

Bagaimana Respon Investor Terhadap Kepemilikan saham oleh CEO?

Amrie Firmansyah^{1,*}, Pramuji Handra Jadi², Riandi Satria Sukarno³

^{1*} Program Studi Akuntansi; Politeknik Keuangan Negara STAN; Jl. Bintaro Utama Sektor V, Bintaro Jaya Tangerang Selatan, Banten, Indonesia 15222; (62-21) 736165458 Fax 7361653; Email: amrie@pknstan.ac.id

² Program Studi Akuntansi; Politeknik Keuangan Negara STAN; Jl. Bintaro Utama Sektor V, Bintaro Jaya Tangerang Selatan, Banten, Indonesia 15222; (62-21) 736165458 Fax 7361653; Email: 1401190003.pramuji@pknstan.ac.id

³ Program Studi Akuntansi; Politeknik Keuangan Negara STAN; Jl. Bintaro Utama Sektor V, Bintaro Jaya Tangerang Selatan, Banten, Indonesia 15222; (62-21) 736165458 Fax 7361653; Email: 1401190153.riandi@pknstan.ac.id

* Korespondensi: e-mail: amrie@pknstan.ac.id

Diterima: 28 April 2021; Review: 27 Mei 2021; Disetujui: 04 Juni 2021

Cara sitasi: Firmansyah A., Jadi P. H., Sukarno R. S. 2021. Bagaimana Respon Investor Terhadap Kepemilikan Saham Oleh CEO?. Jurnal Online Insan Akuntan. Vol. 6 (1): 15 - 28.

Abstrak: Informasi yang diterima investor di pasar modal dari internal perusahaan berdampak pada perusahaan di masa mendatang. Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi kepemilikan CEO di perusahaan Indonesia terhadap nilai perusahaan. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode kuantitatif dengan pengujian data menggunakan metode kuadrat terkecil. Data penelitian ini adalah laporan keuangan dan harga saham perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sepanjang tahun 2008 hingga 2019 yang bersumber dari www.idnfinancials.com dan finance.yahoo.com dengan kriteria kepemilikan saham oleh CEO. Pemilihan sampel dilakukan secara *purposive sampling* dengan jumlah sampel sebanyak 422 observasi. Penelitian ini menyimpulkan bahwa kepemilikan CEO tidak berpengaruh dengan nilai perusahaan. Penelitian ini juga mengklasifikasikan data menjadi tiga kriteria. Kepemilikan saham oleh CEO di perusahaan kurang dari 1 persen dan dari 1 persen sampai dengan 5 persen, tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun, kepemilikan saham oleh CEO lebih dari 5 persen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Studi ini menunjukkan bahwa Otoritas Jasa Keuangan Indonesia perlu melindungi investor di perusahaan dengan kepemilikan saham oleh CEO yang tinggi.

Kata kunci: Nilai Perusahaan, Kepemilikan, Respon Investor

Abstract: Information received by investors in the capital market from internal companies affects the company in the future. This study aims to investigate the CEO ownership in Indonesian companies on firm value. The method employed in this study is a quantitative method with data testing using ordinary least squares. This study's data are non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange financial statements and stock prices from 2008 to 2019. They are sourced from www.idnfinancials.com and finance.yahoo.com with the criteria for share ownership by the CEO. The sample selection was conducted by *purposive sampling* with a total sample of 422 observations. This study concludes that CEO ownership is not associated with firm value. This study also classifies the data into three criteria. Share ownership by the CEO in the company is less than 1 percent and from 1 percent up to 5 percent are not associated with firm value. However, share CEO ownership of more than 5 percent is negatively associated with firm value. This study indicates that the Indonesia Financial Authority Service needs to protect investors in companies with high share ownership by the CEO.

Keywords: Firm Value, Ownership, Investor Response

1. Pendahuluan

Nilai perusahaan memegang peranan penting dalam keberlangsungan suatu perusahaan karena nilai perusahaan menunjukkan kinerja pasar (Harningsih et al, 2019). Investor menganggap perusahaan yang memiliki nilai perusahaan yang baik karena nilai perusahaan mencerminkan prospek perusahaan yang dapat memberikan kepercayaan kepada investor dalam pemberian dukungan berupa aliran masuk modal kepada perusahaan (Febriana et al., 2016). Investor mempercayai kinerja manajer pada perusahaan yang memiliki nilai perusahaan yang tinggi karena investor beranggapan bahwa manajer perusahaan dapat memperoleh keuntungan di masa depan dari operasinya yang dibiayai oleh modal pemilik perusahaan (Sintyana & Artini, 2019).

Sebaliknya, kinerja operasi yang tidak memberikan keyakinan investor selaku pemilik perusahaan akan direspon kurang baik. Adanya informasi asimetri antara manajer dan pemegang saham akibat perbedaan kepentingan merupakan salah satu pemicu yang menimbulkan kurangnya kepercayaan pemegang saham atas kinerja manajer (Lisa, 2012). Dalam aktivitas operasi, manajer perusahaan sering memanfaatkan posisi mereka dalam menggunakan sumber daya yang ada di dalam perusahaan untuk kepentingan pribadi (Jensen & Meckling, 1976). Konflik kepentingan semakin meningkat karena pemegang saham tidak dapat memonitor kinerja manajer dalam aktivitas operasi dalam memastikan bahwa manajemen bekerja sesuai dengan keinginan pemegang saham (Scott, 2015).

Respon manajer yang berbeda dengan kepentingan pemegang saham dapat berakibat kurang percayanya manajer atas aktivitas manajer. Manajer dianggap kurang menyeleraskan kepentingannya dengan kepentingan pemegang saham. Manajer memiliki informasi perusahaan yang lebih sempurna sehingga dapat menggunakan kewenangannya untuk memenuhi keinginan pribadinya. Untuk meminimalisir adanya perbedaan kepentingan tersebut diperlukan suatu mekanisme untuk menyeleraskan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Salah satu cara untuk menciptakan mekanisme tersebut adalah dengan memberikan saham kepada manajer. Dengan cara ini diharapkan bahwa perusahaan dengan tingkat kepemilikan saham oleh manajer memiliki nilai perusahaan yang lebih baik.

Penelitian empiris tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang berbeda. Morck et al. (1988), McConnell &

Servaes (1990), Hermalin & Weisbach (1991), Davies et al. (2005), Benson & Davidson (2009), Kim & Lu (2011) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan tingkat kepemilikan manajerial yang rendah dan berpengaruh negatif pada tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi. Sementara itu, Demsetz & Lehn (1985), Cho (1998), Himmelberg, Hubbard & Palia (1999), dan Demsetz & Villalonga (2001), tidak menemukan hubungan yang signifikan antara tingkat kepemilikan dengan hubungan kinerja perusahaan. Sementara itu, pengujian kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan data perusahaan Indonesia, di antaranya dilakukan oleh Fahdiansyah et al. (2018), Nurwahidah et al. (2019), Darmayanti et al. (2018), yang menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, Lestari (2017) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Andayani & Yusra (2019), Nurkhin et al. (2017), Cristofer & Ika (2018), Surayya & Kadang (2020) tidak menemukan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Pengujian terhadap nilai perusahaan lainnya di Indonesia dilakukan oleh beberapa faktor seperti profitabilitas (Apriliyanti et al., 2019), kebijakan dividen (Apriliyanti et al., 2019; Arizki et al., 2019), kebijakan utang (Bahrun et al., 2020; Apriliyanti et al., 2019), ukuran perusahaan (Rahayu & Asandimitra, 2014; Putri et al., 2018; Suwardika & Mustanda, 2017), struktur modal (Mudjijah et al., 2019), risiko bisnis (Rahman, 2019), modal intelektual (Putri & Tartilla, 2018), derivatif dan hedging (Firmansyah & Purnama, 2020; Novianti & Firmansyah, 2020), income smoothing (Novianti & Firmansyah, 2020), keputusan investasi (Apriliyanti et al., 2019), kinerja keuangan (Mudjijah et al., 2019; Rahardjo & Murdani, 2016), cash holding (Bahrun et al., 2020; Dewi et al., 2019), good corporate governance (Budiyono & Wulansari, 2018; Fatimah et al., 2019).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan saham manajerial terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian ini kepemilikan saham manajerial menggunakan hanya saham yang dimiliki oleh CEO (direktur utama). Sementara itu, Fahdiansyah et al. (2018), Nurwahidah et al. (2019), Darmayanti et al. (2018), Lestari (2017), Andayani & Yusra (2019), Nurkhin et al. (2017), Cristofer & Ika (2018), Surayya & Kadang (2020), kepemilikan saham manajerial menggunakan kepemilikan

saham seluruh direksi. Fokus penggunaan saham oleh CEO karena CEO yang memiliki kendali utama dari aktivitas operasi dan dapat mempengaruhi keputusan jajaran yang ada di bawahnya. Penggunaan kepemilikan saham perusahaan oleh CEO dalam penelitian ini adalah ukuran ini tidak dipengaruhi oleh perubahan karakteristik dewan direksi atau manajemen puncak. Apabila terdapat adanya hubungan antara tingkat kepemilikan manajerial dan kewajiban manajer terhadap perusahaan, maka hubungan ini yang seharusnya paling terlihat ketika menggunakan kepemilikan CEO sebagai ukuran manajerial karena CEO adalah manajer paling berpengaruh di dalam sebuah perusahaan.

Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan merupakan kontrak antara pemilik perusahaan yang melibatkan pihak lain agen untuk menjalankan perusahaan atas nama pemilik. Pemilik yang juga merupakan pemegang saham mendelegasikan beberapa kewenangan atau hak pengambilan keputusan kepada manajemen sebagai agen. Dalam hubungan ini dapat timbul permasalahan keagenan di mana masing-masing pihak berkeinginan untuk memaksimalkan benefit masing-masing sehingga agen tidak selalu bertindak selaras dengan keinginan pemilik perusahaan (Godfrey, 2010). Masalah keagenan ini semakin meningkat karena masalah informasi asimetri. Pemilik perusahaan tidak memiliki informasi yang cukup tentang kinerja agen karena ketidakmampuan pemilik perusahaan dalam memonitor aktivitas maupun kebijakan yang diambil agen dalam perusahaan. Sementara itu, agen yang menjalankan perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak tentang lingkungan kerja, dan perusahaan secara keseluruhan. Adanya masalah keagenan di atas menimbulkan memunculkan biaya keagenan yang harus ditanggung oleh prinsipal. Jensen & Meckling (1976) membagi biaya keagenan menjadi tiga. Pertama, jumlah biaya yang harus ditanggung pemilik dalam mengawasi dan mengendalikan perilaku manajer. Kedua, biaya yang dikeluarkan pemilik perusahaan kepada manajer dalam menjamin bahwa manajer tidak mengakibatkan kerugian pemilik perusahaan. Ketiga, residual loss yaitu penurunan kekayaan pemilik perusahaan karena adanya perbedaan antara keputusan manajer terkait dengan kepentingannya dan keputusan yang seharusnya diambil dalam memaksimalkan kekayaan pemilik.

Dalam teori keagenan, hubungan antara agen dan prinsipal mengakibatkan informasi asimetri karena agen berada pada posisi yang lebih memiliki informasi terkait

dengan perusahaan dibandingkan dengan prinsipal. Dalam kondisi demikian, agen dapat menggunakan diskresinya untuk mempengaruhi informasi akuntansi yang disajikan dalam laporan keuangan (Zeptian & Rohman, 2013). Apabila prinsipal menganggap informasi yang dilaporkan oleh agen kepada publik masih memiliki risiko ketidakterbukaan, maka agen akan merespon buruk nilai perusahaan melalui turunnya harga saham maupun risiko return saham yang tinggi. Selain itu, agen dapat membuat kebijakan-kebijakan yang mengakibatkan ketidakstabilan kinerja perusahaan maupun risiko yang harus ditanggung oleh perusahaan. Ketidakstabilan kinerja perusahaan dapat diakibatkan akibat adanya perubahan komponen penghasilan komprehensif setiap periode yang berdampak kepada ketidakpastian nilai komponen penghasilan komprehensif setiap periode. Selanjutnya, kebijakan-kebijakan yang dijalankan oleh agen juga dapat mengakibatkan kerugian bagi perusahaan di masa mendatang.

Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham mengakibatkan adanya informasi asimetri (Lisa, 2012; Maharyahrti & Budiasih, 2016). Manajer lebih mengetahui kondisi perusahaan yang lebih sempurna dibandingkan dengan pemegang saham (Candra, 2016). Kondisi ini dapat dimanfaatkan oleh manajer untuk menggunakan diskresinya dalam mempengaruhi kebijakan perusahaan. Insentif yang diberikan kepada manajer dalam bentuk saham diharapkan dapat menyeleraskan kepentingan manajer dan pemegang saham.

Morck et al. (1988), McConnel & Servaes (1990), Hermalin & Weisbach (1991), Davies et al. (2005), Benson & Davidson (2009), Kim & Lu (2011) membuktikan bahwa kepemilikan saham yang rendah oleh manajer dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dalam konteks ini, manajer merupakan pemilik saham minoritas yang tidak berkepentingan dengan kepemilikan saham yang signifikan atau mayoritas. Penelitian-penelitian tersebut juga menemukan bahwa kepemilikan saham yang tinggi oleh manajer mengakibatkan menurunkan nilai perusahaan. Kepemilikan saham yang tinggi oleh manajer mengakibatkan manajer memiliki kewenangan dalam mempengaruhi kebijakan perusahaan, sehingga kepentingan saham minoritas dapat diabaikan. Selanjutnya, Fahdiansyah et al. (2018), Nurwahidah et al. (2019), Darmayanti et al. (2018) menyimpulkan bahwa kepemilikan saham oleh manajer yang semakin tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Kepemilikan saham oleh manajer dapat menurunkan diskresi manajer dalam menggunakan kewenangannya untuk kepentingan manajer. Selaku pemilik saham, manajer juga berada pada posisi pemilik perusahaan yang kepentingannya juga harus diakomodasi oleh manajer itu sendiri. Oleh karena itu, adanya kepemilikan saham oleh CEO terdapat adanya keselarasan kepentingan manajer dan pemegang saham. Kondisi ini mengakibatkan posisi manajer pada dua sisi yaitu agen dan principal.

2. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda dengan kuadrat terkecil atau *ordinary least square* (OLS). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan non finansial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008 sampai dengan 2019. Pemilihan tahun awal observasi didasarkan pada persetujuan konvergensi Standar Akuntansi Keuangan (SAK) Indonesia ke *International Financial Reporting Standards* (IFRS) pada tahun 2008 (IAI, 2008). Meskipun adopsi IFRS secara penuh baru dimulai pada tahun 2012, namun langkah-langkah persiapan dan adopsi IFRS secara bertahap telah dilakukan sejak 2008 (Firmansyah & Irawan, 2018). Data penelitian yang digunakan adalah harga saham yang bersumber dari www.idnfinancials.com dan finance.yahoo.com serta laporan keuangan yang dikumpulkan menggunakan metode dokumentasi melalui laman web resmi Bursa Efek Indonesia dan laman web resmi perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini. Teknik pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling*. Kriteria yang ditetapkan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang termasuk dalam sektor non finansial yang terdaftar di BEI terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebelum 1 Januari 2008, perusahaan non-finansial yang memiliki kepemilikan saham oleh CEO, dan memiliki elemen data laporan keuangan dan informasi yang lengkap terkait variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Adapun ringkasan prosedur *purposive sampling* yang telah dilaksanakan disajikan dalam Tabel 1.

Tabel 1 Sampel Penelitian

| Kriteria | Jumlah |
|--|------------|
| Perusahaan non-finansial yang terdaftar di BEI per April 2021 | 622 |
| Perusahaan yang terdaftar di BEI setelah 1 Januari 2008 | -331 |
| Perusahaan yang terdaftar di BEI sebelum 1 Januari 2008 | 291 |

| | |
|--|------------|
| Perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan saham oleh CEO | -248 |
| Perusahaan yang memiliki kepemilikan saham oleh CEO | 43 |
| Tahun penelitian | 12 |
| Jumlah perusahaan-tahun | 516 |
| Data tahun perusahaan tanpa kepemilikan saham oleh CEO | -92 |
| Total Observasi | 422 |

Sumber : data diolah

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan pada penelitian ini diukur menggunakan proksi Tobin's Q sebagaimana yang digunakan oleh Kurnia & Wirasedana (2018) dan Fimansyah & Purnama (2020).

$$TOBINSQ = (MVE+DEBT)/(TA)$$

Keterangan :

TOBINSQ = Nilai perusahaan

MVE = Nilai pasar ekuitas (harga saham penutupan x jumlah saham beredar)

DEBT = Total nilai buku liabilitas

TA = Total nilai buku aset

Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan saham oleh CEO. Persentase kepemilikan saham oleh CEO diperoleh dengan membagi jumlah lembar saham yang dimiliki oleh CEO terhadap jumlah lembar saham perusahaan yang beredar sebagaimana yang juga digunakan oleh Tan et al. (2001) dan Saidu (2019)

$MOW = \text{Jumlah lembar saham yang dimiliki oleh CEO} / \text{Jumlah lembar saham beredar}$

Selain itu, penelitian ini juga menambahkan lima variabel kontrol yaitu kebijakan dividen, *leverage*, profitabilitas, *asset tangibility*, dan ukuran perusahaan yang diharapkan dapat mengendalikan agar pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat tidak dipengaruhi oleh faktor lain di luar penelitian serta dapat menjelaskan fenomena dengan lebih optimal.

Kebijakan dividen adalah dividen yang dibayarkan oleh perusahaan yang berasal dari pendapatan atau laba dan dibagikan dalam bentuk dividen tunai dan dividen saham kepada pemegang saham (Gusni, 2017). Kebijakan dividen diukur menggunakan variabel dummy sebagaimana yang ditawarkan oleh Budianto & Payatma (2014) dan Mladenoska (2017) dengan ketentuan D=1 untuk perusahaan yang membagikan dividen pada tahun terkait dan D=0 untuk perusahaan yang tidak membagikan dividen pada tahun terkait.

Leverage merupakan gambaran dari bentuk proporsi finansial perusahaan yaitu antara sumber dana yang bersumber dari utang jangka panjang dan bersumber dari modal sendiri yang menjadi sumber pendanaan perusahaan (Fahmi, 2012). *Leverage* diukur menggunakan rasio utang jangka panjang terhadap total aset sebagaimana yang ditawarkan oleh Fengju, et al. (2013) dan Chen & Zhao (2005) sebagai berikut.

$$LEV = LTD/TA$$

Keterangan :

| | |
|------------|--|
| <i>LEV</i> | = <i>Leverage</i> |
| <i>LTD</i> | = Total nilai buku liabilitas jangka panjang |
| <i>TA</i> | = Total nilai buku aset |

Profitabilitas merupakan rasio untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan mendapatkan keuntungan dengan memanfaatkan sumber daya perusahaan seperti aset, modal atau penjualan perusahaan (Kasmir, 2015). Penelitian ini menggunakan ukuran profitabilitas berupa *operating profit margin* sebagaimana yang digunakan oleh Peranginangin (2019) sebagai berikut.

$$PM = OP/Sales$$

Keterangan :

| | |
|--------------|---------------------------|
| <i>PM</i> | = Profitabilitas |
| <i>OP</i> | = <i>Operating Profit</i> |
| <i>Sales</i> | = Total penjualan |

Asset Tangibility menggambarkan karakteristik aset perusahaan. Rasio *asset tangibility* yang tinggi memberikan jaminan tingkat keamanan kepada kreditor karena dapat melikuidasi lebih banyak aset jika terjadi kebangkrutan (Baker & Martin, 2011) sehingga lebih memudahkan perusahaan untuk memperoleh pendanaan dengan biaya lebih rendah (Ariyanti, 2019). Penelitian ini menggunakan proksi *asset tangibility* yang ditawarkan oleh Gertler dan Hubbard (1988) sebagai berikut.

$$TANG = FA/Sales$$

Keterangan :

| | |
|--------------|----------------------------|
| <i>TANG</i> | = <i>Asset Tangibility</i> |
| <i>FA</i> | = Total aset tetap |
| <i>Sales</i> | = Total penjualan |

Ukuran perusahaan dihitung menggunakan proksi yang digunakan oleh Budianto & Payamta (2014), Cristofer & Ika (2018), dan Prabowo et al. (2016) sebagai berikut.

$$SIZE = \text{Ln}(\text{total aset})$$

Adapun, model pengujian hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$TOBINSQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MOW_{i,t} + \beta_2 DIV_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 PM + \beta_5 TANG + \beta_6 SIZE + \varepsilon_{i,t} \dots\dots(1)$$

Keterangan :

- TOBINSQ = Nilai perusahaan
- MOW = Kepemilikan saham oleh CEO
- DIV = Kebijakan dividen
- LEV = Leverage
- PM = Profitabilitas
- TANG = Asset tangibility
- SIZE = Ukuran perusahaan
- β_0 = Konstanta
- β_1, β_2 s.d. β_6 = koefisien persamaan regresi
- $\varepsilon_{i,t}$ = error pada perusahaan i, tahun t

3. Hasil dan Pembahasan

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif variabel penelitian.

Tabel 2 Statistik Deskriptif

| | TOBINS_Q | MOW | DIV | LEV. | PM | TANG | SIZE |
|-----------|----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Mean | 1,3249 | 0,0528 | 0,6057 | 0,1550 | 0,0565 | 1,8884 | 28,001 |
| Med | 0,9836 | 0,0057 | 1 | 0,1059 | 0,0588 | 1,0608 | 27,736 |
| Max. | 20,254 | 0,6647 | 1 | 0,8538 | 0,6824 | 24,999 | 32,201 |
| Min. | 0,1508 | 3,72E-06 | 0 | 0,0048 | -2,378 | 0,0612 | 24,455 |
| Std. Dev. | 1,3139 | 0,1290 | 0,4892 | 0,1442 | 0,2281 | 2,9426 | 1,767 |
| Obs. | 416 | 416 | 416 | 416 | 416 | 416 | 416 |

Sumber: data diolah

Selanjutnya, hasil pengujian hipotesis disajikan dalam Tabel 3 sebagai berikut.

Tabel 3 Hasil Pengujian Hipotesis

| Var. | Seluruh Sampel | | | CEO OWN < 1% | | | CEO OWN dari 1% hingga 5% | | | CEO OWN lebih dari 5% | | |
|---------------------|----------------|---------|-----------|--------------|---------|-----------|---------------------------|---------|-----------|-----------------------|---------|-----------|
| | Coeff. | t-Stat. | Prob. | Coeff. | t-Stat. | Prob. | Coeff. | t-Stat. | Prob. | Coeff. | t-Stat. | Prob. |
| C | -1,913 | -1,783 | 0,037 ** | -1,343 | -0,805 | 0,210 | 3,573 | 1,274 | 0,103 * | -2,659 | -1,775 | 0,039 ** |
| MOW | -0,208 | -0,404 | 0,342 | 17,444 | 0,465 | 0,321 | -4,957 | -0,596 | 0,276 | -0,694 | -1,388 | 0,084 * |
| DIV | 0,149 | 1,042 | 0,148 | 0,067 | 0,283 | 0,388 | 0,372 | 2,020 | 0,023 ** | -0,248 | -1,184 | 0,119 |
| LEV | -0,656 | -1,417 | 0,078 * | -0,445 | -0,628 | 0,265 | 0,518 | 0,539 | 0,295 | -0,483 | -0,809 | 0,210 |
| PM | 1,028 | 3,385 | 0,000 *** | 4,137 | 5,121 | 0,000 *** | 0,318 | 0,808 | 0,210 | 0,132 | 0,407 | 0,342 |
| TANG | 0,027 | 1,190 | 0,117 * | 0,023 | 0,728 | 0,233 | -0,218 | -3,256 | 0,000 *** | -0,006 | -0,162 | 0,435 |
| SIZE | 0,112 | 2,893 | 0,002 *** | 0,083 | 1,421 | 0,078 * | -0,078 | -0,810 | 0,210 | 0,150 | 2,758 | 0,003 *** |
| R ² | 0,079 | | | 0,142 | | | 0,205 | | | 0,133 | | |
| Adj. R ² | 0,066 | | | 0,120 | | | 0,147 | | | 0,065 | | |
| F-stat. | 5,892 | | | 6,534 | | | 3,528 | | | 1,953 | | |
| Prob(F-stat.) | 0,000 | | | 0,000 | | | 0,003 | | | 0,082 | | |
| Obs | 416 | | | 244 | | | 89 | | | 83 | | |

Sumber : data diolah

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan CEO di Indonesia tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian ini sejalan dengan Andayani & Yusra (2019), Nurkhin et al. (2017), Cristofer & Ika (2018), Surayya & Kadang (2020).

Berdasarkan statistik deskriptif, kepemilikan CEO di Indonesia didominasi oleh kelompok kepemilikan saham yang rendah. Kepemilikan saham CEO yang rendah tidak direspon oleh investor. Investor menganggap bahwa kepemilikan saham CEO yang rendah sama halnya dengan kepemilikan saham minoritas pemegang saham lainnya, sehingga kondisi tersebut tidak mengakibatkan CEO untuk menyeleraskan kepentingan pemegang saham dalam kebijakan perusahaan yang diambil. Kepemilikan saham yang rendah tidak mengakibatkan CEO bertindak untuk kepentingan pemegang saham dalam aktivitas perusahaan. Tingkat kepemilikan CEO yang rendah tidak mengakibatkan manajemen memiliki insentif untuk menjalankan kegiatan memaksimalkan nilai perusahaan. Kondisi ini tidak mengakibatkan upaya penyelesaian masalah keagenan dengan kecilnya persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer.

Apabila dikelompokkan, kepemilikan saham CEO kurang dari 1% dan 1% sampai dengan 5%, berdasarkan hasil pengujian dalam penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan CEO tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian ini sejalan dengan hasil pengujian utama, sehingga terbukti bahwa kepemilikan saham CEO yang rendah tidak mendapat respon dari investor. Selanjutnya, kepemilikan CEO lebih dari 5% berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan saham oleh CEO lebih dari 5% mengakibatkan CEO memiliki kewenangan dalam mempengaruhi kebijakannya dalam aktivitas perusahaan tanpa harus memperhatikan kepentingan pemegang saham lainnya khususnya pemegang saham minoritas. Temuan ini juga mengakibatkan munculnya masalah keagenan baru yaitu adanya perbedaan kepentingan pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Dalam konteks kepemilikan saham yang lebih tinggi, CEO memiliki kontribusi dalam pengambilan kebijakan arah perusahaan di masa depan yang mungkin dipengaruhi oleh motif-motif yang dapat menguntungkan CEO tersebut. Dalam kondisi demikian, investor menganggap bahwa intervensi CEO dalam kebijakan perusahaan mengakibatkan semakin menjauhnya penyelerasan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Hasil pengujian ini sejalan dengan Morck et. al (1998) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial di atas 5% dapat menurunkan respon positif investor.

4. Kesimpulan

Penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial yang diwakili oleh kepemilikan saham oleh CEO tidak mendapat respon dari investor. Dalam pengujian

yang kedua menunjukkan bahwa kepemilikan saham sampai dengan 5% masih sejalan dengan hasil pengujian utama. Namun, ketika kepemilikan saham oleh CEO lebih dari 5% respon investor menjadi negatif. Kondisi ini diduga karena saham yang dimiliki CEO yang semakin tinggi mengakibatkan diskresi CEO terhadap kebijakan perusahaan menjadi meningkat, sehingga tindakan tersebut tidak selaras dengan kepentingan pemegang saham.

Penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan yang relatif sedikit karena terbatasnya perusahaan yang memiliki data dan informasi kepemilikan saham oleh CEO. Selain itu, penelitian ini hanya menggunakan data dan informasi perusahaan non financial. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya dapat menggunakan data dan informasi perusahaan keuangan untuk membandingkan hasil pengujiannya dengan hasil pengujian ini. Selain itu, penelitian selanjutnya dapat menggunakan komisararis independen dan komite audit sebagai variabel moderasi khususnya untuk kepemilikan CEO yang lebih dari 5%.

Penelitian ini mengindikasikan bahwa Otoritas Jasa Keuangan dapat memperbaiki kebijakan terkait dengan peningkatan tata kelola perusahaan dalam rangka meningkatkan transparansi dan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Selain itu, Otoritas Jasa Keuangan dapat mengatur fungsi *monitoring* yang dilakukan oleh dewan komisararis independen dan komite audit terkait dengan pengambilan keputusan strategis manajer yang selaras dengan keberpihakan kepentingan pemegang saham.

Referensi

- Apriliyanti, V., Hermi, & Herawaty, V. 2019. Pengaruh kebijakan hutang, kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. *Jurnal Magister Akuntansi Trisakti*, 6(2), 201-224.
- Ariyanti, R. 2019. Pengaruh tangible asset, ROE, firm size, liquidity terhadap price book value dengan struktur modal sebagai variabel intervening pada perusahaan perbankan. *BALANCE: Economic, Business, Management and Accounting Journal*, 16(1), 1-11.
- Arizki, A., Masdupi, E., & Zulvia, Y. 2019. Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur. *Jurnal Kajian Manajemen dan Wirausaha*, 1(1), 73-82.
- Bahrn, M. F., Tifah, & Firmansyah, A. 2020. Pengaruh Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, Dan Arus Kas Bebas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 8(3), 263-276.

- Baker, H. K., & Martin, G. S. 2011. *Capital Structure and Corporate Financing Decision: Theory, Evidence and Practice*. USA: John Wiley & Sons Ltd
- Benson, B. W., & Davidson, W. N. 2009. Reexamining the managerial ownership effect on firm value. *Journal of Corporate Finance*, 15(5), 573–586.
- Budianto, W., & Payamta, P. 2014. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. *Assets: Jurnal Akuntansi Dan Pendidikan*, 3(1), 1-13.
- Budiyono, & Wulansari, F. A. 2018. Good corporate governance management on corporate values (empirical study on chemical companies listed on the Indonesia Stock Exchange Period 2013-2015). *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)*, 2(1), 45-56.
- Chen, L. and Zhao, Z. 2005. Profitability, Mean Reversion of Leverage Ratios, and Capital Structure Choices. Michigan State University and Kent State University, Working Paper, 1-47.
- Cristofer, Y. E., & Ika, N. P. 2018. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Kontemporer*, 5(1), 1–27.
- Davies, J.R., Hillier, D., & McColgan, P. 2005. Ownership structure, managerial behavior and corporate value. *Journal of Corporate Finance*, 11, 645-660.
- Dewi, D. K., Tanjung, A. R., & Indrawati, N. 2018. Analisis pengaruh free cash flow, investment opportunity set, ukuran perusahaan dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel moderating (studi pada perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016). *Jurnal Ekonomi*, 26(2), 101-121.
- Fahmi, I. 2012. *Analisis Laporan Keuangan*. Alfabeta, Bandung Pertama, PT.Raja Grafindo Persada
- Fatimah, Mardani, R. M., & Wahono, B. 2019. Pengaruh good corporate governance terhadap nilai perusahaan dengan kinerja keuangan sebagai variabel intervening (studi kasus pada perusahaan manufaktur subsektor barang. *Jurnal Ilmiah Riset Manajemen*, 8(15), 51-69.
- Febriana, E., Djumahir, Djawahir, A. H. 2016. Pengaruh struktur modal, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, kepemilikan saham manajerial dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 21(2), 163-178.
- Fengju, X., Fard, R. Y., Maher, L. G., Akhteghan, N., (2013). The relationship between financial leverage and profitability with an emphasis on income smoothing in Iran's capital market. *European Online Journal of Natural and Social Sciences* 2013, 2(3), 156-164.
- Firmansyah, A., & Purnama, E. D. B. 2020. Do derivatives instruments ownership decrease firm value in Indonesia? *Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 5(1), 1-9.
- Firmansyah, A. & Irawan, F. 2018. Adopsi IFRS, Manajemen Laba Akrua dan Manajemen Laba Riil. *Assets: Jurnal Akuntansi dan Pendidikan*, 7(2), 81-94.
- Gertler, M., & Hubbard, R.G. 1988. Financial factors in business fluctuations. *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City*, 33-78.
- Godfrey, J., Hodgson, A., Tarca, A., Hamilton, J., & Holmes, S. 2010. *Accounting theory* (7th ed.). Australia: John Wiley & Sons Australia, Ltd.

- Gusni. 2017. The determinants of dividend policy: a study of financial industry in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 21(4): 562–574, 2017
- Harningsih, S., Agustin, H., & Setiawan, M. A. 2019. Pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dengan pengungkapan csr dan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. *Ranah Research: Journal of Multidiciplinary Research and Development*, 1(2), 199-209.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. 1991. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20, 101-112
- IAI. 2008. Siaran Pers Ikatan Akuntan Indonesia: Konvergensi Standar Akuntansi Keuangan (SAK) Indonesiake International Financial Reporting Standards IFRS. Ikatan Akuntan Indonesia. diakses pada 27 April 2021, dari <http://iaiglobal.or.id/v03/berita-kegiatan/detailarsip-19>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305- 360.
- Kasmir. 2015. Analisis Laporan Keuangan. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada
- Kim, E. H., & Lu, Y. 2011. CEO ownership, external governance, and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 272–292.
- Kurnia, I. G. A. A. D., & Wirasedana, I. W. P. 2018. Pengaruh kinerja lingkungan dan komponen good corporate governance pada nilai perusahaan yang terdaftar di BEI. *E-Jurnal Akuntansi*, 1737-1767.
- Lisa, O. 2012. Asimetri informasi dan manajemen laba: suatu tinjauan dalam hubungan keagenan. *Jurnal WIGA*, 2 (1), 42-49.
- Mahasyahrti, P. T., & Budiasih, I. G. A. N. 2016. Asimetri informasi, leverage, dan ukuran perusahaan pada manajemen laba. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 11(2), 100-110.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Mladenoska, A. 2017. The impact of dividend policy on share price volatility in the Macedonian stock market. *Journal of Contemporary Economic and Business Issues*, 4(2), 37-50
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1988, Management Ownership And Market Valuation, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Mudjijah, S., Khalid, Z., & Astuti, D. A. S. 2019. Pengaruh kinerja keuangan dan struktur modal terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi variabel ukuran perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 8(1), 41-56.
- Novianti, T., & Firmansyah, A. 2020. The effect of tax risk, hedging, income smoothing, and volatility cash flows on firm value. *Test Engineering and Management*, 83, 9675 – 9686.
- Peranginangin, A. M. 2019. The Effect of Profitabilty, Debt Policy and Firm Size on Company Value in Consumer Goods Companies. *Abstract Proceedings International Scholars Conference*. 7(1), 1217-1229.
- Prabowo, D., Sunarto, & Sudiyatno, B. 2016. Effects Capital Structure, Managerial Ownership, Firm Size, and Tangible Asset To the Firm Value: Empirical Study on Indonesian Stock Exchange. *Proceedings - International Conference of Banking, Accounting, Management and Economics & Call For Papers (ICOBAME)*, 1(2), 150–155. <https://www.unisbank.ac.id/ojs/index.php/icobame/article/download/4660/1392>
- Putri, W.W.R., & Tartilla, N. 2018. Pengaruh intellectual capital terhadap nilai perusahaan dengan operating cash flow sebagai variabel moderating. *Jurnal Ilmiah Ilmu Ekonomi (Jurnal Akuntansi, Pajak dan Manajemen)*, 7(13), 1-12.

- Rahardjo, B.T., & Murdani, R. 2016. Pengaruh kinerja keuangan dan pengungkapan corporate social responsibility terhadap nilai perusahaan (studi kasus pada perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI tahun 2010-2014). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis Krisnadwipayana*, 3(1), 1-9.
- Rahayu, F. D., & Asandimitra, N. 2014. Pengaruh ukuran perusahaan, leverage, profitabilitas, kebijakan dividen dan cash holding terhadap nilai perusahaan pada subsektor manufaktur. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 2(2), 548-561.
- Rahman, A. 2019. Pengaruh pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis terhadap struktur modal dan nilai perusahaan pada industri perbankan di Bursa Efek Indonesia sebelum dan sesudah krisis global. *Jurnal Manajemen Dan Akuntansi*, 25(1), 114-129.
- Saidu, S. 2019. CEO characteristics and firm performance: focus on origin, education and ownership. *Journal of Global Entrepreneurship Research* 9, 29. <https://doi.org/10.1186/s40497-019-0153-7>
- Scott, W.R. 2015. *Financial Accounting Theory*, 7th Ed. Toronto: Pearson Prentice Hall.
- Sintyana, I. P. H., & Artini, L. G. S. 2019. Pengaruh profitabilitas, struktur modal, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *E-Jurnal Manajemen*, 8(2), 7717 – 7745
- Suwardika, I. N. A., & Mustanda, I. K. 2017. Pengaruh leverage, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan properti. *E-jurnal Manajemen*, 6(3), 1248-1277.
- Tan, R.S.K., Chng, P.L. & Tan, T.W. 2001. CEO share ownership and firm value. *Asia Pacific Journal of Management*, 18(3), 355–371.
- Zeptian, A., & Rohman, A. 2013. Analisis pengaruh penerapan corporate governance, struktur kepemilikan, dan ukuran perusahaan terhadap manajemen laba pada perbankan. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 2(4), 1-11.