



Keterkaitan antara *managerial ownership*, *capital structure* dan *investment decision* dalam perspektif *convergence – interest hypothesis*

Ika Ladyana Ningtias¹, Fitri Ismiyanti²

^{1,2} Universitas Airlangga

ikaladyana29@gmail.com

Info Artikel

Sejarah artikel:

Diterima 15 April 2022

Disetujui 20 April 2022

Diterbitkan 25 April 2022

Kata kunci:

Kepemilikan Manajerial,
Keputusan Investasi,
Perspektif Konvergen,
struktur modal

Keywords :

Managerial Ownership,
Investment Decision,
Convergence Perspective,
capital structure

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, struktur modal, dan keputusan investasi dalam perspektif konvergensi - hipotesis bunga. Jenis penelitian ini kuantitatif analitik. Metode analisis data menggunakan regresi untuk panel model 2 dan model 3, serta model persamaan simultan untuk model 1. Penelitian ini menggunakan uji koefisien regresi statistik (uji t) untuk analisis bivariabel, uji F, dan uji statistik tes R². Hasil interpretasi model 1 dan model 2 (tanpa outlier) tidak berdistribusi normal, tidak terjadi multikolinearitas, tidak ada gejala heteroskedastisitas, terdapat autokorelasi positif. Hasil interpretasi model 3 (tanpa outlier) berdistribusi normal, tidak terjadi multikolinearitas, terdapat gejala heteroskedastisitas dan autokorelasi positif. Hasil untuk penelitian itu dapat disimpulkan uji asumsi klasik menunjukkan bahwa ketiga model memiliki gejala abnormal dan heteroskedastisitas. Peneliti telah menghapus data outlier satu per satu dari tiga model dan mengubah data menjadi model ketiga. Disarankan untuk menambahkan variabel yang berbeda seperti keputusan pembayaran dividen. Serta dapat menambah periode sampling lebih banyak sampel yang dipelajari dan mempertimbangkan untuk mengambil sampel dari perusahaan lain untuk penelitian selanjutnya.

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of managerial ownership, capital structure, and investment decisions in the convergence of perspective –interest hypothesis. This type of research is quantitative analytic. The data analysis method used regression for panel model 2 and model 3, as well as the simultaneous Equation model for model 1. This study used a statistical regression coefficient test (t-test) for bivariable analysis, F test, and R² test. The results of the interpretation of model 1 and model 2 (without outliers) are not normally distributed, there is no multicollinearity, there are no symptoms of heteroscedasticity and there is a positive autocorrelation. The results of the interpretation of model 3 (without outliers) are normally distributed, there is no multicollinearity, there are symptoms of heteroscedasticity and there a positive autocorrelation The result for the study can be concluded classical assumption test show that the three models have abnormal symptoms and heteroscedasticity. The researcher has removed the data outliers one by one in the three models and transformed data into the third model. We suggest adding different variables such as dividend payout decisions. As well as being able to will add a sampling period that more samples are studied and consider taking samples from other companies for next research.



©2022 Penulis. Diterbitkan oleh Program Studi Akuntansi, Institut Koperasi Indonesia.

Ini adalah artikel akses terbuka di bawah lisensi CC BY

(<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)

PENDAHULUAN

Investasi saham di pasar modal merupakan suatu investasi yang memiliki risiko cukup tinggi, sifat komoditinya yang peka terhadap perubahan mempengaruhi perilaku pemodal atau investor. Perusahaan harus dapat mengantisipasi beberapa-kondisi yang terjadi di luar kendali perusahaan atau yang biasa dikenal dengan kondisi makro ekonomi. Dengan kondisi yang dialami sekarang, suatu perusahaan harus dapat mempertahankan nilai perusahaan agar tidak jatuh di mata pemodal atau investor.

Berk et al. (2017) menyatakan bahwa *asymmetry information* terjadi ketika pihak manajemen mendapatkan informasi yang lebih baik dari investor. Dimana informasi ini menghasilkan kebijakan yang dibuat oleh manajemen untuk mendeteksi prospek perusahaan dan dapat membuat keputusan yang lebih mengakomodasi kepentingannya. Konflik kepentingan tersebut dapat diminimalisir melalui mekanisme kepemilikan saham oleh manajemen atau yang biasa disebut dengan *managerial ownership*. Mekanisme kepemilikan saham oleh manajemen juga merupakan salah satu upaya untuk menyelaraskan kepentingan (*convergence - interest*). Dengan ikut memiliki kepemilikan saham

perusahaan diharapkan pihak manajemen perusahaan akan bekerja demi kepentingan pemegang saham yang termasuk diri mereka sendiri atau hal ini sering disebut dengan *convergence – interest hypothesis*. Hal ini juga didukung dengan hasil penelitian Sun et al. (2016) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang lebih tinggi memainkan peran penting dalam menyelaraskan kepentingan manajemen perusahaan dan pemegang saham, yang pada akhirnya mengarah pada biaya hutang yang lebih rendah. Perusahaan harus memilih struktur modal yang mereka yakini akan memberikan dampak terhadap tingginya *firm value*. Salah satu struktur modal perusahaan adalah dengan menggunakan hutang. Mustansar (2018) menyatakan bahwa pada negara berkembang, ketika *managerial ownership* rendah maka perusahaan akan cenderung menggunakan hutang yang tinggi.

Selain itu, keputusan investasi juga merupakan faktor yang sangat penting dalam fungsi keuangan suatu perusahaan, dimana nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi (Hidayat, 2010). Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi sangat berperan, karena untuk mencapai tujuan perusahaan dilakukan dengan cara memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang dihasilkan melalui kegiatan investasi suatu perusahaan.

Vijayakumaran (2021) menemukan bahwa keputusan investasi secara sistematis terkait dengan kepemilikan manajerial dalam dua cara. Pertama, kepemilikan manajerial memberikan pengaruh yang positif terhadap keputusan investasi perusahaan dengan cara menyelaraskan insentif manajemen dengan kepentingan pemegang saham, kepemilikan manajerial yang tinggi akan meningkatkan investasi perusahaan. Dimana hal ini sesuai dengan *convergence-interest hypothesis*. Kedua, kepemilikan manajerial membantu mengurangi tingkat kendala keuangan yang dihadapi oleh perusahaan dengan bertindak sebagai bentuk jaminan yang kredibel bagi pemberi pinjaman dan menandakan kualitas proyek investasi ke pasar modal.

Tome (2017) dan Sajid (2016), menyebutkan bahwa adanya hubungan negatif antara *financial leverage dan investment*. Dengan tingginya hutang maka akan menimbulkan *underinvestment* karena adanya kemungkinan gagal bayar yang akhirnya mendorong perusahaan untuk mengurangi kegiatan investasinya. Selain itu, *leverage* menjadi *disciplinary role* bagi para manajer dengan membuat mereka menggunakan dana berlebih untuk membayar hutang sehingga menahan terjadinya *overinvestment* yang tidak menguntungkan. Di sisi lain, *convergence – interest hypothesis* digunakan untuk menjelaskan efek positif yang ditimbulkan dari kepemilikan manajerial (Jensen dan Meckling, 1976). Selain efek positif terdapat efek negatif yang dapat terjadi biasa disebut dengan *Entrenchment Hypothesis*.

Managerial ownership menjadi salah satu upaya yang bisa digunakan untuk mengurangi *conflict of interest*. Selain itu kepemilikan manajerial dapat membatasi tindakan manajemen yang berlebihan dalam suatu perusahaan (Kusumawati & Setiawan, 2019). Hal ini juga sejalan dengan pendapat (Sorensen, 1986) bahwa manajemen memiliki *insentif* yang lebih besar untuk mengurangi *agency cost* dengan meningkatkan kepemilikan. Yang mana *Managerial ownership* tersebut menunjukkan kepemilikan pihak manajemen atas saham di dalam sebuah perusahaan (Setiana, 2013) atau dengan kata lain kepemilikan manajerial merupakan besaran proporsi saham biasa yang dimiliki oleh manajemen dalam hal ini direksi, komisaris atau direktur. Yang artinya seseorang akan berkedudukan ganda, tidak hanya sebagai pihak yang mengelola perusahaan tetapi juga sebagai pemegang saham. Bisa disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial merupakan kondisi rangkap jabatan sebagai manajemen perusahaan dan juga sebagai pemegang saham yang mana ikut aktif dalam pengambilan keputusan di dalam perusahaan.

Keputusan investasi menjadi salah satu bagian yang cukup penting bagi perusahaan untuk menciptakan nilai (*firm value*). Nilai perusahaan yang dibentuk melalui nilai pasar saham akan sangat dipengaruhi oleh peluang – peluang investasi (*investment opportunity set – IOS*). Selain itu, perusahaan yang memutuskan untuk berinvestasi juga mengharapkan mendapat keuntungan yang akan diperoleh di masa yang akan datang seperti halnya meningkatkan produksi barang atau jasa, memperluas pangsa pasar, memperoleh laba dan lain sebagainya (Sandiar, 2017). Dengan demikian keputusan investasi (*investment decision*) dapat diartikan sebagai suatu keputusan untuk melepaskan dana yang dimiliki pada saat ini dengan harapan akan menghasilkan arus dana di masa depan dengan jumlah yang lebih besar daripada dana yang dilepaskan pada saat investasi awal.

Efek positif yang ditimbulkan dari pemegang saham pengendali biasa disebut dengan *Convergence of interest (alignment of interest) hypothesis*. Menurut hipotesis tersebut, dengan meningkatnya kepemilikan saham oleh pihak insider atau manajemen maka dapat mengurangi biaya keagenan (*agency cost*) karena manajemen menanggung biaya dari kegiatan yang bisa mengurangi nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Amyulianthy, 2012). Adanya kepemilikan manajerial dalam perusahaan itu akan membuat penyelarasan kepentingan antara *agent* dan *principal*, hal ini dikarenakan *agent* juga bertindak sebagai *principal* sehingga tujuan atau kepentingan mereka untuk perusahaan adalah sama. Dengan demikian bisa dijelaskan bahwa penyelarasan kepentingan disebut juga sebagai *Convergence – Interest hypothesis*.

Dengan kata lain semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial maka manajemen akan memiliki *power* yang besar untuk mengamankan posisi mereka dalam perusahaan dan menghindari monitoring oleh pihak luar perusahaan. Dalam penelitian ini berfokus pada *convergence – interest hypothesis* untuk menjelaskan keterkaitan antara *managerial ownership*, *capital structure* dan *investment decision* dikarenakan *managerial ownership* digunakan sebagai salah satu cara untuk meminimalisir *agency problem* sehingga hal tersebut akan menimbulkan penyelarasan kepentingan antara pihak *principal* dan *agent* yang mana penyelarasan tersebut dijelaskan oleh *convergence – interest hypothesis*. Dari uraian diatas, maka dalam penelitian ini dikemukakan adanya keterkaitan pengaruh *Managerial ownership*, *Investment Decision*, *Convergence Perspective* pada kepentingan pihak *principal* dan *agent* yang mana penyelarasan tersebut dijelaskan oleh *convergence – interest hypothesis*.

METODE PENELITIAN

Pendekatan

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah kuantitatif.

Populasi Penelitian:

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2006 – 2020

Variabel Penelitian, Definisi Operasional

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari dua variabel yaitu variabel endogen atau variabel tergantung (*dependent*) dan variabel eksogen yaitu variabel bebas (*independent*) termasuk di dalamnya variabel kontrol. Variabel endogen adalah fokus utama pada penelitian ini yang terdiri dari *Managerial ownership*, *Capital Structure* dan *Investment Decision*. Variabel kontrol yang digunakan sebagai penjelas dalam penelitian yaitu *size*, *tangibility*, *profitability*, *non-debt tax shield*, *cash flow*, *investment opportunity* dan *business risk*.

Definisi Operasional dapat dilihat sebagai berikut :

1. *Managerial ownership*

$$\text{Managerial Ownership} = \frac{\text{Saham yang dimiliki Manajemen}}{\text{Total saham yang beredar}} \times 100\%$$

2. *Capital Structure*

$$\text{Debt to Asset Ratio (DAR)} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total asset}}$$

3. *Investment Decision*

$$\text{INVS} = \frac{TA_t - TA_{t-1}}{TA_{t-1}}$$

Keterangan :

TA_t : total aktiva tahun berjalan

TA_{t-1} : total aktiva tahun lalu

4. *Size*

$$Size = Ln \text{ Total Assets}$$

5. *Business Risk*

$$Business Risk = STDEV \frac{EBIT}{Total Assets}$$

6. *Tangibility*

$$Tangibility = \frac{Fixed Assets}{Total Assets}$$

7. *Profitability*

$$ROA = \frac{Earnings \text{ before interest and tax (EBIT)}}{Total Assets}$$

8. *Non-Debt Tax Shield*

$$NDTS = \frac{Total \text{ biaya depresiasi dan amortisasi}}{Total aset}$$

9. *Cash Flow*

$$Cash Flow = \frac{Net \text{ profit} + Depreciation}{Total Assets}$$

10. *Investment Opportunity*

$$Book \text{ to Market value} = \frac{Book \text{ value of Equity}}{Stock \text{ Market Value}}$$

Teknik Analisa Data

Pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini menggunakan regresi data panel untuk model 2 dan model 3 serta model persamaan simultan untuk model 1. Persamaan untuk model 1 tersebut dikatakan simultan dikarenakan terdapat pengaruh dua arah antara variabel endogen dan variabel eksogen. Pendugaan model dilakukan dengan metode estimasi *Two Stage Least Square* (TSLS). Metode ini digunakan ketika model persamaan simultan adalah *overidentified*. Model atau persamaan dalam penelitian ini adalah :

a. *Equation 1* :

$$MO = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_{i,t} + \alpha_2 INV_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 BR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

b. *Equation 2* :

$$LEV = \beta_0 + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 tang_{i,t} + \beta_4 Prof_{i,t} + \beta_5 NDTS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

c. *Equation 3* :

$$INV = \gamma_0 + \gamma_1 MO_{i,t} + \gamma_2 CF_{i,t} + \gamma_3 Prof_{i,t} + \gamma_4 IO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan :

- α, β, γ : konstanta
- MO : *Managerial ownership*
- LEV : *Leverage*
- Inv : *Investment Decision*
- NDTS : *Non – Debt Tax Shield*
- CF : *Cash Flow*
- IO : *Investment Opportunity*
- Size : *Ukuran perusahaan*
- Tang : *Tangibility*
- Prof : *Profitability*
- BR : *Business Risk*

Identifikasi masalah dilakukan dengan menggunakan prosedur pengujian *ordercondition*. Mekanisme kedua prosedur pengujian tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut :

Order Condition, dengan rumus :
 $(K - k) = (m - 1)$: *exactly identified*
 $(K - k) > (m - 1)$: *over identified*
 $(K - k) < (m - 1)$: *under identified*

Dimana :

K : jumlah *predetermined variables* meliputi *current exogenous variables* dan *lagged endogenous variables* dalam model

k : jumlah *predetermined variables* dalam persamaan tertentu

m : jumlah *current endogenous variables* dalam persamaan tertentu

Model yang dirumuskan terdiri dari tiga persamaan yaitu :

Equation 1 :

$$MO = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_{i,t} + \alpha_2 INV_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 BR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

Equation 2 :

$$LEV = \beta_0 + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 tang_{i,t} + \beta_4 Prof_{i,t} + \beta_5 NDTS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

Equation 3 :

$$INV = \gamma_0 + \gamma_1 MO_{i,t} + \gamma_2 CF_{i,t} + \gamma_3 Prof_{i,t} + \gamma_4 IO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

Dimana :

K : 10 variabel (seluruh variabel dari semua persamaan baik variabel eksogen, endogen dan termasuk juga variabel kontrol)

k : variabel di setiap persamaan;

Equation 1 : k = MO, LEV, INV, SIZE, BR

Equation 2 : k = LEV, MO, Size, Tang, Prof, NDTS

Equation 3 : k = INV, MO, CF, Prof, IO

M = variabel endogen (MO, LEV, INV)

Sehingga hasil dari identifikasi masalah adalah :

Equation 1 : $10 - 5 > 3 - 1$; *over identified*

Equation 2 : $10 - 6 > 3 - 1$; *over identified*

Equation 3 : $10 - 5 > 3 - 1$; *over identified*

Karena ketiga persamaan tersebut merupakan *over identified* maka *two stage least squares* (TSLS) dapat digunakan pada persamaan yang ada.

Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik digunakan untuk mengetahui kelayakan model regresi yang digunakan pada penelitian ini

Uji Normalitas

Uji normalitas menguji apakah variabel bebas/independen serta variabel tergantung atau dependen berdistribusi normal.

Uji Multikolinieritas

Untuk mengetahui apakah dalam model regresi ditemukan korelasi antar variabel independen digunakan uji multikolinieritas (Ghozali, 2016). Pelaksanaan uji multikolinieritas dengan melihat nilai VIF ke empat variabel bebas. Suatu data dinyatakan bebas dari gejala multikolinieritas, jika nilai VIF di bawah 10.

Uji Heteroskedastisitas

Ghozali (2018) menyatakan bahwa tujuan uji heteroskedastisitas adalah menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidak-samaan varian dari residual suatu pengamatan ke pengamatan.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi didefinisikan sebagai terjadi-nya korelasi diantara data pengamatan, karena munculnya suatu data dipengaruhi oleh data sebelumnya. Identifikasi secara statistik ada tidaknya gejala autokorelasi dapat dilakukan dengan melihat dari besarnya angka Durbin-Watson (DW) yang dihasilkan.

Pengujian Hipotesis

Uji Statistik t /Uji Parsial untuk melihat adanya pengaruh secara terpisah (parsial) dari variabel bebas terhadap variabel terikat. Apabila $t_{hitung} > t_{tabel}$ atau nilai $sig < 0.05$, berarti terdapat pengaruh dari variabel X pada variabel Y dan sebaliknya.

Uji Statistik

F (Uji Simultan) bertujuan untuk mengetahui apakah ada pengaruh simultan dari variabel bebas pada variabel terikat. Apabila nilai $F_{hitung} > F_{tabel}$ atau $sig < 0.05$, maka terdapat pengaruh variabel X secara bersama-sama pada variabel Y dan sebaliknya.

Uji R2

Koefisien Determinasi (R2) untuk mengetahui seberapa besar prosentase pengaruh yang diberikan oleh variabel bebas secara bersama-sama pada variabel terikat tersebut semakin baik.

HASIL DAN PEMBAHASAN

a. Uji Statistik Deskriptif

Tabel 1 Deskripsi Variabel

| Variabel | n | Min | Max | Mean | St. Dev |
|---|-----|--------|--------|-------|---------|
| <i>Managerial Ownership</i> | 210 | 0,000 | 1,000 | 0,192 | 0,24537 |
| <i>Capital Structure</i> | 210 | 0,006 | 20,66 | 0,245 | 1,42308 |
| <i>Investment decision</i> | 210 | -0,9 | 9,505 | 0,181 | 0,92703 |
| <i>Size</i> | 210 | 10,424 | 18,53 | 13,39 | 1,61994 |
| <i>Business Risk</i> | 210 | 0,015 | 2,960 | 0,140 | 0,28387 |
| <i>Tangibility</i> | 210 | 0,028 | 4,698 | 0,410 | 0,35768 |
| <i>Profitability</i> | 210 | -0,130 | 11,58 | 0,108 | 0,79862 |
| <i>Non debt tax shield</i> | 210 | 0,013 | 3,329 | 0,406 | 0,32177 |
| <i>Cash Flow investment opportunity</i> | 210 | 0,00 | 4,112 | 0,447 | 0,35794 |
| | 210 | -16,66 | 199,19 | 4,469 | 15,6557 |

Sumber: Data primer yang diolah, 2022

b. Intepretasi Uji Asumsi Klasik

Tabel 2 Rekapitulasi Hasil Uji Asumsi Klasik

| Model | Uji Normalitas | | Uji Multikolinieritas | | | Uji Heteroskedastisitas | | Uji Autokorelasi | |
|-------|----------------|-------------------------|----------------------------|-------|----------------------------------|----------------------------------|-------------------------------------|------------------|------------------------------|
| | sig | Kes | Var | VIF | Kesimpulan | Pola | Kesimpulan | DW | Kesimpulan |
| 1 | 0,000 | Distribusi tidak normal | <i>Capital Structure</i> | 1,002 | tidak terjadi multi kolinieritas | Titik terpusat pada satu wilayah | terdapat gejala heteroskedastisitas | 0,399 | terjadi autokorelasi positif |
| | | | <i>Investment decision</i> | 1,018 | tidak terjadi multi | | | | |

| Mo del | Uji Normalitas | | Uji Multikolinieritas | | | Uji Heteroskedastisitas | | Uji Autokorelasi | |
|-----------|-------------------|-------------------------|-----------------------------|-------|---------------------------------|----------------------------------|-------------------------------------|------------------|----------------------------|
| | sig | Kes | Var | VIF | Kesimpulan | Pola | Kesimpulan | DW | Kesimpulan |
| 2 | 0,000 | Distribusi tidak normal | | | kolineritas | | | | |
| | | | <i>Size</i> | 1,057 | tidak terjadi multi kolineritas | | | | |
| | | | <i>Business Risk</i> | 1,045 | tidak terjadi multi kolineritas | | | | |
| | | | <i>Managerial Ownership</i> | 1,031 | tidak terjadi multi kolineritas | | | | |
| | | | <i>Size</i> | 1,379 | tidak terjadimu ltikolinieritas | | | | |
| | | | <i>Tangibility</i> | 4,655 | tidak terjadimu ltikolinieritas | Titikmembentukpol a garis lurus | terdapat gejala heteroskedastisitas | 2,059 | tidak terjadi autokorelasi |
| | | | <i>Profitability</i> | 4,029 | tidak terjadimu ltikolinieritas | | | | |
| 3 | 0,000 | Distribusi tidak normal | <i>Non debt tax shield</i> | 1,848 | tidak terjadimu ltikolinieritas | | | | |
| | | | <i>Managerial Ownership</i> | 1,009 | tidak terjadimu ltikolinieritas | | | | |
| | | | <i>Cash Flow</i> | 2,028 | tidak terjadimu ltikolinieritas | Titik membentuk pola garis lurus | terdapat gejala heteroskedastisitas | 2,021 | tidak terjadi autokorelasi |
| | | | <i>Profitability</i> | 2,002 | tidak terjadimu ltikolinieritas | | | | |
| | | | <i>investment</i> | 1,013 | tidak terjadimu | | | | |

| Model | Uji Normalitas | | Uji Multikolinieritas | | | Uji Heteroskedastisitas | | Uji Autokorelasi | |
|-------|----------------|-----|-----------------------|-----|-----------------|-------------------------|------------|------------------|------------|
| | sig | Kes | Var | VIF | Kesimpulan | Pola | Kesimpulan | DW | Kesimpulan |
| | | | <i>opportunity</i> | | Itikolinieritas | | | | |

Sumber: Data primer yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji asumsi klasik dapat diketahui bahwa ketiga model terdapat gejala tidak normal dan heteroskedastisitas. Peneliti membuang satu persatu outlier data pada ketiga model dan melakukan transformasi data pada model ketiga.

c. Interpretasi Uji Asumsi Klasik Tanpa Outlier

Tabel 3 Rekapitulasi Hasil Uji Asumsi Klasik Tanpa Outlier dan Ditransformasi Data

| Model | Uji Normalitas | | Uji Multikolinieritas | | | Uji Heteroskedastisitas | | Uji Autokorelasi | |
|-------|----------------|-------------------|------------------------------|-------|---------------------------------|-----------------------------|---|------------------|------------------------------|
| | sig | Kesimpulan | Variabel | VIF | Kesimpulan | Kesimpulan | DW | Kesimpulan | |
| 1 | 0,116 | Distribusi normal | <i>Capital Structure</i> | 1,435 | tidak terjadimul tikolinieritas | Titikmenyebartidakberaturan | tidak terdapat gejala heteroskedastisitas | 0,420 | terjadi autokorelasi positif |
| | | | <i>Investment decision</i> | 1,212 | tidak terjadi multikolinieritas | | | | |
| | | | <i>Size</i> | 1,452 | tidak terjadimul tikolinieritas | | | | |
| | | | <i>Business Risk</i> | 1,240 | tidak terjadimul tikolinieritas | | | | |
| 2 | 0,289 | Distribusi normal | <i>Managerial Owners hip</i> | 1,055 | tidak terjadimul tikolinieritas | Titikmenyebartidakberaturan | tidak terdapat gejala heteroskedastisitas | 0,617 | terjadi autokorelasi positif |
| | | | <i>Size</i> | 1,397 | tidak terjadimul tikolinieritas | | | | |
| | | | <i>Tangibility</i> | 5,738 | tidak terjadimul tikolinieritas | | | | |
| | | | <i>Profitability</i> | 5,399 | tidak terjadimul | | | | |

| Model | Uji Normalitas | | Uji Multikolinieritas | | Uji Heteroskedastisitas | | Uji Autokorelasi | | |
|-------|----------------|-------------------------|---------------------------------|-------|---------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|------------|--------------------------------|
| | sig | Kesimpulan | Variabel | VIF | Kesimpulan | Kesimpulan | DW | Kesimpulan | |
| 3 | 0,000 | Distribusi tidak normal | | | tidak terjadimul tikolinieritas | | | | |
| | | | <i>Non debt tax shield</i> | 2,064 | tidak terjadimul tikolinieritas | | | | |
| | | | <i>Managerial Ownership</i> | 1,003 | tidak terjadimul tikolinieritas | | | | |
| | | | <i>Cash Flow</i> | 5,302 | tidak terjadimul tikolinieritas | Titik membentuk pola mengumpul | terdapat gejala heteroskedastisitas | 1,406 | terjadi autokorelasi sipositif |
| | | | <i>Profitability</i> | 5,282 | tidak terjadimul tikolinieritas | | | | |
| | | | <i>investm ent opport unity</i> | 1,013 | tidak terjadimul tikolinieritas | | | | |

Sumber: Data primer yang diolah, 2022

Berdasarkan rekapitulasi asumsi klasik pada ketiga model yang telah dibuang uotliernya dapat diketahui bahwa tidak satupun model yang memenuhi keempat asumsi klasik. Pada ketiga model terdapat autokorelasi sedangkan pada model ketiga juga berdistribusi tidak normal dan terdapat gejala heteroskedastisitas. Autokorelasi umum terjadi pada data panel dengan waktu tertentu.

d. Intepretasi Pengujian Hipotesis

Tabel 4 Rekapitulasi Hasil Pengujian Hipotesis Antar Variabel dengan Ketiga Model

| Model | R ² | F(Sig) | Variabel Independen | t (Sig) | B |
|-------|----------------|--------|---------------------|---------|-------|
| 1 | .269 | .000 | (Constant) | .000 | .706 |
| | | | invdec | .003 | .419 |
| | | | capstruc | .633 | -.057 |
| | | | size | .000 | -.051 |
| | | | busrisk | .806 | -.009 |
| 2 | .474 | .000 | (Constant) | .000 | -.242 |
| | | | manown | .483 | .216 |
| | | | size | .000 | .019 |
| | | | tang | .000 | .274 |
| | | | profit | .000 | -.092 |
| 3 | .136 | .000 | ndts | .622 | .017 |
| | | | (Constant) | .000 | 1.629 |

| Model | R ² | F(Sig) | Variabel Independen | t (Sig) | B |
|-------|----------------|--------|---------------------|---------|-------|
| | | | manown | .010 | -.675 |
| | | | cashflow | .404 | -.081 |
| | | | profit | .666 | -.073 |
| | | | io | .796 | .002 |

Sumber: Data primer yang diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji statistik dapat diketahui bahwa model 1, 2, dan 3 merupakan model yang signifikan ($\text{sig} < 0,05$). Pada model 1, variabel yang signifikan berpengaruh terhadap *managerial ownership* adalah *investment decision dan size*. Pada model 2, variabel yang berpengaruh terhadap *capital structure* adalah *size, tangibility, dan profitability*. Pada model 3, variabel yang berpengaruh terhadap *investment decision* adalah *managerial ownership*.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa pengaruh *Managerial ownership* terhadap *leverage* tidak signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh *Managerial ownership* terhadap *leverage*. Hasil ini berbeda dengan teori yang menyatakan bahwa ada pengaruh *Managerial ownership* terhadap *leverage*. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal karena pihak manajemen akan lebih berhati-hati dalam menentukan sumber pendanaan. Rendahnya kepemilikan manajerial oleh perusahaan bukanlah sebagai faktor penentu dalam kebijakan struktur modal (Nanda & Retnani, 2017).

Hasil penelitian dapat diketahui bahwa *managerial ownership* mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap *investment decision*. Hasil ini berbeda dengan teori yang ada tetapi sejalan dengan penelitian sebelumnya. Kepemilikan manajerial yang meningkat maka akan mengurangi *agency conflict* atas keputusan investasi yang dilakukan dengan menyelaraskan insentif antara manajer dan pemegang saham. Ketika tingkat kepemilikan manajerial meningkat, mereka akan menginternalisasi setidaknya sebagian biaya serta manfaat dari keputusan yang dibuat sehingga hal ini selaras dengan *convergence-interest effect*.

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara *size* terhadap *managerial ownership*. Penelitian ini sejalan dengan teori yang ada. Ukuran perusahaan (*size*) yang meningkat akan menurunkan kepemilikan manajerial-nya. Hal ini dimungkinkan karena manajer telah memperoleh benefit dari besarnya aset perusahaan, sehingga tidak memerlukan kepemilikan yang persentasenya cenderung kecil (Liviani, 2016).

Hasil penelitian dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh negatif yang tidak signifikan antara *business risk* terhadap *managerial ownership*. Ini sejalan dengan teori yang ada. Ketika suatu perusahaan menggunakan hutang dalam pendanaannya, maka risiko bisnis dan keuangan akan ditanggung oleh pemegang saham. Penelitian lain menunjukkan bahwa *business risk* berpengaruh terhadap *managerial ownership*. Utang menimbulkan *agency cost of debt* seperti biaya kontraktual dan biaya kebangkrutan. Penerapan dua mekanisme dalam waktu yang sama untuk masalah yang sama tidaklah efektif, sehingga biaya keagenan tersebut perlu diseimbangkan (Liviani, 2016).

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan *size* terhadap *leverage*. Hasil ini sejalan dengan teori maupun penelitian sebelumnya. Tingginya tingkat kepercayaan membuat perusahaan lebih mudah mendapatkan sumber modal baik dari investor atau masyarakat melalui pasar saham maupun pinjaman dari kreditur (ZA et al., 2021).

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan *tangibility* terhadap *leverage*. Penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya bahwa *tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage*. *Tangibility assets* dapat dimanfaatkan sebagai jaminan yang diberikan oleh perusahaan (Corina et al., 2018).

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara *profitability* terhadap *leverage*. Hasil ini sejalan dengan penelitian sebelumnya. Menurut *pecking order theory*, perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan (Primantara & Dewi, 2016).

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh positif yang tidak signifikan *non - debt tax shield* terhadap *leverage*. Meskipun hasil menunjukkan tidak adanya signifikansi yang bermakna, tetapi nilai beta menunjukkan bahwa dua variabel tersebut mempunyai arah positif. Perusahaan yang memiliki jumlah aktiva tetap yang tinggi akan semakin banyak memperoleh keuntungan pajak yaitu berupa biaya depresiasi atau penyusutan yang dapat dikurangkan dalam menghitung besarnya pajak terutang (Krisnanda & Wiksuana, 2015).

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh negative yang tidak signifikan *cash flow* terhadap *investment decision*. Hasil ini sama dengan penelitian yang tidak menunjukkan adanya signifikansi tetapi berlawanan dengan teori yang ada. Hasil penelitian sebelumnya diperoleh bahwa arus kas berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap keputusan investasi perusahaan (Sitompul & Khadijah, 2020).

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh negatif yang tidak signifikan *profitability* terhadap *investment decisio*. Hasil ini menunjukkan arah negatif yang tidak signifikan. Qodriah (2012) berpendapat bahwa laba bersih dapat dianggap sebagai ukuran kinerja perusahaan untuk keputusan aktivitas perusahaan, tetapi tidak sejalan dengan hasil penelitian yang diperoleh bahwa laba bersih tidak dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi perusahaan manufaktur. Hal ini memungkinkan laba bersih yang diperoleh perusahaan telah dibagi menjadi dividen, sehingga laba bersih yang positif menjadi tidak signifikan bagi keputusan investasi perusahaan (Sitompul & Khadijah, 2020).

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh positif yang tidak signifikan *investment opportunity* terhadap *investment decision*. Meskipun hasil ini tidak signifikan tetapi arahnya positif. Keputusan investasi perusahaan sangat dipengaruhi oleh peluang investasi, karena semakin banyak peluang investasi yang menguntungkan maka semakin tinggi pula investasi yang dilakukan, dalam artian manajer berusaha meraih peluang untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Hidayat, 2010).

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa berdasarkan persamaan dapat disimpulkan bahwa semakin besar *managerial ownership* maka capital structure akan semakin besar tetapi semakin besar capital structure maka *managerial ownership* semakin rendah. Dengan demikian terdapat penyalarsan kepentingan antara principal dengan agent yang artinya bahwa *convergence-interest* hypotesis terbukti. *Managerial ownership* dan capital structure tidak signifikan saling mempengaruhi. *Managerial ownership* dan investment decision saling mempengaruhi secara signifikan. Semakin besar investasi yang dilakukan maka semakin besar *managerial ownership*. Tetapi sebaliknya, semakin besar *managerial ownership* makin rendah investasi yang dilakukan karena sebagian besar keuntungan digunakan untuk pemberian deviden. Dengan demikian terdapat penyalarsan kepentingan antara principal dengan agent yang artinya bahwa *convergence-interest* hypotesis terbukti dalam penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Amyulianthy, R. (2012). Pengaruh struktur corporate governance terhadap kinerja perusahaan publik Indonesia. *Liquidity*, 1(2), 91–98.
- Berk, J. B., Van Binsbergen, J. H., & Liu, B. (2017). Matching capital and labor. *The Journal of Finance*, 72(6), 2467–2504.
- Corina, A., Murhadi, W. R., & Wijaya, L. I. (2018). Pengaruh profitability, tangibility, size, growth, dan liquidity terhadap leverage badan usaha yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015. *CALYPTRA*, 6(2), 1001–1017.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 23*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hidayat, R. (2010). Investment decision and financial constraints: Empirical study on Indonesian Stock Exchange. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 12(4), 425–446.

- Krisnanda, P. H., & Wiksuana, I. G. B. (2015). *Pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, dan non-debt tax shield terhadap struktur modal pada perusahaan telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia*. Udayana University.
- Kusumawati, E., & Setiawan, A. (2019). The effect of managerial ownership, institutional ownership, company growth, liquidity, and profitability on company value. *Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 4(2), 136–146.
- Liviani, S. (2016). Uji model keseimbangan teori keagenan: Pengaruh kebijakan utang dan kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial. *CALYPTRA*, 4(2), 1–18.
- Nanda, D. W., & Retnani, E. D. (2017). Pengaruh profitabilitas, kepemilikan manajerial, Kepemilikan Institusional dan resiko bisnis terhadap struktur modal. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 6(3).
- Primantara, A. A. N. A. D. Y., & Dewi, M. R. (2016). *Pengaruh likuiditas, profitabilitas, risiko bisnis, ukuran perusahaan, dan pajak terhadap struktur modal*. Udayana University.
- Sandiar, L. (2017). Growth opportunity dalam memoderasi pengaruh leverage dan debt maturity terhadap keputusan investasi. *JABE (Journal of Applied Business and Economics)*, 3(4), 196–206.
- Sitompul, S., & Khadijah, S. (2020). Analysis Net Profit, Dividend, Debt, Cash Flow, and Capital Net Working That Influence Investment Decisions on Manufacturing Companies. *International Journal of Research and Review*, 7(3).
- Sun, J., Ding, L., Guo, J. M., & Li, Y. (2016). Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*, 48(4), 448–463.
- Vijayakumaran, R. (2021). Impact of managerial ownership on investment and liquidity constraints: Evidence from Chinese listed companies. *Research in International Business and Finance*, 55, 101321.
- ZA, S. R., Zulpahmi, Z., & Sumardi, S. (2021). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal. *Journal of Financial and Tax*, 1(1), 33–46.