

BAB 5

SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Hasil pengujian data empiris membuktikan bahwa empat hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini seluruhnya diterima. Beberapa simpulan penting dari penelitian ini adalah sebagai berikut.

Pertama, dalam perspektif teori keagenan, konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham di Indonesia masih menjadi masalah aktual dan relevan untuk dikaji dan diteliti. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa *managerial entrenchment motives* masih mendominasi dan menjadi *driving forces* yang memotivasi para manajer pemegang saham dalam mengambil berbagai keputusan strategis perusahaan yang justru berdampak negatif karena menurunkan nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan ini bukan hanya merugikan pemegang saham dalam jangka pendek tetapi juga dapat mengancam kelangsungan hidup perusahaan itu sendiri dalam jangka panjang. Bunkanwanicha, dkk. (2008) bahkan membuktikan bahwa banyak perusahaan di Thailand dan Indonesia yang mengalami kebangkrutan pada masa krisis lebih sebagai akibat *entrenchment behaviour* para manajernya.

Kedua, dalam pengambilan kebijakan struktur modal, *managerial entrenchment motives* merupakan salah satu faktor yang berperan sangat penting. Bahkan lebih jauh lagi, kebijakan struktur modal atau kebijakan hutang bukan hanya secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan secara negatif, tetapi justru dapat memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Impak negatif kebijakan hutang sebagai mediator

dalam hubungan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan bahkan bersifat *multiplier*.

Ketiga, kebijakan investasi terbukti dapat memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Dalam hal ini kebijakan investasi justru memperburuk pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Seperti halnya kebijakan hutang, dampak negatif kebijakan investasi terhadap nilai perusahaan juga bersifat *multiplier*.

Keempat, jika pada negara-negara maju fenomena *managerial entrenchment behaviour* terjadi pada level kepemilikan manajerial yang sedang atau moderat, di Indonesia, kuatnya fenomena *managerial entrenchment behaviour* justru terjadi pada level kepemilikan manajerial yang rendah dan tinggi. Pada level kepemilikan manajerial yang rendah, upaya untuk mengatasi efek negatif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang maupun nilai perusahaan mungkin lebih mudah. Tetapi mencegah *managerial entrenchment behavior* pada level kepemilikan manajerial yang tinggi jelas sangatlah sulit.

Kelima, salah satu karakteristik penting dari kepemilikan manajerial di Indonesia adalah rendahnya prosentase para manajer yang memiliki saham. Dalam industri manufaktur misalnya, rata-rata kepemilikan manajerial hanya sekitar 5,5 persen. Karena itu tidak mengherankan jika fenomena *managerial entrenchment motives* justru sangat kuat terjadi pada level kepemilikan manajerial yang rendah. Hal ini mengindikasikan betapa pentingnya bagi regulator untuk mendorong dan menciptakan mekanisme hukum yang dapat menumbuh-kembangkan terciptanya *good corporate governance*.

Keenam, berbeda dengan kondisi di negara-negara maju yang kepemilikan sahamnya relatif menyebar (*dispersed*) ke tangan banyak pemegang saham, kepemilikan saham di Indonesia sangat terkonsentrasi

pada sekelompok kecil pemegang saham pengendali (*controlling shareholders*). Dengan masih lemahnya penegakan hukum di Indonesia, efek negatif *managerial entrenchment behaviour* dapat semakin diperparah karena para pemegang saham pengendali dapat bersekongkol dengan para *entrenched managers* untuk mengambil berbagai kebijakan yang hanya menguntungkan kepentingan mereka sendiri. Jika hal ini terjadi maka muncul fenomena baru dalam konflik keagenan di Indonesia. Jika selama ini konflik keagenan dipahami sebagai konflik antara manajer dengan pemegang saham atau antara manajer dan kreditor, atau antara pemegang saham dan kreditor, maka di Indonesia, seiring dengan menguatnya fenomena *managerial entrenchment*, konflik keagenan bisa diperluas lagi karena adanya persekongkolan jahat antara pemegang saham pengendali dan para *entrenched managers*.

Ketujuh, kuatnya fenomena *entrenchment behaviour* dalam relasi kepemilikan manajerial, nilai perusahaan, kebijakan struktur modal dan kebijakan investasi di Indonesia yang terjadi pada level kepemilikan manajerial yang rendah dan tinggi mempunyai implikasi teoritis dan praksis-bisnis. Implikasi teoritis dari temuan ini adalah pentingnya memperhatikan *country-specific and institutional settings* dalam setiap penelitian mengenai relasi antara kepemilikan manajerial, nilai perusahaan kebijakan hutang dan kebijakan investasi. Sedangkan implikasi praksis-bisnis terpenting dari penelitian ini adalah perlunya upaya berkesinambungan untuk menambah porsi kepemilikan manajerial agar *convergence-interest effect* menjadi lebih dominan daripada *managerial entrenchment effect* dalam berbagai keputusan bisnis di Indonesia.

5.2 Saran

Penelitian ini mengandung beberapa kelemahan yang dapat disempurnakan melalui penelitian-penelitian selanjutnya. *Pertama*, cakupan riset ini hanya terbatas pada industri manufaktur. Padahal karakteristik industri itu sendiri dapat menjadi variabel kontrol penting yang sering dipakai oleh para peneliti untuk mengungkapkan relasi di antara berbagai variabel keagenan dan keputusan keuangan. Karena itu peneliti selanjutnya dapat menyempurnakan penelitian dengan melibatkan lebih banyak industri dan menjadikannya sebagai variabel kontrol.

Kedua, penelitian ini hanya melibatkan satu unsur saja dari struktur kepemilikan saham, yaitu kepemilikan manajerial. Padahal masih terdapat beberapa unsur lain seperti kepemilikan institusional, konsentrasi kepemilikan, *outside blockholders*, dan sebagainya. Berbagai komponen struktur kepemilikan saham tersebut seringkali dapat berinteraksi satu dengan yang lainnya sehingga dapat memberikan kontribusi signifikan dalam berbagai hasil riset empiris mengenai relasi struktur kepemilikan saham dan berbagai keputusan finansial. Para peneliti selanjutnya dapat memperluas dan mempertajam penelitian ini dengan menggunakan variabel-variabel struktur kepemilikan saham yang lain.

Ketiga, penelitian ini hanya melibatkan dua variabel keputusan keuangan yaitu struktur modal dan kebijakan investasi. Keputusan struktur modal dan investasi memang penting karena dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Tapi keputusan keuangan lain seperti keputusan dividen misalnya juga mempunyai kontribusi signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Karena itu peneliti selanjutnya dapat melibatkan lebih banyak lagi variabel keputusan keuangan lainnya sehingga menjadi lebih

komprehensif dalam menjelaskan dan mengevaluasi relasi kepemilikan manajerial atau struktur kepemilikan saham dengan nilai perusahaan.

Keempat, robustness checks merupakan aspek penting dalam setiap riset untuk meningkatkan *structural validity*. Dalam penelitian ini *robustness checks* tidak dilakukan akibat keterbatasan periode riset. Jika periode riset diperpanjang, *robustness checks* dapat dilakukan dengan menggunakan sub-sampel dalam periode yang berbeda atau dengan menggunakan *cross-sectional analysis*.

DAFTAR PUSTAKA

- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. 1997. Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1439.
- Benson, B.W., and W. N. Davidson. 2009. Reexamining the managerial ownership effect on firm value, *Journal of Corporate Finance* 15, 573-586.
- Berle, A. A., and G. C. Means. 1932. *The modern corporation and private property* (Macmillan, New York).
- Beyer, M., D. Czarnitzki, K. Kraft. 2011. Managerial Ownership, Entrenchment and Innovation, Centre for European Economic Research, Discussion Paper No. 11 – 026.
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. H. 2002. On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting and Finance*, 42, 1-26.
- Bunkanwanicha, P., Gupta, J., Rokhim, R. 2008. Debt and Entrenchment: Evidence From Thailand and Indonesia, *European Journal of Operational Research*, Vol. 155, pp. 1578-1585.
- Cho, M. H. 1998. Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 47, 103-121.
- Dahya, J., McConnell J. J., and Travlos, N. G. 2002. The cadbury committee corporate performance, and top management turnover, *Journal of Finance* 57, 461-486.
- Davies, J.R., Hillier, D. and McColgan, P. 2005. Ownership structure, managerial behaviour and corporate value, *Journal of Corporate Finance* 11, 645-660.
- Demsetz, H. & Villonga, B. 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- Demsetz, H. 1983. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
- Demsetz, H. and Lehn, K. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economics* 93, 1155-1177.
- Denis, D. J., Denis, D.K., and Sarin, A. 1997. Ownership structure and top executive turnover, *Journal of Finance Economics* 45, 193-221.
- Fama, E. F., and Jensen, M.C.. 1983. Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.

- Firth, M. 1995. The impact of institutional stockholders and managerial interests on the capital structure of firms. *Managerial and decision economics*, 16, 167-175.
- Friend, I., & Lang, L. H. P. 1998. An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
- Hart, O. D. 1983. The market mechanism as an incentive scheme, *Bell Journal of Economics* 14, 366-382.
- Hart, O. D. 1995. Corporate governance: Some theory and implications, *Economics Journal* 105, 678-689.
- Hermalin, B. E., and Weisbach, M. S. 1991. The effects of board composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management* 20, 101-112.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G. and Palia, D. 1999. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, *Journal of Financial Economics* 53, 353-384.
- Holderness, C. G., Kroszner, R. S. & Sheehan, D. P. 1999. Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression. *Journal of Finance*, 54, 435-469.
- Huang, Henry and Xiao-nong Zhang. 2009. *The Effect of Managerial Ownership and Shareholder Right-on Cost of Equity Capital*. Emerald Group Publishing Limited.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Finance Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, Michael C., and Richard S. Ruback,. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- Kim E.H., and Yao Lu,. 2011. Forthcoming, CEO ownership, external governance, and risk-taking, *Journal of Financial Economics*.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, dan F. Shleifer, A. 1998. Corporate Ownership Around The World. *Journal of Finance*, Vol.54.
- Lopez-Iturriaga, F.J., and J.A. Rodriguez-Sanz, (2001), 'Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equation Analysis of Spanish Companies', *Journal of Management and Governance*, 5, pp. 179-204.
- McConnell, J. & Servaes, H. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.

- McConnell, J. & Servaes, H. 1995. Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, 39, 131-157.
- Mehran, H. 1992. "Executive incentive plans, corporate control and capital structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27 No. 4, pp. 539-560.
- Milton, T. 2002. A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Financial Crisis, *Journal of Financial Economics*.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. 1958. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Moussa, F.B. 2011. A nonlinear simultaneous analysis of managerial ownership and debt policies: Evidence from Tunisian Stock Exchange, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Vol. 3, No. 2, pp.225-254.
- Novaes, W. 2003. 'Capital Structure Choice When Managers Are in Control: Entrenchment versus Efficiency', *The Journal of Business*, vol.76, pp49-81.
- Ruan, W., Tian, G., & Ma, S. 2011. Managerial ownership, capital structure and firm value: evidence from China's civilian-run firms. *Australasian Accounting Business and Finance*, 5(3), 73-92
- Saliha, T. dan Abedssatar, A. 2011. The determinants of financial performance: an empirical test using the simultaneous equations method. *Journal Economics and Finance Review* Vol.1(10) pp.01.
- Short, H. and K. Keasey,. 1999. Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance* 5, 79-101.
- Stulz, R. M. 1998. Managerial control voting rights: financial policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Weston, J.F. 1979. The tender takeover, *Merger and Acquisitions*, 74-82.
- Zwiebel, J. 1996. 'Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment', *American Economic Review*, vol.86, pp1 197-1215.
- <http://www.idx.co.id>
<http://www.yahoofinance.com>