

PENGARUH *MANAGERIAL SHARE OWNERSHIP* TERHADAP STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

Ketut Ariasna, Yatim Setyo Widodo

ABSTRAK

Penelitian managerial share ownership dapat menjadi kebijakan alternatif perusahaan untuk meningkatkan kinerja para manajernya. Saham kinerja (performance share) dan opsi saham eksekutif (executive stock option) merupakan kebijakan nyata perusahaan untuk memotivasi para manajer agar bersedia meningkatkan kinerjanya. Pembelian kembali saham (stock repurchase) oleh perusahaan di Indonesia secara tidak langsung ikut mendukung penerapan managerial share ownership. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh managerial share ownership terhadap struktur modal perusahaan. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode kuantitatif. Hasil yang didapat dalam penelitian ini adalah Model regresi yang dihasilkan dalam penelitian ini, yaitu adanya hubungan curvilinear antara kepemilikan manajerial dan struktur modal yang disebabkan adanya convergence of interest dan entrenchment hypotheses sejalan dengan penelitian-penelitian sebelumnya, misalnya penelitian yang dilakukan oleh Brailsford et. al. (2002). Salah satu hasil yang membedakan adalah nilai dari titik puncak (turning point). Pada penelitian Brailsford titik puncak terjadi ketika nilai MSO = 33,25% sedangkan pada penelitian ini titik puncak terjadi ketika nilai MSO = 7,06%. Menurut Amiruddin Umar (2003) bahwa kepemilikan manajerial optimal tidak dapat diturunkan dari teori-teori yang ada dan ditetapkan melalui studi-studi empiris.

Kata kunci :*Struktur modal, bursa efek, managerial share ownership*

PENDAHULUAN

Dalam sebuah perseroan atau perusahaan, pemegang saham adalah

pemilik dari perseroan atau perusahaan tersebut. Bagi perusahaan yang telah terdaftar pada sebuah bursa saham, dimana saham perusahaan tersebut

diperjualbelikan kepada masyarakat, maka kepemilikan perusahaan dapat dimiliki oleh banyak individu atau institusi. Individu atau institusi memiliki motivasi yang berbeda-beda dalam membeli saham sebuah perusahaan, misalnya untuk mendapatkan *capital gain* dari fluktuasi harga saham atau untuk mendapatkan dividen dari laba yang didapat perusahaan. Secara umum pemegang saham mengharapkan pengembalian atas dana yang diinvestasikannya.

Pemegang saham biasas ebagai pemilik perusahaan memiliki hak untuk memilih dewan direksi perusahaan, kemudian direksi menentukan para manajer di bawahnya yang akan mengelola perusahaan dan mengemban harapan pemegang saham. Brigham dan Houston (2001:16) menyebutkan bahwa tujuan utama manajemen adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham atau dapat diartikan mempertimbangkan risiko dan penetapan waktu yang berkaitan dengan perkiraan laba per saham untuk memaksimalkan harga saham biasa perusahaan. Selain itu, disebutkan pula bahwa manajemen perusahaan juga memiliki tujuan lain, misalnya memenuhi kepuasan pribadi manajer perusahaan, kesejahteraan karyawan, lingkungan dan masyarakat.

Teori keagenan menjelaskan bagaimana harapan pemegang saham harus berhadapan dengan kepentingan pribadi manajer. Pemegang saham mendelegasikan wewenang kepada manajer dengan harapan agar mampu meningkatkan kekayaan pemegang saham. Manajer mengetahui harapan pemegang saham, tetapi manajer juga memiliki kepentingan pribadi yang mereka perjuangkan. Manajer mengharapkan insentif untuk menurunkan *non-diversifiable employment risk* dengan menjaga terus sukses perusahaan

(Amihud dan Lev dalam Brailsford, 2002:2). Manajer ingin meningkatkan keamanan akan pekerjaan mereka dan ingin meningkatkan jabatan, status dan gaji mereka dengan berusaha menciptakan perusahaan yang tumbuh cepat dan besar (Wildsmith dalam Brigham dan Houston, 2001:23).

Pemegang saham menyadari bahwa konflik keagenan yang terjadi kanmerugikan mereka, sehingga pemegang saham harus bertindak agar manajer kembali memperjuangkan kepentingan pemegang saham. Brigham dan Houston (2001:23) menjelaskan beberapa mekanisme yang dapat memotivasi manajer agar kembali bertindak sesuaidengan kepentingan pemegang saham yaitu kompensasi manajerial, intervensi langsung pemegang saham, ancaman PHK, dan ancaman pengambilalihan.

Kebijakan proporsi hutang perusahaan bisa digunakan sebagai mekanisme kontrol internal dimana dapat mengurangi konflik keagenan antara pihak manajemen dan pemegang saham. Kebijakan proporsi hutang juga dikemukakan oleh Jensen yang dikutip dari Brailsford (2002:6) yang disebutnya sebagai *the agency cost of free cash flow*. Jensen berpendapat bahwa manajer dengan *free cash flow* yang jumlahnya substansial akan cenderung menggunakannya dalam aktivitas yang tidak optimal bagi perusahaan.

Perkembangan teori keagenan menunjukkan bahwa struktur kepemilikan suatu perusahaan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan dengan jalan mengurangi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham (Putternan dalam Brailsford, 2002:2). Lebih jauh lagi dijelaskan bahwa perbedaan tingkat kepemilikan antara *corporate*

insiders dan *external investors* akan mempengaruhi oportunitas manajerial yang berimplikasi terhadap perilaku manajerial dan kinerja perusahaan.

Convergence of interest hypotheses oleh Jensen dan Meckling dikutip dalam Brailsford (2002:5) menerangkan bahwa *managerial share ownership* dapat mengurangi *managerial incentives* untuk mendapatkan penghasilan tambahan, mengambil alih kekayaan pemegang saham, dan melakukan berbagai *non-maximizing behaviour*. Dengan cara demikian akan mampu mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham.

Convergence of interest hypotheses diragukan oleh Fama, Jensen serta Demsetz seperti yang dikutip dalam Brailsford (2002:7), mereka mengusulkan bahwa *managerial share ownership* kemungkinan akan memberikan pengaruh yang berlawanan pada *agency conflicts* antara manajemen dan pemegang saham yang disebabkan oleh biaya *managerial share ownership* yang signifikan. Mereka beralasan bahwa walaupun *managerial share ownership* mengurangi adanya *managerial incentives* tetapi *managerial share ownership* kemungkinan akan mempertahankan manajemen mengarah kepada peningkatan *managerial opportunism*.

Penentuan struktur modal merupakan kebijakan strategis yang dilakukan oleh manajemen. Struktur modal akan memberikan banyak dampak terhadap perusahaan. Weston dan Copeland (2008) menyebutkan bahwa keputusan untuk memilih sumber pendanaan merupakan keputusan bidang keuangan yang paling penting bagi perusahaan. Rasio hutang terhadap modal sendiri (*debt to equity ratio*) menggambarkan struktur

modal perusahaan. Struktur modal akan menentukan besarnya *financial leverage* perusahaan serta menunjukkan berapa biaya modal yang ditanggung perusahaan. Struktur modal perusahaan juga berpengaruh dengan nilai perusahaan (*firm value*). Penelitian McConnell dan Servaes dikutip dari Brailsford (2002) memperlihatkan hubungan antara *capital structure* dan *firm value*. Hasil penelitian mereka membuktikan bahwa pada perusahaan dengan prospek pertumbuhan tinggi *firm value*-nya berkorelasi negative dengan *leverage*.

Meskipun teori struktur modal modern oleh Modigliani dan Miller menyebutkan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya namun dalam penjelasannya, struktur modal memberikan makna yang berarti bagi pihak internal dan eksternal. Bagi pihak manajemen, penggunaan hutang akan memberikan efek pajak yang menguntungkan perusahaan tetapi peningkatan hutang juga akan meningkatkan ancaman kebangkrutan bagi perusahaan. Bagi pihak investor, struktur modal perusahaan dapat menjadi isyarat tentang prospek perusahaan di masa depan (Brigham dan Houston, 2001).

Penelitian tentang hubungan antara struktur kepemilikan dan struktur modal pernah dilakukan oleh Brailsford *et al.* (2002). Penelitian mereka dilakukan pada 49 sampel perusahaan di Australia selama periode 1989 sampai 1995. Hasil penelitian mereka mengindikasikan hubungan non-linier antara *managerial share ownership* dan *leverage*.

Penelitian ini menarik karena *managerial share ownership* dapat menjadi kebijakan alternatif perusahaan untuk meningkatkan kinerja para manajernya. Saham kinerja (*performance*

share) dan opsi saham eksekutif (*executive stock option*) merupakan kebijakan nyata perusahaan untuk memotivasi para manajer agar bersedia meningkatkan kinerjanya. Pembelian kembali saham (*stock repurchase*) oleh perusahaan di Indonesia secara tidak langsung ikut mendukung penerapan *managerial share ownership*. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *managerial share ownership* terhadap struktur modal perusahaan.

METODA PENELITIAN

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif. Melalui pendekatan kuantitatif, penelitian dititikberatkan pada pengujian suatu hipotesis dengan menggunakan data yang terukur untuk menghasilkan suatu kesimpulan yang dapat digeneralisasikan.

Identifikasi Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu :

1. Variabel terikat, yaitu struktur modal perusahaan yang diukur dengan *proxy long term debt to equity ratio (LTDE)*.
2. Variabel bebas, yaitu *managerial share ownership* atau kepemilikan saham oleh manajemen.

Agar dapat diketahui secara lebih jelas terhadap variabel yang digunakan dalam penelitian ini, maka variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini dapat didefinisikan sebagai berikut :

1. *Long Term Debt to Equity Ratio (LTDE)* adalah jumlah hutang jangka panjang dibagi dengan modal sendiri. Rasio ini untuk menggambarkan kebijakan hutang perusahaan. Besarnya *Long*

Term Debt to Equity Ratio (LTDE) dihitung dengan persamaan :

$$\text{Long Term Debt to Equity (LTDE)} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Modal Sendiri}}$$

2. *Managerial Share Ownership (MSO)* adalah persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen dibandingkan dengan jumlah saham yang beredar. Besarnya *Managerial Share Ownership (MSO)* dihitung dengan persamaan :

$$\text{Managerial Share Ownership (MSO)} = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki manajemen}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data-data tersebut diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang terdapat pada *Indonesia Capital Market Directory* yang tersedia pada Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM), Jalan Basuki Rahmad 46 Surabaya. Data yang dibutuhkan adalah :

3. Kepemilikan saham oleh manajemen dalam perusahaan pada tahun 2007 sampai dengan tahun 2010.
4. Laporan keuangan perusahaan pada tahun 2007 sampai dengan tahun 2010 yang terdapat pada ICMD untuk dicatat besarnya hutang jangka panjang dan modal sendiri.

Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2007-2010. Metode yang digunakan dalam penentuan sampel adalah metoda *purposive sampling*. Menurut Cooper dan Emory dalam penelitian Desi Indarto

(2004), metode *purposive sampling* adalah pengambilan sampel dengan kriteria-kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel penelitian adalah sebagai berikut :

1. Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2007-2010.
2. Perusahaan manufaktur tersebut menyatakan jumlah saham yang dimiliki oleh manajer dan komisaris.
3. Perusahaan manufaktur tersebut menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember dan mencantumkan hutang jangka panjang dan modal sendiri.

Metoda Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah melalui studi pustaka dengan mengkaji jurnal, buku, dan makalah untuk memperoleh landasan teori yang sesuai dengan variabel penelitian. Variabel-variabel yang dijelaskan yaitu struktur modal dan kepemilikan saham oleh manajemen.

Data yang digunakan dalam penelitian ini dikumpulkan melalui teknik dokumentasi, yaitu dengan jalan mengumpulkan data-data dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang relevan untuk keperluan analisis dalam penelitian ini.

Teknik Analisis

Untuk menganalisis data dan menjawab rumusan masalah, maka teknik analisis dalam penelitian ini dibantu dengan menggunakan program computer *Statistical Package for Social Science* (SPSS). Tahap-tahap analisis yang harus dilakukan adalah sebagai berikut :

1. Melakukan uji normalitas. Pada model persamaan regresi linier ada beberapa asumsi klasik yang harus dipenuhi.

Salah satu penyimpangan asumsi model klasik tersebut adalah uji normalitas. Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Seperti diketahui bahwa uji t dan uji F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Kalau uji normalitas ini tidak dipenuhi maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil.

Data yang tidak terdistribusi normal dapat disebabkan oleh adanya *outlier*. *Outlier* adalah suatu data yang menyimpang dari sekumpulan data yang lain (Ferguson dalam Soemartini, 2007). *Outlier* adalah pengamatan yang tidak mengikuti sebagian besar pola dan terletak jauh dari pusat data (Barnett dalam Soemartini, 2007). *Outlier* adalah pengamatan yang jauh dari pusat data yang mungkin berpengaruh besar terhadap koefisien regresi (R.K. Sembiring dalam Soemartini, 2007).

Iwa Sungkawa (2009) menyebutkan beberapa metoda yang mungkin dilakukan untuk memberikan justifikasi normal terhadap data. Langkah-langkah yang dapat dilakukan adalah melakukan transformasi data dan atau membuang data *outlier*. Weissberg dalam penelitian Soemartini (2007) menjelaskan jika terdapat masalah yang berkaitan dengan *outlier*, maka diperlukan alat diagnosis yang dapat mengidentifikasi masalah *outlier*. Salah satunya dengan menyisihkan outlier dari kelompok data kemudian menganalisis data tanpa *outlier*.

Metoda yang digunakan dalam penelitian ini untuk menentukan apakah suatu data termasuk *outlier* atau tidak adalah metode Boxplot.

Soemartini (2007) menjelaskan bagaimana metoda Boxplot mengatasi data *outlier*. Metoda Boxplot menggunakan nilai kuartil dan jangkauan. Kuartil 1, 2, dan 3 akan membagi sebuah urutan data menjadi empat bagian. Jangkauan atau *Interquartile Range* (IQR) didefinisikan sebagai selisih kuartil 1 terhadap kuartil 3, atau $IQR = Q3 - Q1$. Data-data *outlier* dapat ditentukan yaitu nilai yang kurang dari $(1.5 \times IQR)$ terhadap kuartil 1 dan nilai yang lebih dari $(1.5 \times IQR)$ terhadap kuartil 3.

Salah satu cara untuk menentukan normalitas data adalah dengan melihat grafik *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal. Plotting data residual akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika distribusi data residual normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya. Dasar pengambilan keputusan adalah sebagai berikut:

- a. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis tersebut, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
 - b. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah dari garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.
2. Menghitung variabel-variabel yang diperlukan dalam penelitian, yaitu menghitung *Long Term Debt to Equity Ratio* (LTDE) kemudian dihitung logaritma natural dari *Long Term Debt to Equity Ratio* (LTDE) menjadi $\ln(LTDE)$. Langkah selanjutnya adalah menghitung *Managerial Share Ownership* (MSO) dan dihitung

pula nilai kuadrat dari MSO menjadi $(MSO)^2$.

3. Melakukan analisa regresi dengan bantuan program komputer SPSS. Analisis regresi mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih, juga menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen.

Model regresi dalam penelitian ini dapat dijelaskan dengan model sebagai berikut :

$$\ln(LTDE) = \beta_0 + \beta_1(MSO) + \beta_2(MSO)^2 + e$$

Keterangan :

$\ln(LTDE)$ = variabel terikat, yaitu logaritma natural *long term debt to equity ratio*

MSO = variabel bebas, yaitu *managerial share ownership*

β_0 = konstanta

β_1, β_2 = koefisien regresi

e = *standard error*

4. Melakukan uji hipotesis dengan dengan langkah-langkah sebagai berikut :

Melakukan uji t. Uji ini biasanya digunakan untuk mengetahui berapa besar masing-masing variabel bebas memberikan pengaruh signifikan terhadap variabel terikat. Langkah-langkah yang dilakukan adalah sebagai berikut :

- a. Merumuskan hipotesis statistik.

$H_0 : \beta_i = 0$, berarti persentase kepemilikan saham oleh manajemen (MSO) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (LTDE).

$H_1 : \beta_i \neq 0$, berarti persentase kepemilikan saham oleh manajemen (MSO) secara parsial berpengaruh

signifikan terhadap struktur modal (LTDE).

- b. Menentukan *level of significance* (α) sebesar 0,05 atau 5%. Dengan tingkat kesalahan sebesar 5%, maka diperoleh derajat kepercayaan (*level of confidence*) sebesar 95%, artinya tingkat keyakinan dalam penarikan kesimpulan adalah 95% atau risiko kesalahan dalam mengambil keputusan adalah 5%. Menentukan derajat kebebasan (df).

$$df = n - k$$

Dimana:

df = degree of freedom/ derajat kebebasan

n = Jumlah sampel

k = banyaknya koefisien regresi + konstanta

- c. Menetapkan kriteria diterima atau ditolaknya hipotesis nul (H_0) dalam pengambilan keputusan uji t, dengan bantuan program komputer SPSS, dengan cara sebagai berikut :

- 1) H_0 diterima apabila nilai probabilitas ($\text{sig } t$) $> 0,05$ (α) atau $-t_{\text{tabel}} < t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}}$
- 2) H_0 ditolak apabila nilai probabilitas ($\text{sig } t$) $< 0,05$ (α) atau $t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}}$ atau $-t_{\text{hitung}} < -t_{\text{table}}$

Melakukan uji F. Uji ini digunakan untuk melihat berapa besar variabel-variabel bebas secara bersama-sama memberikan pengaruh signifikan terhadap variabel tergantung. Langkah-langkah yang dilakukan adalah sebagai berikut :

- a. Merumuskan hipotesis statistik.

H_0 : $\beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = 0$, berarti kepemilikan saham oleh manajemen (MSO) dan MSO² secara simultan tidak

berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (LTDE).

H_1 : $\beta_0 = \beta_1 = \beta_2 \neq 0$, berarti kepemilikan saham oleh manajemen (MSO) dan MSO² secara simultan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (LTDE).

- b. Menentukan *level of significance* (α) sebesar 0,05 atau 5%. Hitung pula derajat kebebasan untuk uji F. Derajat bebas (df) dalam distribusi F ada dua, yaitu :

df numerator = $df_n = df_1 = k - 1$

df denominator = $df_d = df_2 = n - k$

Dimana:

df = Degree of freedom/ derajat kebebasan

n = Jumlah sampel

k = Banyaknya koefisien regresi

- c. Menetapkan kriteria diterima atau ditolaknya Hipotesis nul (H_0) dalam pengambilan keputusan uji F, dengan bantuan program komputer SPSS, dengan cara sebagai berikut:

- 1) H_0 diterima apabila nilai probabilitas ($\text{sig } F$) $> 0,05$ (α) atau $F_{\text{hitung}} < F_{\text{tabel}}$
- 2) H_0 ditolak apabila nilai probabilitas ($\text{sig } F$) $< 0,05$ (α) atau $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}}$

- d. Menentukan koefisien determinasi (R^2) dengan bantuan program komputer SPSS. Uji Koefisien Determinasi digunakan untuk mengetahui tingkat ketepatan yang paling baik dalam analisis regresi, hal ini ditunjukkan oleh besarnya koefisien determinasi (R^2). Nilai koefisien determinasi adalah 0 sampai 1. Semakin mendekati 0 nilai (R^2) maka semakin kecil

kemampuan semua variabel independen dalam menjelaskan perubahan nilai variabel dependen. Semakin mendekati 1 nilai (R^2) maka semakin besar pengaruh semua variabel independen terhadap variabel dependen.

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pasar Modal adalah pasar untuk berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities* maupun perusahaan swasta (Husnan, 2001). Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah), dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi. Pasar modal berperan besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dia kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (*investor*) dan pihak yang memerlukan dana (*issuer*). Dikatakan fungsi keuangan, karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan

(*return*) bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih.

Dalam dua dasawarsa selanjutnya, perkembangan Pasar Modal Indonesia mengalami stagnasi sehubungan dengan dihentikannya kegiatan Pasar Modal sepanjang dekade 1960-an hingga akhir pertengahan 1970-an. Pada tahun 1977, Pemerintah mengaktifkan kembali Pasar Modal Indonesia dengan ditandai *go public* PT Semen Cibinong. Namun, dunia Pasar Modal Indonesia baru benar-benar mengalami perkembangan pada sekitar akhir dekade 1980-an, yang antara lain ditandai dengan pendirian PT Bursa Efek Surabaya (BES) pada tahun 1989 dan swastanisasi PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada tahun 1992.

Penetapan Undang-Undang Nomer 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal juga semakin mengukuhkan peran BEJ dan BES sebagai bagian dari *Self Regulatory Organization* (SRO) Pasar Modal Indonesia. Sejak itu, BEJ tumbuh pesat berkat sejumlah pencapaian di bidang teknologi perdagangan, antara lain dengan komputerasi perdagangan melalui sistem *Jakarta Automated Trading System* (JATS) di tahun 1995, perdagangan tanpa warkat di tahun 2000 dan *Remote Trading System* pada tahun 2002. Sementara itu, BES mengembangkan pasar obligasi dan derivatif.

Tabel 1.
Perkembangan BEI periode tahun 2007-2010

| TAHUN | JUMLAH EMITEN | VOLUME TRANSAKSI (miliar lembar) | NILAI TRANSAKSI (Rp triliun) | KAPITALISASI PASAR (Rp triliun) | IHSG |
|-------|---------------|----------------------------------|------------------------------|---------------------------------|----------|
| 2007 | 383 | 1.039,54 | 1.050,15 | 2.545,24 | 2.745,83 |
| 2008 | 396 | 787,85 | 1.064,53 | 1.675,20 | 1.355,41 |
| 2009 | 398 | 1.467,66 | 975,14 | 2.019,38 | 2.534,36 |
| 2010 | 420 | 1.330,87 | 1.176,24 | 3.247,10 | 3.703,51 |

Sumber: BEI

Untuk melaksanakan peran sebagai fasilitator dan regulator pasar modal, BEI selalu mengembangkan diri dan siap berkompetisi dengan bursa-bursa dunia lainnya, dengan memperhatikan tingkat risiko yang terkendali, instrument perdagangan yang lengkap, sistem yang andal dan tingkat likuiditas yang tinggi. Hal ini tercermin dengan keberhasilan BEI untuk kedua kalinya mendapat penghargaan sebagai “*The Best Stock Exchange of the Year 2010 in Southeast Asia*” dari *Alpha Southeast Asia Magazine* dan peningkatan Sistem Manajemen Mutu versi ISO 9001 ke versi terbaru yaitu ISO 9001:2008 pada tahun 2010. Puncaknya, di penghujung tahun 2010 BEI menutup perdagangan sebagai bursa dengan kinerja pertumbuhan IHSG tertinggi kedua di Asia Pasifik.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2007-2010. Metode yang digunakan dalam penentuan sampel adalah metoda *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* adalah pengambilan sampel dengan kriteria-kriteria tertentu. Kriteria-kriteria tersebut adalah perusahaan terdaftar di BEI periode 2007-2010 yang termasuk sektor manufaktur, memiliki saham manajerial dan mengeluarkan laporan keuangan yang mencantumkan hutang jangka panjang dan modal sendiri.

Tabel 2.
Gambaran Sampel Penelitian

| | 2007 | | 2008 | | 2009 | | 2010 | |
|-----------------------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|
| Perusahaan BEI | 383 | 100% | 396 | 100% | 398 | 100% | 420 | 100% |
| Perusahaan Manufaktur | 151 | 39,4% | 149 | 37,6% | 146 | 36,7% | 148 | 35,2% |
| Perusahaan Sampel | 45 | | 38 | | 47 | | 42 | |

Sumber: Olahan penulis

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur. Pemilihan perusahaan manufaktur sebagai obyek penelitian karena beberapa pertimbangan. Pertama, sektor manufaktur merupakan sektor yang memiliki proporsi cukup besar di bursa dibandingkan sektor yang lain. Tabel 2 menampilkan proporsi perusahaan manufaktur dibandingkan seluruh perusahaan di BEI. Pada tahun 2007 perusahaan manufaktur memiliki proporsi 39,4% dari seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI. Begitu juga pada tahun-tahun berikutnya proporsi sektor manufaktur tidak berbeda jauh dari tahun 2007 yaitu 37,6% pada tahun 2008, 36,7% di tahun 2009 dan 35,2% di tahun 2010. Pertimbangan kedua adalah persamaan sektor industri. Perusahaan dalam sektor industri yang sama diperkirakan memiliki kebijakan manajemen dan laporan keuangan yang hampir sama, misalnya jika dibandingkan dengan sektor perbankan atau pertambangan. Gambaran tentang industri yang termasuk dalam sektor manufaktur dan non manufaktur adalah sebagai berikut:

Tabel 3.
Pengelompokan Industri di BEI

| Manufaktur | Non Manufaktur |
|-----------------------|---------------------------------|
| Food & Beverages | Agriculture, Forestry & Fishing |
| Tobacco Manufacturers | Animal Feed & Husbandry |
| Textile Mill Products | Mining & Mining Services |

| | |
|--|--------------------------------------|
| Apparel & Other Textile Products | Constructions |
| Lumber & Wood Products | Transportation Services |
| Paper & Allied Products | Telecommunication |
| Chemical & Allied Products | Whole Sale & Retail Trade |
| Adhesive | Banking |
| Plastics & Glass Products | Credit Agencies Other than Bank |
| Cement | Securities |
| Metal & Allied Products | Insurance |
| Fabricated Metal Products | Real Estate & Property |
| Stone, Clay, Glass & Concrete Products | Hotel & Travel Services |
| Cables | Holding & Other Investment Companies |
| Electronic & Office Equipment | Other |
| Automotive & Allied Products | |
| Photographic Equipment | |
| Pharmaceuticals | |
| Consumer Goods | |

Sumber: BEI

Berdasarkan prosedur penentuan sampel, maka didapatkan 172 data observasi dari 62 perusahaan sampel. Berikut di bawah ini, nama-nama perusahaan sampel yaitu:

**Tabel 4.
Nama Perusahaan Sampel**

| | Nama Perusahaan |
|---|--------------------------------------|
| 1 | PT AKR CORPORINDO TBK |
| 2 | PT ALLBOND MAKMUR USAHA TBK |
| 3 | PT ALUMINDO LIGHT METAL INDUSTRY TBK |
| 4 | PT ANEKA KEMASINDO UTAMA TBK |
| 5 | PT ARGO PANTES TBK |
| 6 | PT ASAHIMAS FLAT GLASS TBK |
| 7 | PT ASIAPLAST INDUSTRIES TBK |
| 8 | PT ASTRA INTERNASIONAL TBK |
| 9 | PT ASTRA OTOPARTS TBK |

| | |
|----|---------------------------------------|
| 10 | PT BARITO PACIFIC TBK |
| 11 | PT BERLINA TBK |
| 12 | PT BETON JAYA MANUNGGAL TBK |
| 13 | PT BUDI ACID JAYA TBK |
| 14 | PT CHANDRA ASRI PETROCHEMICAL TBK |
| 15 | PT CITRA TUBINDO TBK |
| 16 | PT DUTA PERTIWI NUSANTARA TBK |
| 17 | PT DYNAPLAST TBK |
| 18 | PT ETERINDO WAHANATAMA TBK |
| 19 | PT GUDANG GARAM TBK |
| 20 | PT HANSON INTERNATIONAL TBK |
| 21 | PT HEXINDO ADI PERKASA TBK |
| 22 | PT INDAL ALUMINIUM INDUSTRY TBK |
| 23 | PT INDO ACIDATAMA TBK |
| 24 | PT INDO FARMA TBK |
| 25 | PT INDO KORDSA TBK |
| 26 | PT INDOFOOD SUKSES MAKMUR TBK |
| 27 | PT INDOSPRING TBK |
| 28 | PT INTAN WIJAYA INTERNATIONAL TBK |
| 29 | PT INTI KERAMIK ALAMASRI TBK |
| 30 | PT INTRACO PENTA TBK |
| 31 | PT ITAMARAYA GOLD INDUSTRY TBK |
| 32 | PT JAYA PARI STEEL TBK |
| 33 | PT KABELINDO MURNI TBK |
| 34 | PT KEDAUNG INDAH CAN TBK |
| 35 | PT KERTAS BASUKI RAHMAT INDONESIA TBK |
| 36 | PT LANGGENG MAKMUR INDUSTRY TBK |
| 37 | PT LAUTAN LUAS TBK |
| 38 | PT LION METAL WORKS TBK |
| 39 | PT LIONMESH PRIMA TBK |
| 40 | PT MANDOM INDONESIA TBK |
| 41 | PT METRODATA ELECTRONICS TBK |
| 42 | PT MITRA INVESTINDO TBK |
| 43 | PT MUSTIKA RATU TBK |
| 44 | PT NIPRESS TBK |
| 45 | PT PANASIA INDOSYNTEC TBK |
| 46 | PT PELANGI INDAH CANINDO TBK |
| 47 | PT PELAT TIMAH NUSANTARA TBK |
| 48 | PT PERDANA BANGUN PUSAKA TBK |
| 49 | PT PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK |
| 50 | PT PRIMA ALLOY STEEL TBK |
| 51 | PT PYRIDAM FARMA TBK |

| | |
|----|------------------------------------|
| 52 | PT RESOURCE ALAM INDONESIA TBK |
| 53 | PT SAT NUSAPERSADA TBK |
| 54 | PT SEKAR LAUT TBK |
| 55 | PT SIANTAR TOP TBK |
| 56 | PT SORINI AGRO ASIA CORPORINDO TBK |
| 57 | PT SUMI INDO KABEL TBK |
| 58 | PT SUNSON TEXTILE MANUFACTURE TBK |
| 59 | PT TRYPOLYTA INDONESIA TBK |
| 60 | PT TUNAS BARU LAMPUNG TBK |
| 61 | PT ULTRA JAYA MILK INDUSTRY TBK |
| 62 | PT YANA PRIMA HASTA PERSADA TBK |

Sumber: Hasil Olahan

Data yang dibutuhkan untuk menghitung variabel penelitian adalah data persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Setelah melakukan pengumpulan data, data observasi yang didapatkan dari 62 perusahaan sampel adalah sebanyak 172 data observasi untuk masing-masing persentase kepemilikan saham manajemen, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Berikut disajikan analisis deskriptif data yang memberikan gambaran mengenai nilai maksimum, minimum, rata-rata, dan standar deviasi untuk setiap data selama periode observasi. Statistik deskriptif untuk penelitian ini dapat dilihat pada tabel berikut:

Dari sampel yang didapat, perusahaan dengan hutang jangka panjang terkecil adalah PT Aneka Kemasindo Utama Tbk pada tahun 2008 dan terbesar adalah PT Astra Internasional Tbk pada

tahun 2010. Rata-rata hutang jangka panjang sebesar Rp507.029 juta dan standar deviasi hutang jangka panjang sebesar Rp1.992.564,54 juta.

Perusahaan dengan modal sendiri terkecil adalah PT Itamaraya Gold Industri Tbk pada tahun 2008 dan terbesar adalah PT Astra Internasional Tbk pada tahun 2010. Rata-rata modal sendiri sebesar Rp1.619.989 juta dan standar deviasi sebesar Rp5.604.512,32 juta.

Perusahaan dengan persentase saham manajerial terkecil adalah PT Hexindo Adi Perkasa Tbk, PT Kertas Basuki Rahmat Indonesia Tbk, PT Langgeng Makmur Industry Tbk dan PT Chandra Asri Petrochemical Tbk masing-masing sebesar 0,01% dan terbesar adalah PT Sat Nusapersada Tbk sebesar 70%. Rata-rata persentase kepemilikan saham oleh manajemen sebesar 7,14% dan standar deviasi sebesar 12,22%.

Deskripsi Variabel Penelitian

Long Term Debt to Equity Ratio (LTDE)

Long Term Debt to Equity Ratio (LTDE) adalah jumlah hutang jangka panjang dibagi dengan modal sendiri. Rasio ini untuk menggambarkan kebijakan struktur hutang perusahaan. Bambang Riyanto (2001:333) menjelaskan bahwa rasio ini, *Long Term Debt to Equity Ratio (LTDE)*, menggambarkan berapa besar bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk hutang jangka panjang. Nilai *Long Term Debt to*

Tabel 5.
Analisis Deskriptif Data Observasi

| Data Observasi | Minimum | Maksimum | Rata-rata | Standar Deviasi |
|---------------------------------|---------|------------|-----------|-----------------|
| Hutang Jangka Panjang (Rp juta) | 640 | 17.044.000 | 507.029 | 1.992.564,54 |
| Modal Sendiri (Rp juta) | 5.888 | 49.310.000 | 1.619.989 | 5.604.512,32 |
| Persentase Saham Manajerial (%) | 0,01 | 70 | 7,14 | 12,22 |

Sumber: Hasil Olahan

Equity Ratio (LTDE) didapatkan dengan menggunakan persamaan berikut:

$$\text{Long Term Debt to Equity (LTDE)} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Modal Sendiri}}$$

Semakin besar nilai LTDE suatu perusahaan, maka semakin besar risiko suatu perusahaan. Hal tersebut disebabkan semakin besarnya hutang jangka panjang atau kewajiban tetap perusahaan di masa depan dibandingkan peningkatan modal sendiri. Semakin besarnya nilai LTDE dapat pula diartikan semakin besarnya kewajiban tetap perusahaan yang harus dijamin oleh modal sendiri. Sebaliknya jika semakin kecil nilai LTDE, maka dapat diartikan semakin kecil risiko perusahaan dan semakin kecil pula kewajiban tetap yang harus dijamin dengan modal sendiri oleh suatu perusahaan.

Setelah mengolah 172 data observasi, maka didapatkan analisis deskriptif variabel *Long Term Debt to Equity Ratio* (LTDE) yang dapat dilihat pada tabel 4.6 berikut ini:

Tabel 6.
Analisis Deskriptif LTDE

| | LTDE |
|-----------------|-------|
| Minimum | 0,007 |
| Maksimum | 4,210 |
| Rata-rata | 0,366 |
| Standar Deviasi | 0,555 |

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan tabel 6 di atas, nilai *Long Term Debt to Equity Ratio* (LTDE) berkisar antara 0,007 sampai 4,210 dengan nilai rata-rata 0,366 dan standar deviasi sebesar 0.555. Nilai *Long Term Debt to Equity Ratio* (LTDE) tertinggi dimiliki oleh PT Argo Pantas Tbk (tahun 2010), sedangkan nilai LTDE terendah dimiliki oleh PT Intan Wijaya Internasional Tbk (tahun 2007).

Managerial Share Ownership (MSO)

Managerial Share Ownership (MSO) adalah persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen dibandingkan dengan jumlah saham yang beredar. Semakin besar nilai MSO, berarti semakin banyak jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen. Diharapkan dengan semakin besar MSO, kepentingan manajemen dan pemegang saham dapat disejajarkan (*convergence of interest*). Namun, semakin besar jumlah MSO dapat pula menciptakan “kubu pertahanan” (*entrenchment hypotheses*) yang membuat kepentingan manajer dan pemegang saham tidak lagi sejajar. Nilai *Managerial Share Ownership* (MSO) didapatkan dengan menggunakan persamaan berikut:

$$\text{Managerial Share Ownership (MSO)} = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki manajemen}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

Setelah mengolah 172 data observasi, maka didapatkan analisis deskriptif variabel *Managerial Share Ownership (MSO)* yang dapat dilihat pada tabel 7 berikut ini:

Tabel 7.
Analisis Deskriptif MSO

| | MSO |
|-----------------|-------|
| Minimum | 0,01 |
| Maksimum | 70 |
| Rata-rata | 7,14 |
| Standar Deviasi | 12,22 |

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan tabel 7 di atas, nilai *Managerial Share Ownership* (MSO) berkisar antara 0,01 sampai 70 dengan nilai rata-rata 7,14 dan standar deviasi sebesar 12,22. Nilai *Managerial Share Ownership* (MSO) tertinggi dimiliki oleh PT Sat Nusapersada Tbk pada tahun 2007,

2008, 2009 dan 2010, sedangkan nilai *Managerial Share Ownership* (MSO) terendah dimiliki oleh PT Hexindo Adi Perkasa Tbk (tahun 2007), PT Langgeng Makmur Industry Tbk (tahun 2008, 2009 dan 2010), PT Indo Farma (tahun 2009), PT Kertas Basuki Rahmat Indonesia Tbk (tahun 2008 dan 2010), PT Chandra Asri Petro Chemical Tbk (tahun 2010).

Analisis Data

Uji Normalitas

Uji normalitas merupakan salah satu uji asumsi klasik yang harus dipenuhi dalam suatu model regresi linier. Uji normalitas dilakukan agar data terdistribusi normal sehingga uji statistik menjadi valid. Penyebab suatu data tidak terdistribusi normal adalah adanya data *outlier* atau data ekstrim. *Outlier* adalah pengamatan yang tidak mengikuti sebagian besar pola dan terletak jauh dari pusat data (Barnett dalam Soemartini, 2007). Untuk mengatasi data *outlier* menurut Iwa Sungkawa (2009) adalah dengan melakukan transformasi data dan atau membuang data *outlier*.

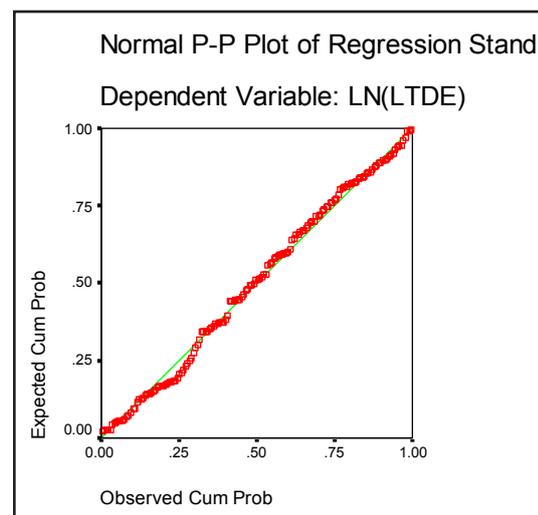
Metode transformasi data dilakukan pada variabel *Long Term Debt to Equity Ratio* (LTDE) agar didapatkan data yang terdistribusi normal. Jenis transformasi yang digunakan adalah Logaritma Natural (Ln). Logaritma natural adalah logaritma yang berbasis e, dimana e adalah 2.71828182845. Sehingga nilai LTDE harus diubah terlebih dahulu dalam bentuk logaritma natural atau Ln (LTDE).

Metode Boxplot digunakan dalam penelitian ini untuk menentukan apakah suatu data termasuk *outlier* atau tidak. Metode boxplot diaplikasikan pada variabel MSO. Langkah-langkah yang dilakukan adalah sebagai berikut:

1. Menghitung Kuartil 1 (Q1) dan Kuartil 3 (Q3) pada variabel MSO.

Dengan menggunakan bantuan program Microsoft Excel, didapatkan hasil yaitu $Q1 = 0,19$ dan $Q3 = 7,69$.

2. Menghitung *Interquartile Range* (IQR) dengan rumus $IQR = Q3 - Q1$. Sehingga didapatkan $IQR = 7,69 - 0,19 = 7,5$
3. Menentukan data *outlier*. Suatu data termasuk *outlier* jika nilainya kurang dari $(1,5 \times IQR)$ terhadap kuartil 1 dan nilainya lebih dari $(1,5 \times IQR)$ terhadap kuartil 3. Dengan bantuan program Microsoft Excel, maka dapat dihitung bahwa data termasuk *outlier* jika nilainya kurang dari $(1,5 \times 7,5)$ terhadap 0,19 dan nilai yang lebih dari $(1,5 \times 7,5)$ terhadap 7,69. Jadi, dapat ditentukan bahwa data MSO termasuk *outlier* jika nilai MSO kurang dari -11,06 dan lebih 18,94.
4. Menghilangkan data yang termasuk *outlier*. Setelah diketahui data mana saja yang termasuk *outlier*, maka data tersebut dihilangkan dari data observasi. Sehingga dari 172 data observasi sebelumnya, sekarang menjadi 154 data observasi setelah dikurangi 18 data *outlier*.



Sumber: Hasil Olahan SPSS

Gambar 1.
Grafik Normal P-P Plot Regresi

Setelah dilakukan transformasi data dan menghilangkan data outlier, data kemudian dianalisis menggunakan program SPSS. Salah satu hasilnya adalah grafik Normal P-P Plot Regresi. Tampak pada grafik bahwa data (titik) menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas.

Analisis Model Regresi dan Uji Hipotesis

Dengan menggunakan data variabel Ln(LTDE), MSO dan MSO² yang telah melalui uji normalitas, maka dilakukan analisis regresi untuk mengetahui pengaruh pengaruh *managerial share ownership* (MSO) terhadap struktur modal (LTDE) periode tahun 2007 sampai dengan 2010.

Tabel 8.
Hasil Perhitungan Regresi Parsial Coefficients (a)

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|---------|------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 (Constant) | -2.003 | .148 | | -13.529 | .000 |
| MSO | .226 | .062 | .835 | 3.617 | .000 |
| MSO ² | -.016 | .004 | -.918 | -3.978 | .000 |

a Dependent Variable: Ln (LTDE)

Sumber: Hasil Olahan SPSS

Nilai t tabel dapat dihitung berdasarkan nilai *level of significance* (α) sebesar 0,05 atau 5% dan $df = n - k = 154 - 3 = 151$ sehingga didapatkan nilai $t_{tabel} = 1,976$. Berdasarkan nilai t_{hitung} konstanta = -13,529 maka dapat disimpulkan H_0 ditolak atau H_1 diterima karena $-13,529 < -1,976$ atau $-t_{hitung} < -t_{tabel}$.

Berdasarkan tabel diatas, dapat dilihat bahwa nilai Constant adalah -2,003 sedangkan sig-t pada tabel di atas adalah

0,000 yang berarti nilai probabilitas ($\text{sig } t$) = 0,000. Karena nilai probabilitas ($\text{sig } t$) < 0,05 (α) maka ditentukan H_0 ditolak. Hal tersebut berarti bahwa nilai konstanta adalah bermakna dan diramalkan tidak melalui titik (0,0).

Nilai koefisien MSO pada tabel 9 adalah 0,226. Hal tersebut menunjukkan pengaruh positif variabel *managerial share ownership* (MSO) terhadap variabel *long term debt to equity ratio* (LTDE), artinya semakin besar koefisien MSO maka akan semakin besar pula nilai LTDE. Nilai sig-t variabel MSO adalah 0,000. Hal ini berarti nilai probabilitas ($\text{sig } t$) < 0,05 (α). Berdasarkan nilai t_{hitung} variabel MSO = 3,617 maka dapat juga disimpulkan bahwa H_0 ditolak atau H_1 diterima karena $3,617 > 1,976$ atau $t_{hitung} > t_{tabel}$. Jadi dapat ditentukan bahwa H_0 ditolak atau H_1 diterima yang artinya bahwa persentase kepemilikan saham oleh manajemen (MSO) secara parsial

berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (LTDE).

Berdasarkan nilai t hitung variabel MSO² = -3,978 maka dapat juga disimpulkan bahwa H_0 ditolak atau H_1 diterima karena $-3,978 < -1,976$ atau $-t_{hitung} < -t_{tabel}$. Pada tabel 9 di atas, variabel MSO² menunjukkan nilai probabilitas ($\text{sig } t$) = 0,000. Nilai probabilitas ($\text{sig } t$) variabel MSO² tersebut berarti $0,000 < 0,05$ (α) sehingga dapat ditarik kesimpulan

bahwa H_0 ditolak atau H_1 diterima, artinya variabel MSO^2 berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (LTDE). Hal tersebut berarti pula bahwa model regresi dalam penelitian ini adalah model curvilinear atau model kuadrat.

Tabel 9.
Hasil Perhitungan Regresi Simultan ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | Df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|-------|---------|
| 1 | Regression | 25.493 | 2 | 12.747 | 7.989 | .001(a) |
| | Residual | 240.931 | 151 | 1.596 | | |
| | Total | 266.424 | 153 | | | |

a Predictors: (Constant), MSO^2 , MSO

b Dependent Variable: $\ln(LTDE)$

Sumber: Hasil Olahan SPSS

Selanjutnya, untuk menguji pengaruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat, maka dilakukan uji F. Hasil uji F didasarkan dari tabel ANOVA (tabel 10) yang merupakan *output* analisis SPSS dari variabel *managerial share ownership* (MSO) dan variabel *long term debt to equity ratio* ($LTDE$).

Uji F dilakukan dengan menghitung $df_1 = k - 1 = 3 - 1 = 2$ dan $df_2 = n - k = 154 - 3 = 151$ sehingga didapat $F_{tabel} = 3,06$. Jika dibandingkan dengan F_{hitung} maka $F_{hitung} > F_{tabel}$ yaitu $7,989 > 3,06$ sehingga disimpulkan H_0 ditolak atau H_1 diterima. Uji F dapat juga dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas ($\text{sig } F$) dengan nilai *level of significance* (α) = 0,05. Nilai probabilitas ($\text{sig } F$) adalah $0,001 < 0,05$ berarti H_0 ditolak atau H_1 diterima. Hal tersebut berarti variabel kepemilikan saham oleh manajemen (MSO) dan MSO^2 , secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *long term debt to equity ratio* ($LTDE$).

Setelah melalui uji hipotesis, baik uji t maupun uji F, dapat disimpulkan

bahwa variabel MSO dan MSO^2 berpengaruh signifikan baik secara parsial maupun secara simultan terhadap variabel $LTDE$. Sehingga dapat disusun model persamaan regresi sebagai berikut:

$$\ln(LTDE) = -2,003 + 0,226 MSO - 0,016 MSO^2 + e$$

Dari model regresi di atas, menunjukkan bahwa model dalam penelitian ini adalah model *curvilinear* atau persamaan kuadrat sesuai dengan landasan teori yang digunakan dalam penelitian ini. Model regresi *curvilinear* juga membuktikan hipotesis terbukti secara signifikan. Nilai negatif pada koefisien MSO^2 menunjukkan bahwa kurva yang dibentuk terbuka ke bawah. Model kuadrat dengan kurva terbuka ke bawah tersebut sesuai dengan landasan teori yang menjelaskan peningkatan MSO meningkat pada level MSO rendah berpengaruh pada peningkatan rasio hutang jangka panjang terhadap modal sendiri (hubungan positif). Tetapi ketika terjadi peningkatan MSO pada level MSO tinggi, maka MSO akan berpengaruh pada penurunan rasio hutang jangka panjang terhadap modal sendiri (hubungan negatif).

Dari persamaan regresi di atas, yang berbentuk persamaan kuadrat, dapat pula kita ketahui titik puncak kurva (*turning point*). Titik puncak dapat diketahui dengan cara melakukan turunan pertama =0 dari persamaan $\ln(LTDE) = -2,003 + 0,226MSO - 0,016 MSO^2 + e$.

Sehingga menjadi $-0,032 \text{ MSO} + 0,226 = 0$. Setelah dilakukan perhitungan didapat titik puncak (*turning point*) terjadi pada nilai $\text{MSO} = 7,0625$.

Ketika nilai MSO lebih kecil daripada nilai titik puncak maka terjadi hubungan positif antara MSO dan LTDE , atau semakin meningkat MSO maka akan diikuti peningkatan LTDE . Sedangkan jika nilai MSO lebih besar daripada titik puncak maka terjadi hubungan negatif antara MSO dan LTDE , atau dapat dijabarkan jika terjadi peningkatan MSO maka LTDE akan menurun.

Tabel 10.
Koefisien Determinasi Regresi
Model Summary(b)

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | .309(a) | .096 | .084 | 1.2631582 |

a Predictors: (Constant), MSO^2 , MSO

b Dependent Variable: $\text{Ln}(\text{LTDE})$

Tabel 11.
Deskripsi Statistik Model Regresi
Descriptive Statistics

| | Mean | Std. Deviation | N |
|--------------------------|-----------|----------------|-----|
| $\text{Ln}(\text{LTDE})$ | -1.744227 | 1.3195959 | 154 |
| MSO | 3.780 | 4.8808 | 154 |
| MSO^2 | 37.957649 | 77.4118859 | 154 |

Sumber: Hasil Olahan SPSS

Uji Koefisien Determinasi (R^2) digunakan untuk mengetahui tingkat ketepatan yang paling baik dalam analisis regresi, hal ini ditunjukkan oleh besarnya koefisien determinasi (R^2). Nilai koefisien determinasi adalah 0 sampai 1. Semakin mendekati 0 nilai koefisien determinasi (R^2), maka semakin kecil kemampuan semua variabel bebas dalam menjelaskan perubahan nilai variabel terikat. Sedangkan semakin mendekati 1 nilai koefisien determinasi (R^2) maka

semakin besar pengaruh semua variabel bebas terhadap variabel terikat.

Nilai koefisien determinasi (R^2) model regresi adalah sebesar 0,096 atau 9,6% hal ini berarti 9,6% variasi LTDE bisa dijelaskan oleh variasi dari variabel bebas yaitu managerial share ownership (MSO) dan MSO^2 , sedangkan sisanya sebesar 90,4% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model. Pada tabel 11 tercantum nilai *standar error of the estimate* model regresi adalah 1,2631582 sedangkan pada deskriptif statistik (tabel 12) tercantum bahwa standar deviasi $\text{Ln}(\text{LTDE})$ adalah 1,3195959. Oleh karena *standar error of the estimate* model regresi lebih kecil

daripada standar deviasi $\text{Ln}(\text{LTDE})$ maka model regresi baik dalam bertindak sebagai prediktor struktur modal.

Pembahasan

Berdasarkan analisis regresi dan uji hipotesis maka dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antaramanagerialshareownership (MSO) terhadap *long term debt to equity ratio* (LTDE). Hubungan yang terjadi antara dua variabel tersebut adalah berbentuk hubungan *curvilinear* atau model kuadrat. Model kuadrat yang dihasilkan adalah seperti berikut:

$$\text{Ln}(\text{LTDE}) = -2,003 + 0,226 \text{ MSO} - 0,016 \text{ MSO}^2 + e$$

Nilai konstanta -2,003 mempunyai arti bahwa jika $\text{MSO} = 0$ maka nilai $\text{Ln}(\text{LTDE}) = -2,003$ atau $\text{LTDE} = 0,135$. Nilai koefisien $\text{MSO} = 0,226$ dan $\text{MSO}^2 =$

-0,016 secara bersama-sama berarti bahwa setiap kenaikan MSO sebesar 1% akan meningkatkan nilai Ln(LTDE) sebesar 0,21 atau nilai LTDE sebesar 1,234.

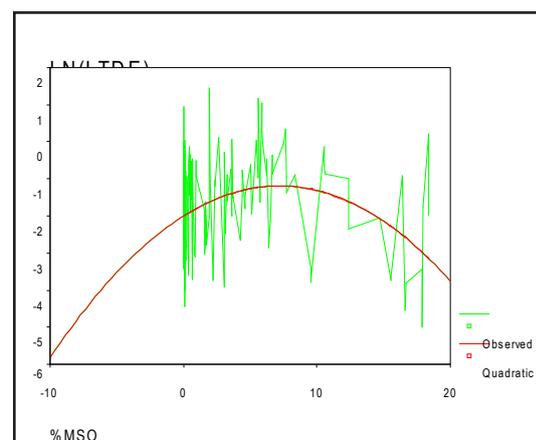
Uji t dan uji F menentukan bahwa setiap variabel bebas dari model regresi di atas berpengaruh secara signifikan baik secara sendiri maupun secara simultan. Model regresi yang dihasilkan mengungkapkan bahwa hipotesis dalam penelitian ini diterima. Hipotesis dalam penelitian ini, seperti yang tercantum pada bab dua, yaitu: “pada saat tingkat kepemilikan saham manajerial (MSO) rendah, MSO berpengaruh positif terhadap struktur modal dan pada saat tingkat kepemilikan saham manajerial (MSO) tinggi, MSO berpengaruh negatif terhadap struktur modal”.

Pada saat level MSO rendah, MSO berpengaruh positif terhadap struktur modal, yang diproksikan dengan LTDE, artinya jika MSO meningkat maka proporsi hutang jangka panjang juga ikut meningkat. Penggunaan hutang merupakan mekanisme kontrol yang diterapkan pemegang saham untuk mengendalikan manajemen dalam menggunakan *free cash flow* agar tidak digunakan dalam kegiatan yang hanya menguntungkan pihak manajemen saja. Penggunaan hutang mewajibkan manajer membayar kewajiban dalam jumlah yang tetap untuk jangka tertentu, sehingga jumlah *free cash flow* perusahaan menjadi relatif kecil yang dapat mencegah manajer menghambur-hamburkan kekayaan perusahaan. Kepemilikan manajerial dipandang sebagai alat yang dapat menyatukan kepentingan manajer dan pemegang saham karena kepemilikan manajerial memberikan para manajer insentif *monetary* untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Namun ketika para manajer memiliki sejumlah besar kepemilikan

saham (level MSO tinggi) memungkinkan manajer juga membuat kubu perlindungan mereka sendiri untuk menghindari pantauan dewan komisaris dan alat kontrol yang lain (*entrenchment hypotheses*), seperti yang dijelaskan oleh Amiruddin Umar (2003:77). Kepemilikan manajemen yang tinggi dapat menyebabkan pemegang saham yang lain (*outside shareholders*) mengalami kesulitan untuk mengontrol tindakan-tindakan manajemen. Dalam kondisi kepemilikan yang tinggi, pihak manajemen akan mempunyai kekuasaan yang cukup untuk melaksanakan apa yang menjadi tujuannya sendiri tanpa merasa takut mendapatkan sanksi disiplin dari *outside shareholders*. Implementasinya adalah manajemen menggunakan *free cash flow* pada tindakan-tindakan yang hanya menguntungkan pihak manajemen dan berusaha menjauhi risiko, sehingga hutang jangka panjang menjadi menurun. Jadi dapat disimpulkan bahwa ketika kepemilikan manajerial (MSO) pada level tinggi, maka peningkatan MSO menyebabkan proporsi hutang jangka panjang menurun, sesuai dengan hipotesis penelitian.

Jika persamaan regresi di atas digambarkan dalam bentuk grafik, maka dihasilkan grafik seperti berikut:



Sumber: Hasil Olahan SPSS

Gambar 2.
Kurva Model Regresi

Dari model regresi yang berbentuk persamaan kuadrat dapat ditemukan adanya titik puncak atau *turning point*. Titik puncak menggambarkan sampai nilai MSO berapa terjadi kesejajaran antara kepentingan manajemen dan pemegang saham (*convergence of interest*) dan ketika MSO melewati titik puncak (*turning point*) maka akan terjadi *entrenchment hypotheses*. Setelah melalui perhitungan sebelumnya, akhirnya diketahui titik puncak tersebut berada pada nilai MSO = 7,06%. Jadi dapat diartikan ketika MSO kurang dari 7,06% maka *convergence of interest* terjadi. Ketika MSO lebih dari 7,06% maka *entrenchment hypotheses* terjadi. Menurut Amiruddin Umar (2003) bahwa kepemilikan manajerial optimal tidak dapat diturunkan dari teori-teori yang ada dan ditetapkan melalui studi-studi empiris.

Nilai koefisien determinasi (R^2) model regresi adalah sebesar 0,096 atau 9,6% hal ini berarti 9,6% variasi struktur modal (LTDE) bisa dijelaskan oleh variasi dari variabel bebas yaitu managerial share ownership (MSO) dan MSO^2 , sedangkan sisanya sebesar 90,4% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model. Nilai R^2 yang rendah menunjukkan bahwa model yang digunakan dalam penelitian ini kurang dapat digunakan sebagai acuan untuk menentukan besarnya struktur modal. Faktor-faktor lain yang mungkin mempengaruhi struktur modal yaitu kebijakan dividen, sifat manajemen atau stabilitas laba perusahaan.

PENUTUP

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, maka dapat diambil simpulan sebagai berikut:

1. Hasil analisis regresi dan pengujian

hipotesis terhadap sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 sampai 2010 menunjukkan bahwa variabel *managerial share ownership* (MSO) berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dengan proksi *long term debt to equity ratio* (LTDE),

2. Berdasarkan model regresi yang berbentuk persamaan kuadrat, menunjukkan adanya hubungan *curvilinear* antara variabel *managerial share ownership* (MSO) terhadap struktur modal.
3. Model regresi yang dihasilkan dalam penelitian ini, yaitu adanya hubungan *curvilinear* antara kepemilikan manajerial dan struktur modal yang disebabkan adanya *convergence of interest* dan *entrenchment hypotheses* sejalan dengan penelitian-penelitian sebelumnya, misalnya penelitian yang dilakukan oleh Brailsford *et. al.* (2002). Salah satu hasil yang membedakan adalah nilai dari titik puncak (*turning point*). Pada penelitian Brailsford titik puncak terjadi ketika nilai MSO = 33,25% sedangkan pada penelitian ini titik puncak terjadi ketika nilai MSO = 7,06%. Menurut Amiruddin Umar (2003) bahwa kepemilikan manajerial optimal tidak dapat diturunkan dari teori-teori yang ada dan ditetapkan melalui studi-studi empiris.
4. Nilai koefisien determinasi (R^2) model regresi adalah 9,6%. Hal ini berarti perubahan struktur modal (LTDE) hanya 9,6% yang bisa dijelaskan oleh variabel bebas yaitu managerial share ownership (MSO) dan MSO^2 , sedangkan sisanya sebesar 90,4% dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model. Dengan menambahkan variabel bebas dalam model penelitian dimungkinkan dapat meningkatkan nilai koefisien determinasi. Faktor-

faktor lain yang dapat mempengaruhi struktur modal antara lain, yaitu: kebijakan dividen, sifat manajemen atau stabilitas laba perusahaan dan lain-lain.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang didapatkan, maka dapat diberikan saran sebagai berikut:

1. Penelitian mengenai kepemilikan manajerial dan struktur modal sebaiknya dilakukan dalam periode lebih dari lima tahun, sehingga dapat diperoleh data observasi yang lebih besar. Diharapkan dengan data observasi yang besar dapat lebih baik dalam menjelaskan pengaruh antara variabel dalam penelitian.
2. Penelitian tentang kepemilikan manajerial dan struktur modal di masa depan disarankan untuk menambahkan faktor-faktor lain yang mempengaruhi struktur modal, misalnya: kebijakan dividen, jenis industri, sifat manajemen, nilai perusahaan, kebijakan *management stock option plan* (MSOP), tingkat suku bunga dan profitabilitas perusahaan.
3. Kebijakan *management stock option plan* (MSOP) dan *employment stock ownership plan* (ESOP) yang dijalankan di beberapa perusahaan di Indonesia kiranya dapat menjadi ide pemicu bagi para akademisi dan peneliti untuk meneliti lebih banyak tentang kepemilikan manajerial dan pengaruhnya.

DAFTAR PUSTAKA

Brigham dan Gapenski. 2001. *Intermediate Financial Management*. Fifth edition-International edition. The Dryden Press

Brigham dan Houston. 2001. *Manajemen Keuangan II*. Jakarta: Salemba Empat.

Gitman, Lawrence J. 2003. *Principles of Managerial Finance*. Tenth Edition. Boston: Addison Wesley.

Handoko, Hani. 2008. *Manajemen Personalia dan Sumberdaya Manusia*. Edisi Kedua. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

Indonesia Capital Market Directory. 2008.

-----, 2009.

-----, 2010.

-----, 2011.

Keown et. al. 2011. *Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Jilid 1. Jakarta. PT Indeks.

Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-dasar Pembelian Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

Husnan, Suad & Pudjiastuti, Enny, 2004. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : UPP AMP YKPM.

Sulaiman, Wahid. 2004. *Analisis Regresi Menggunakan SPSS Contoh Kasus dan Pemecahannya*. Yogyakarta: Andi Offset.

Weston and Copeland. 2008. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Tangerang: Karisma.

Jurnal:

Brailsford, J.T., Barry R Oliver, dan Sandra L.H.Pua. 2002. *On the Relation between Ownership Structure and Capital Structure*. Accounting and Finance 42: 1-26.

Haryono, Slamet. 2005. *Struktur Kepemilikan dalam Bngkai Teori Keagenan*. Jurnal Akuntansi dan Bisnis: 63-71.

- Indarto, Desi. 2004. *Pengaruh Undervaluation, Excess Cash Flow, dan Leverage terhadap Level of Stock Repurchases Perusahaan Go Public di Bursa Efek Indonesia Periode tahun 1999-2003*. Skripsi. Surabaya: Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga.
- Jensen, M dan Meckling. 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*. Journal of Finance Economics 3 : 305-360.
- Soemartini. 2007. *Pencilan (Outlier)*. Jurnal. Jatinangor: Jurusan Statistika FMIPA Universitas Padjadjaran.
- Sudarsi, Sri. 2008. *Dampak Kepemilikan Manajerial, Large External Shareholders Terhadap Struktur Modal dalam Perspektif Teori Keagenan*. Jurnal Bisnis dan Ekonomi: 15-30.
- Sungkawa, Iwa. 2009. *Peningkatan Kualitas Informasi pada Proses Pengolahan dan Analisis Data Kasus: Kajian Residual dalam Mengatasi Data Pencilan (outlier) pada Penggunaan Regresi Linier Sederhana*. Prosiding Seminar Nasional Himpunan Informatika Pertanian Indonesia.
- Umar, Amiruddin. 2003. *Hubungan Keputusan Pendanaan, Peluang Pertumbuhan dan Struktur Kepemilikan: Suatu Perpektif Keagenan*. Majalah Ekonomi: 69-82.

Website:

- www.idx.co.id. Laporan Tahunan Bursa Efek Indonesia 2010.
- id.wikipedia.org/wiki/Persamaan_kuadrat_dan_Manajemen

