji asumsi klasik harus dilakukan terlebih dahulu. Model persamaan regresi linier berganda harus bersifat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimation*), artinya model regresi tersebut menghasilkan estimator linier yang tidak bias. Analisis regresi dapat dinyatakan sempurna apabila telah lolos uji asumsi klasik (uji normalitas, ujimultikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi).

### **Hasil dan Pembahasan**

Hasil pada penelitian ini menunjukkan bahwa variabel perubahan kepemilikan manajerial negatif dan perubahan rasio hutang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perubahan nilai perusahaan. Hal tersebut terlihat pada hasil signifikansi yang menunjukkan nilai lebih kecil dari 0,05. Sedangkan, variabel perubahan kepemilikan manajerial positif, perubahan *firm size*, perubahan rasio aset tetap dan perubahan rasio arus kas bebas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perubahan nilai perusahaan. Hasil pembahasan dapat dilihat pada tabel 3.

Perubahan kepemilikan manajerial negatif pada penelitian ini menunjukkan pengaruh negatif yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Penurunan kepemilikan manajerial dapat mengurangi kontrol atas perusahaan yang manajer kelola. Berkurangnya kontrol manajer dapat membuat mereka tidak bekerja secara optimal karena tidak sesuai dengan kepentingan mereka. Hasil ini sesuai dengan motif kontrol yang dikemukakan oleh Stulz (1988). Penurunan kepemilikan saham juga dapat menurunkan kompensasi yang akan diterima oleh manajer. Hal ini sesuai dengan teori *incentive alignment* yang menyatakan bahwa saham yang dimiliki manajer merupakan insentif untuk manajer sebagai upaya untuk meningkatkan kinerjanya secara optimal. Sehingga, dapat dikatakan bahwa perubahan negatif kepemilikan manajerial dapat mengurangi kinerja manajer sehingga dapat berdampak pada penurunan perubahan nilai perusahaan (Core, 2005).



**Tabel 3**  
**Koefisien Regresi**

<b>Model</b>	<b>Koefisien</b>	<b>T</b>	<b><math>\frac{Sig.}{2}</math></b>
<i>(constant)</i>	-0,070	-2,892	0,0025
$\Delta S_{it(positif)}$	0,406	1,006	0,1585
$\Delta S_{it(negatif)}$	-0,694	-3,059	0,0015
$\Delta SIZE_{it}$	0,090	1,127	0,1310
$\Delta PPEA_{it}$	0,071	0,557	0,2895
$\Delta FCF_{it}$	-0,029	-0,155	0,4385
$\Delta DEBT_{it}$	-0,521	-2,467	0,0075
<b>Koefisien Korelasi (R)</b>			<b>0,331</b>
<b>Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)</b>			<b>0,110</b>
<b>Uji F</b>			<b>2,461</b>
<b>Signifikansi</b>			<b>0,028</b>

Sumber: Penulis, diolah.

Pada variabel kontrol, hanya perubahan rasio hutang yang menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap perubahan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan rasio hutang yang semakin meningkat akan menyebabkan penurunan pada perubahan nilai perusahaan. Perubahan rasio hutang yang semakin meningkat menunjukkan bahwa perusahaan sedang meningkatkan aktivasinya dengan menggunakan hutang. rata-rata perusahaan menunjukkan hasil yang negatif yang artinya perusahaan banyak mengurangi hutangnya, sehingga hasil penurunan tersebut mengakibatkan mayoritas pertumbuhannya cenderung menurun, sehingga ROE menurun dan harga saham cenderung turun dan mengakibatkan perubahan negatif atau turunnya perubahan pada Tobin's Q. Variabel kontrol lain seperti perubahan *firm size*, perubahan rasio arus kas bebas, dan perubahan rasio aset tetap yang menunjukkan pengaruh tidak signifikan ini memiliki arti bahwa variabel kontrol tersebut tidak dapat menjelaskan dalam pengaruh perubahan kepemilikan manajerial terhadap perubahan nilai perusahaan.

## Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan positif pada kepemilikan manajerial berpengaruh positif tidak signifikan terhadap perubahan nilai perusahaan. Ketidak signifikan tersebut disebabkan oleh perbedaan kepentingan antar manajer serta peningkatan proporsi kepemilikan manajerial yang kecil sehingga tidak dominan dibandingkan dengan kepemilikan yang lain. Sedangkan untuk variabel perubahan negatif pada kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan nilai perusahaan. Penurunan kepemilikan manajerial dapat mengurangi kontrol manajer serta dapat mengurangi insentif yang diperoleh manajer sehingga dapat berdampak pada penurunan dalam perubahan nilai perusahaan. Pada variabel kontrol, hanya variabel perubahan rasio hutang yang menunjukkan pengaruh signifikan terhadap perubahan nilai perusahaan, sedangkan variabel lainnya seperti perubahan *firm size*, perubahan rasio arus

kas bebas dan perubahan rasio aset tetap menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan terhadap perubahan nilai perusahaan.

### Daftar Referensi

- Bathala, C.T, KP Moon and R.P Rao. 1994. *Managerial Ownership, Debt Policy and The Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective*. Financial Management. Vol. 30, pp 161-180.
- Berle, A.A. Jr and G.C. Means. 1983. *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan: New York.
- Brigham, EF dan Lc Gapensi. 2002. *Intermediate Financial Management, Fifth Edition*. New York: The Drysdren Press.
- Denis, David J., and Atulya, Sarin. 1999. *Ownership and Board Structure in Publicly Traded Corporations*. Journal of Financial Economics 52, pp 187-223.
- Chen, C.R. Guo, W., Mande V. 2012. *Managerial Ownership and Firm Valuation: Evidence From Japanese Firms*. Pasific-Basin Finance Journal 11, pp 267-283.
- Crutchley, C E, Hansen., R S. 1988. *A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividen*. Financial Management, pp 36-46.
- Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. 1988. *The Determinants of Board Composition*. Rand Journal of Economics 19, pp 589-606.
- Husnan, Suad dan Pudjiastuti, Enny. 2007. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Keempat. Yogyakarta BPFE.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. 1976. *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, 3, 305-360.
- Keown, Scott, Martin and Petty. 2004. *Financial Management, Principles and Application 10<sup>th</sup> Edition*. New Jeresy: Prentince-Hall.
- Listyani, Theresia Tyas. 2003. *Kepemilikan Manajerial dan Pengaruhnya terhadap Kepemilikan Saham Institusional*. Jurnal Politeknik Negeri Semarang Vol. 3.
- Murwaningsari, Etik. 2009. *Hubungan Corporate Governanace, Corporate Sosial Responsibility dan Coporate Financial Performance dalam Satu Continuum*. Jurnal Akuntansi dan keuangan. Vol. 11. No. 1. Mei 2009:30-41.
- Morck, R. and A.Shleifer, and R.W. Vishny. 1988. *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*. Journal of Financial Economics, 20, pp 293-316.
- Permanasari, Ika Wien. 2010. *Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan*. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
- Rika, Nurlela dan Ishlahuddin. 2008. *Pengaruh Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan dengan Prosentase Kepemilikan Manajemen sebagai Variabel Moderating*. Makalah disampaikan dalam Simposium Nasional Akuntansi XI Pontianak, 23-24 Juli.
- Shleifer, Andrei dan Vishny. 1986. *Large Shareholders and Corporate Control*. Journal of Political Economy. Vol. 94. Pp. 461-488.
- Stulz, R. M. 1998. *Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and The Market of Corporate Control*. Journal of Financial Economics, 20, pp 25-54.

- Stulz, Rene M. 1990. *Managerial Discretion and Optimal Financing Policies*. Journal of Financial Economics 26, pp 3-26.
- Wahidahwati. 2002. *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan*. Simposium Nasional Akuntansi IV IAI pp 1084-1107.
- Wahyudi, Untung dan Hartini P. Pawestri. 2006. *Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Inetrving*. Simposium Nasional IX, Padang.
- Zwiebel, Jeffrey. 1996. *Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment*. American Economic Review 86, pp 1197-1215.