

Analisis Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan

SELLY ANGGRAENI HARYONO*

FITRIANY

ELIZA FATIMAH

Universitas Indonesia

Abstract: *The objective of this research is to empirically examine non-linear (quadratic) effect of capital structure on firm value (Tobin's q & ROA) and also the effect of Multiple Large Shareholder Structure (MLSS) and institutional ownership on firm value (Tobin's q and ROA). Using a sample of Indonesia's non-financial listed companies for the period 2009-2012.*

The results find that the capital structure (debt to equity ratio and long term debt to equity ratio) has a non-linear/ quadratic significant effect (concave) on Tobin's q , but insignificant effect on ROA. It also finds that multiple large shareholders structure (MLSS) has a negative and significant effect on Tobin's q , but insignificant effect on ROA, while institutional ownership has positive effect and significant on Tobin's q and ROA.

Keywords: *tobin's q , return on asset, debt to equity ratio, long term debt to equity, multiple large shareholder structure, institutional ownership*

1. Pendahuluan

Menurut Gitman (2009) struktur modal perusahaan menggambarkan perbandingan antara jumlah utang dan modal ekuitas yang digunakan oleh perusahaan. Manajer harus berhati-hati mengambil keputusan pendanaan bagi perusahaan yang berkaitan dengan penentuan struktur modal, karena keputusan ini dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan pada akhirnya berpengaruh terhadap pencapaian tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

Teori struktur modal (*capital structure theory*) diawali oleh penelitian Modigliani & Miller (1958), yang merupakan terobosan baru dalam manajemen keuangan. Proposisi Modigliani & Miller menyatakan bahwa dalam kondisi tidak ada pajak dan tidak ada biaya transaksi, hubungan struktur modal dan nilai perusahaan adalah tidak relevan atau dengan kata lain tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya Modigliani & Miller (1963) melonggarkan salah satu asumsinya tentang

* Alamat korespondensi: sellyanggraeni5@yahoo.com

adanya pajak perseroan bahwa apabila ada pajak perseroan, maka keputusan *financing* menjadi relevan, penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pada perkembangan selanjutnya, Myer (1977) menjelaskan tentang teori *trade off* yaitu bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, tetapi setelah melewati titik optimal tersebut peningkatan penggunaan utang dapat menurunkan nilai perusahaan. Titik optimal dapat diperoleh dengan adanya keseimbangan antara keuntungan *tax shield* dengan *financial distress* dan *agency cost*, karena penggunaan *leverage*, atau terjadi *trade-off* antara *benefit* dengan *cost*.

Berdasarkan teori *trade off* tersebut, hubungan struktur modal dan nilai perusahaan dapat bersifat *non-linear* atau kuadratik. Pada tingkat utang rendah, peningkatan utang akan menghasilkan insentif positif dalam mengurangi biaya agensi ekuitas dan perolehan manfaat pajak dari bunga (*tax shield-debt*), sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Namun, ketika utang terus meningkat, maka kesulitan keuangan menjadi lebih mungkin terjadi dan memicu terjadinya *agency cost of debt*. Resiko biaya kebangkrutan dan *agency cost of debt* yang porsinya melebihi manfaat pajak yang diperoleh perusahaan dari penggunaan utang dapat menurunkan nilai perusahaan.

Penelitian Margaritis & Psillaki (2010) & Fosu (2013) menemukan hubungan *non-linear* struktur modal terhadap nilai perusahaan, yaitu hubungan positif antara struktur modal dengan nilai perusahaan akan berubah menjadi negatif setelah titik tertentu. Hubungan *non-linear* atau kuadratik dalam hal ini berbentuk *concave*.

Sebagaimana penelitian Margaritis & Psillaki (2010) & Fosu (2013), penelitian ini juga ingin menguji secara empiris pengaruh *non-linear* (kuadratik) antara struktur modal dan nilai perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga meneliti mengenai pengaruh *multiple large shareholder structure* dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Di satu sisi *multiple large shareholder structure* dapat memainkan peranan *corporate governance* dalam melakukan *monitoring* yang efisien terhadap pemegang saham terbesarnya, sehingga dapat mengurangi terjadinya *private profit diversion* (pembagian keuntungan pribadi) dan meningkatkan nilai perusahaan. Sebagaimana penelitian Attig, *et al.* (2009) yang menemukan bahwa keberadaan *multiple large shareholder* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Namun disisi lain, adanya *multiple large shareholder structure*, para pemegang mayoritas dapat membentuk koalisi dan saling berbagi keuntungan pribadi, sehingga merugikan pemegang saham minoritas. Penelitian Zwiebel (1995) menunjukkan bahwa keberadaan *multiple large shareholder* rentan untuk saling bersekongkol (*cahoots*) satu sama lain dalam mendapatkan pembagian keuntungan pribadi, sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan.

Struktur kepemilikan lainnya yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan adalah kepemilikan saham oleh investor institusional. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aset perusahaan dan diharapkan juga dapat bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan oleh manajemen. Bathala, *et.al* (1994) menemukan bahwa kepemilikan institusional menggantikan kepemilikan manajerial dalam mengontrol biaya agensi. Semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan, maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi keuangan untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan kinerja perusahaan sehingga nilai perusahaan juga akan meningkat.

Berdasarkan penjelasan yang telah dipaparkan sebelumnya, penelitian ini ingin menguji secara empiris pengaruh struktur modal dan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan data perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode penelitian 2009-2012.

2. Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Teori Keagenan

Teori keagenan pertama kali dikemukakan oleh Jensen & Meckling (1976). Teori ini mendefinisikan hubungan keagenan sebagai kontrak antara prinsipal (pemegang saham) dengan agen (manajer). Berdasarkan asumsi sifat dasar yang dijelaskan oleh Eisenhardt (1989) manajer sebagai manusia kemungkinan besar akan bertindak berdasarkan sifat oportunistik yang mengutamakan kepentingan pribadinya dan tidak jarang tindakan manajer bukannya memaksimalkan kemakmuran

pemegang saham, melainkan meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri. Adanya perbedaan kepentingan ini menimbulkan terjadinya konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Selain konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham, konflik keagenan juga dapat terjadi diantara pemegang saham dan kreditur, serta pemegang saham mayoritas dan minoritas.

2.2. *Teori Trade Off*

Teori *trade-off* merupakan pengembangan dari teori Modigliani dan Miller (1958) yang dilakukan oleh Myers (1977). Teori ini menggambarkan bahwa struktur modal yang optimal dapat ditentukan dengan menyeimbangkan keuntungan atas penggunaan utang (*tax shield benefit of leverage*) dengan *cost of financial distress* dan *agency problem* (Megginson, 1997).

Menurut teori *trade-off*, jika perusahaan menambah utang (*debt ratio*-nya), maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan pajak, karena pajak yang dibayarkan lebih sedikit dengan adanya pembayaran bunga dari utang atau adanya *interest tax shield*, tetapi dengan meningkatnya utang maka perusahaan akan berhadapan dengan adanya resiko kebangkrutan yang akan menimbulkan *bankruptcy cost* yang lebih tinggi jika perusahaan menambah utang ke dalam struktur pendanaan jangka panjang.

Menggunakan utang artinya perusahaan akan membayar sejumlah bunga. Bunga merupakan pengurang dari pajak (*tax deductible*), karena akan mengurangi kewajiban perusahaan untuk membayar pajaknya, sehingga akan meningkatkan nilai arus kas setelah pajak. Namun, perusahaan yang menggunakan utang melebihi titik optimalnya (titik keseimbangan antara keuntungan pajak dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan) akan menghadapi resiko ketidakmampuan perusahaan untuk melunasi baik bunga maupun *principal* atas jumlah utang yang besar, sehingga dapat memicu terjadinya resiko kebangkrutan (*financial distress*) dalam perusahaan tersebut.

2.3. *Multiple Large Shareholder Structure*

Perusahaan dikatakan memiliki *multiple large shareholder structure*, apabila perusahaan tersebut tersebut memiliki lebih dari satu pemegang saham besar dengan kepemilikan lebih dari 10% selain pemegang saham terbesarnya (Attig, *et al*, 2009). Adanya *multiple large shareholder* dalam perusahaan mungkin memiliki dua peranan yang berbeda dalam sebuah perusahaan. Di satu sisi berdasarkan *efficient-monitoring hypothesis*, adanya *multiple large shareholder* memiliki kemampuan dan insentif untuk memonitor pemegang saham terbesarnya (*largest shareholder*) dalam melakukan

pengambilan keuntungan pribadi, sehingga dapat mencegah terjadinya *profit diversion* (Maury, 2005). Penelitian Attig, *et al* (2009) mengatakan bahwa keberadaan *multiple large shareholder structure* (MLSS) dalam suatu perusahaan dapat berperan *monitoring* dalam mengurangi konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Bennedsen dan Wolfenzon (2000) mengatakan bahwa struktur pengendalian dengan *multiple large shareholder* menjadi lebih efisien, ketika kepemilikan saham terdistribusi secara merata diantara pemegang saham mayoritas.

Di sisi lain, berdasarkan *coalition formation hypothesis*, adanya sejumlah *large shareholder* dalam perusahaan mungkin dapat saling berkoalisi dan berbagi keuntungan pribadi, sehingga merugikan pemegang saham minoritas. Penelitian Zwiebel (1995) menunjukkan bahwa model kepemilikan *blockholders* yang *moderate* rentan untuk saling bersekongkol satu sama lain dalam mendapatkan pembagian keuntungan pribadi. Dengan demikian berdasarkan *coalition formation hypothesis*, adanya *multiple large shareholder* dapat merugikan pemegang saham minoritas dan menurunkan nilai perusahaan.

2.4. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan persentase kepemilikan saham oleh investor institusional, seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain (Shien, *et al.*, 2006). Adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan. Hal ini berarti semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku *opportunistik* yang dilakukan oleh para manajer (Jensen & Meckling, 1986). Dari sudut pandang perusahaan, kepemilikan institusional dapat mengurangi konflik keagenan karena mampu mengontrol dan mengarahkan manajer untuk membuat kebijakan utang dan deviden yang berpihak pada kepentingan pemegang saham institusional.

2.5. Pengembangan Hipotesis

2.5.1. Pengaruh kuadratik (*concave*) struktur modal terhadap nilai perusahaan

Teori *trade-off* (Myers, 1977) mengatakan bahwa dalam hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan terdapat pada satu tingkat *leverage* (*debt ratio*) yang optimal. Penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan sampai batas *leverage* tertentu (optimal), namun setelah

melewati titik optimal, penggunaan *leverage* akan menimbulkan biaya kebangkrutan yang lebih besar sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan.

Penelitian Margaritis dan Psillaki (2010) dan Fosu (2013) telah membuktikan bahwa hubungan utang dan nilai perusahaan adalah kuadratik (*non-linear*). Margaritis dan Psillaki (2010) dan Fosu (2013) mengatakan bahwa struktur modal memiliki pengaruh *non-monotonic* (tidak hanya satu arah hubungannya), mereka menyimpulkan hubungan positif antara struktur modal dengan nilai perusahaan akan berubah menjadi negatif setelah titik tertentu, karena peningkatan penggunaan utang dapat menimbulkan resiko kebangkrutan.

Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat dihipotesiskan bahwa hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan adalah *non-linear* (kuadratik) dan berbentuk *concave* yang berarti bahwa ada titik optimal dalam penggunaan utang, dimana sebelum mencapai titik optimal, penggunaan utang dapat berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, tetapi setelah mencapai titik optimal, penggunaan utang dapat berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H1. *Struktur modal berpengaruh secara kuadratik (concave) terhadap nilai perusahaan*

2.5.2. *Pengaruh multiple large shareholder structure terhadap nilai perusahaan*

Berdasarkan *efficient-monitoring hypothesis* adanya *multiple large shareholder structure (MLSS)* dapat membantu membatasi pengambilalihan keuntungan pribadi oleh pemegang saham mayoritas melalui penciptaan pengawasan atas perilaku pemegang saham mayoritas tersebut. Attig, *et al* (2009) menemukan pengaruh positif keberadaan *multiple large shareholder structure* terhadap nilai perusahaan.

Sedangkan berdasarkan *entrenchment hypothesis*, *large shareholder* menggunakan kemampuannya mengendalikan manajemen untuk kepentingan pribadi dengan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Kemampuan pemegang saham mayoritas untuk melakukan ekspropriasi ditunjukkan oleh besar kecilnya kontrol yang dimiliki pemegang saham mayoritas tersebut terhadap perusahaan. Hal ini memicu pemegang saham minoritas untuk menjadi lebih waspada akan kemampuan para pemegang saham mayoritas dalam mempengaruhi kebijakan

perusahaan, dimana para pemegang saham mayoritas baik secara pribadi maupun saling berkoalisi untuk mengambil kepentingan pribadi, dalam kondisi seperti ini pemegang saham minoritas akan menilai perusahaan lebih rendah. Penelitian Zwiebel (1995) menunjukkan bahwa keberadaan *multiple large shareholder* rentan untuk saling bersekongkol (*cahoots*) satu sama lain dalam mendapatkan pembagian keuntungan pribadi, sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan.

Dengan demikian, adanya *multiple large shareholder* dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2. *Multiple large shareholder structure berpengaruh terhadap nilai perusahaan*

2.5.3. *Pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan*

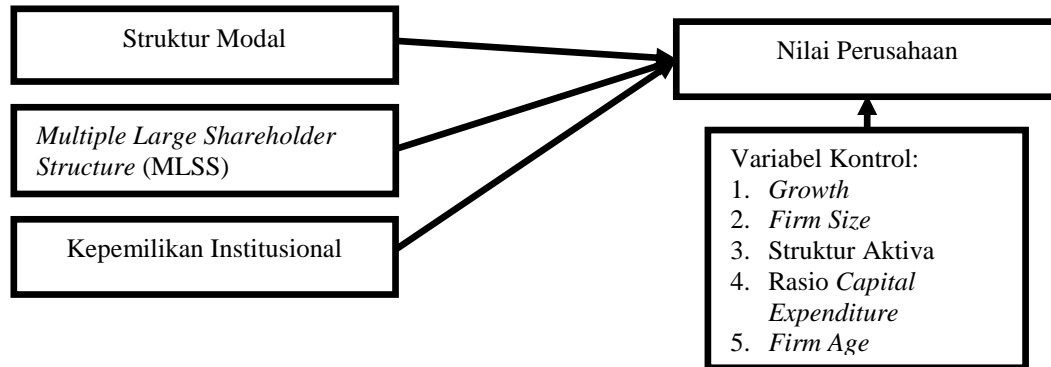
Adanya *monitoring* yang efektif dari kepemilikan institusional terhadap manajer, dapat mendorong dan mendisiplinkan kinerja manajemen, sehingga manajer akan cenderung untuk berusaha meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dan nilai perusahaan. Gedajlovic dan Shapiro (2002) dan Lee (2008) mengatakan bahwa kepemilikan saham oleh investor institusional seperti bank, asuransi, dan insititusi lainnya akan mendorong peningkatan efektifitas pengawasan kinerja manajemen, dimana fungsi pengendalian akan semakin efektif apabila pemegang saham memiliki kemampuan dan pengalaman yang baik dibidang bisnis dan keuangan. Semakin besar kepemilikan saham oleh investor institusional, maka semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi keuangan untuk mengawasi manajemen, sehingga akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan juga akan meningkat. Dengan demikian, penelitian ini memprediksi bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis ketiga yang diajukan adalah

H3. *Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan*

2.6. Kerangka Konseptual

Adapun kerangka konseptual dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Gambar 2.1 Kerangka Konseptual



3. Metode Penelitian

3.1. Sampel dan data

Sample yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia, sedangkan teknik pengambilan sampel dilakukan dengan *purposive sampling*, yaitu sampel yang memiliki kriteria sebagai berikut:

- a. Perusahaan non keuangan yang telah *listing* di BEI tahun 2009-2012.
- b. Perusahaan bukan merupakan perusahaan BUMN.
- c. Perusahaan menerbitkan dan memiliki laporan tahunan (*annual report*) yang lengkap dan berakhir pada 31 Desember selama periode pengamatan 2009-2012.
- d. Perusahaan tidak mengalami *delisting* selama periode pengamatan 2009-2012.
- e. Perusahaan memiliki nilai ekuitas positif selama periode pengamatan 2009-2012

BUMN dikeluarkan dari sampel, karena penelitian ini menganggap bahwa perusahaan yang dimiliki oleh negara segala kebijakannya ditentukan oleh pemerintah, sehingga jika perusahaan BUMN memiliki *multiple large shareholder structure* maka peranan dari pemegang saham besar tersebut tidak akan mempengaruhi kebijakan pemegang saham terbesarnya (pemerintah).

Selanjutnya perusahaan yang memiliki ekuitas negatif dikeluarkan dari sampel penelitian, dikarenakan perusahaan dengan ekuitas negatif yang umumnya disebabkan oleh *cumulative loss* akan

cenderung menggunakan pendanaan utang lebih banyak untuk kegiatan operasional mereka, sehingga dikhawatirkan dalam perusahaan tersebut terdapat *unobserved variables* yang mempengaruhi kondisi keuangannya dan dapat mempengaruhi pola hubungan antar variabel penelitian.

3.2. Model Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah ingin mengetahui pengaruh struktur modal (*leverage*), *multiple large shareholder structure* dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan penelitian ini diukur dengan menggunakan dua proksi, yaitu *Tobin's q* dan ROA. Untuk membuktikan hipotesis-hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, maka model regresi penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Tobin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{DTE}_{it} + \beta_2 \text{DTEQ}_{it} + \beta_3 \text{OWN21}_{it} + \beta_4 \text{INS}_{it} + \beta_5 \sum_{i=1}^5 \text{CONTROL}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{ROA}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{DTE}_{it} + \beta_2 \text{DTEQ}_{it} + \beta_3 \text{OWN21}_{it} + \beta_4 \text{INS}_{it} + \beta_5 \sum_{i=1}^5 \text{CONTROL}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Dimana:

- Tobin = Nilai perusahaan (*market base*)
- ROA = Nilai perusahaan (*accounting base*)
- DTE = *debt to equity ratio*.
- DTEQ = Rasio *debt to equity ratio*. yang dikuadratkan
- INS = Presentase kepemilikan oleh investor institusional
- OWN21 = *Multiple Large Shareholder Structure*
- β_0 = penduga bagi intersep
- β_1, \dots, β_i = koefisien regresi
- $\sum_{i=1}^5 \text{CONTROL}$ = Variabel Kontrol (GROWTH, SIZE, TANG, CAPEX, AGE)
- ε = *error*

3.3. Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel

Dari model regresi yang telah dijelaskan pada sub bab 3.2, maka penjelasan lebih lanjut mengenai definisi operasional dan pengukuran variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Variabel Dependen

Nilai Perusahaan (Tobin's q dan ROA)

Untuk mengukur nilai perusahaan penelitian ini mengikuti penelitian King & Santor (2008) dan Fosu (2013) yang menggunakan pendekatan berbasis pasar (*market performance*) yaitu *Tobin's q* dan pendekatan berbasis akuntansi (*accounting performance*), yaitu *return on asset* (ROA). Tobin's Q dihitung dengan menggunakan rasio dari *market value of equity* ditambah *book value of asset* dikurangi *book value of equity* dibagi dengan *book value of asset*. Penelitian Maury (2005), King & Santor (2008) dan Attig, *et al* (2009) menggunakan rasio *Tobin's q* sebagai proksi nilai perusahaan yang berbasis pasar (*market base*).

Sedangkan ROA yang digunakan dalam penelitian ini seperti yang digunakan oleh Villalonga dan Amit (2006) yang diukur dengan cara laba bersih perusahaan (*net income*) dibagi dengan total aset perusahaan.

b. Variabel Independen

i. Struktur Modal

Proksi struktur modal yang digunakan dalam penelitian adalah *debt to equity ratio* seperti yang digunakan dalam penelitian Mamjadar dan Chibber (1999), Abor dan Biekpe (2006) dan Hovey (2007). Nilai *debt* dalam penelitian adalah jumlah dari *short term debt* dan *long term debt*, dimana yang termasuk dalam kategori *debt* adalah pinjaman oleh bank (*bank loan*) dan *capitalized leased obligations*.

ii. *Multiple Large Shareholder Structure* (OWN21)

Untuk mengetahui pengaruh *multiple large shareholder structure* terhadap nilai perusahaan penelitian ini mengikuti penelitian Attig, *et al* (2009), yaitu dengan menggunakan rasio dari persentase kepemilikan saham oleh *second largest shareholder* dibagi dengan persentase kepemilikan saham oleh *first largest shareholder* (OWN21). Adapun *second largest shareholder* adalah pemegang saham yang memiliki kepemilikan saham terbesar kedua setelah pemegang saham terbesar dalam struktur kepemilikan perusahaan dengan presentase kepemilikan lebih besar dari 10%. Sedangkan *first largest shareholder* adalah pemegang saham yang memiliki kepemilikan saham paling besar atau terbesar pertama dalam perusahaan.

iii. Kepemilikan Institusional (INS)

Kepemilikan saham institusional dalam penelitian ini adalah kepemilikan saham oleh investor institusi keuangan yang mengacu pada penelitian Margaritis & Psillaki (2010). Proksi yang digunakan yaitu jumlah presentase saham yang dimiliki oleh perusahaan institusi keuangan seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, reksadana dan *investasi*. Semakin efektif pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional, maka cenderung semakin mendisiplinkan kinerja manajemen untuk terus berusaha meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dan nilai perusahaan.

c. Variabel Kontrol

i. Pertumbuhan Perusahaan (*GROWTH*)

Proksi pertumbuhan perusahaan dalam penelitian ini mengikuti penelitian Maury (2005), King & Santor (2008) dan Attig, *et al* (2009), yaitu dengan menghitung selisih total pendapatan penjualan (*sales revenue*) yang dimiliki oleh perusahaan pada periode sekarang dan periode sebelumnya dibagi dengan pendapatan penjualan (*sales revenue*) periode sebelumnya. Penelitian ini memprediksikan bahwa pertumbuhan (*growth*) berpengaruh positif dengan nilai perusahaan. Investor melihat pertumbuhan penjualan merupakan suatu tanda bahwa perusahaan memiliki peningkatan keuntungan, hal ini dapat menarik investor untuk menanamkan modal di perusahaan dan meningkatkan nilai perusahaan.

ii. Ukuran Perusahaan (*SIZE*)

Ukuran Perusahaan (*SIZE*) dalam penelitian ini mengikuti penelitian King & Santor (2008) dan Fosu (2013) yang diukur dengan nilai logaritma natural dari total aset. Penelitian ini memprediksi, ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Semakin besar ukuran suatu perusahaan semakin baik teknologi dan sistem dalam perusahaan serta adanya kemudahan bagi manajemen dalam menggunakan aset perusahaan akan mendorong peningkatan kinerja perusahaan.

iii. Struktur Aset (*TANG*)

Proksi yang digunakan untuk mengukur struktur aset dalam penelitian ini mengikuti penelitian Margaritis & Psillaki (2010) yang diukur dengan cara membagi total *fixed asset* yang dimiliki perusahaan dengan total dari aset perusahaan. Himmelber, *et al*, (1999) mengatakan bahwa aset

berwujud (*tangible*) yang dimiliki oleh perusahaan dapat mengurangi *agency conflict*, dikarenakan aset berwujud dapat dimonitor dengan mudah dan dapat dijadikan jaminan dalam pembiayaan utang. Oleh dikarenakan struktur aset dapat mengurangi konflik keagenan, maka penelitian ini memprediksikan struktur aset berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

iv. *Capital Expenditure*

Sebagaimana penelitian Attig, *et al* (2009) penelitian ini menggunakan rasio *capital expenditure* terhadap total aset, dimana data *capital expenditure* diperoleh dari *data stream* yaitu dana yang digunakan untuk memperoleh aset selain yang berhubungan dengan proses akuisi, termasuk tetapi tidak terbatas pada penambahan *property, plant & equipment* dan investasi pada mesin dan *equipment*. Penelitian Attig, *et.al* (2009) menemukan hubungan positif *capital expenditure* terhadap nilai perusahaan. McConnel & Muscarella (1985), menyatakan bahwa investasi secara positif mempengaruhi nilai perusahaan. Artinya jika investasi ditingkatkan, maka nilai perusahaan akan meningkat. Mengingat bahwa pengeluaran biaya untuk keperluan investasi adalah bagian dari *capital expenditure*, maka berarti *capital expenditure* juga memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini memprediksikan pengaruh positif rasio *capital expenditure* terhadap nilai perusahaan.

v. *Firm Age (AGE)*

Proksi yang digunakan untuk umur perusahaan mengikuti penelitian Cheng (2013) yang diukur dengan menghitung jumlah umur atau tahun perusahaan sejak perusahaan *listing* di pasar modal hingga periode penelitian. Penelitian ini memprediksikan pengaruh positif umur perusahaan (*age*) terhadap nilai perusahaan. Dengan mengetahui umur perusahaan, maka akan diketahui pula sejauh mana perusahaan tersebut dapat *survive* dalam dunia bisnis. Semakin lama atau tua umur perusahaan, maka semakin banyak pengalaman bisnis perusahaan dan semakin perusahaan mengetahui tantangan dan kondisi dunia bisnis yang nyata, sehingga setiap kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan akan menjadi lebih optimal dan dengan sendirinya dapat meningkatkan kinerja atau nilai perusahaan.

3.4. *Metode Analisis Data*

Pada penelitian ini data diperoleh dari data stream dan *idx website* yang kemudian diolah dengan menggunakan program *microsoft excel 2007* dan *software stata 11*. Metode pengolahan yang

digunakan adalah data panel berdasarkan karakteristik sampel, yaitu terdiri dari banyak sampel dan banyak tahun.

4. Hasil Penelitian

Analisis dan interpretasi hasil regresi akan dibagi sesuai dengan persamaan model yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu model persamaan 1 dan 2. Pada model 1 nilai perusahaan yang dilihat dari *market base* dan diproksikan dengan *tobin's q*, sedangkan untuk model persamaan 2 nilai perusahaan dilihat dari *accounting base* dan diproksikan dengan ROA. Adapun hasil regresi data panel dari 164 perusahaan dengan periode penelitian 2009-2012 terangkum dalam tabel 4.1 berikut ini:

Tabel 4.1 Hasil Regresi Model 1 & 2

		Model 1	Model 2
<i>Dependent</i>		Tobin's q	ROA
Variable	Pred	Coeff	Coeff.
C		0.4009***	0.0546***
DTE	+	0.1741***	-0.0434***
DTEQ	-	-0.0139***	0.0006
OWN21	+/-	-0.0359***	-0.0019
INS	+	0.0832***	0.0422**
GROWTH	+	0.0156**	0.0186***
SIZE	+	0.0023*	0.0020***
TANG	+	-0.0094	-0.0650***
CAPEX	+	0.0667**	0.0951***
AGE	+	-0.0032**	0.0003
R ²		0.5486	0.1505
F-Stat		24.84	14.81
Prob(F-Stat)		0.0000	0.0000
<i>Significance level; ***1%, **5%, *10%</i> Tobin's q: nilai perusahaan (<i>market base</i>); ROA: nilai perusahaan (<i>return on asset</i>); DTE: <i>debt to equity ratio</i> ; DTEQ: <i>debt to equity ratio</i> dikuadratkan; OWN21: <i>multiple large shareholder structure (%second largest shareholder dibagi %first largest shareholder)</i> ; INS: % kepemilikan institusional; GROWTH: pertumbuhan perusahaan ($sales\ revenue_{i,t} - sales\ revenue_{i,t-1} / sales\ revenue_{i,t-1}$); SIZE: (ln)total aset; TANG: Struktur Aset (<i>Fixed asset/ total asset</i>); CAPEX: rasio <i>capital expenditure/total asset</i> ; AGE: Umur Perusahaan			

4.1. Pengaruh kuadratik (*concave*) struktur modal terhadap nilai perusahaan (H1)

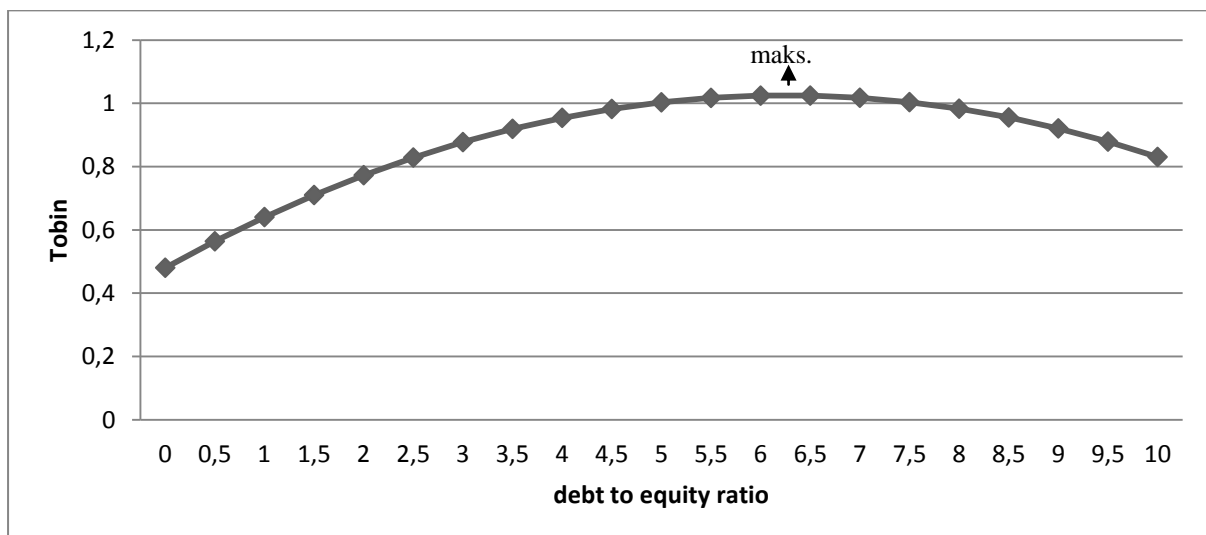
Berdasarkan tabel 4.1 dapat dilihat untuk model persamaan 1 bahwa koefisien regresi *debt to equity ratio* (DTE) bertanda positif 0,1741 dan signifikan pada level 1%, sedangkan koefisien regresi *debt to equity ratio* kuadrat (DTEQ) bertanda negatif -0.0139 dan signifikan pada level 1%. Dengan demikian hipotesis 1 yang menyatakan struktur modal berpengaruh secara kuadratik (*concave*)

terhadap nilai perusahaan (*tobin's q*) terbukti, sehingga hipotesis 1 dalam model persamaan 1 ini diterima.

Nilai koefisien DTE positif dan DTEQ negatif ini menggambarkan bahwa hubungan struktur modal (*debt to equity ratio*) dan nilai perusahaan berbentuk *concave*. Artinya pada awal penggunaan utang, peningkatan penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, tetapi hanya sampai titik optimal tertentu, setelah mencapai titik tersebut peningkatannya akan menurunkan nilai perusahaan (*Tobin's q*). Hasil ini mendukung teori *trade off* (Myers, 1977) yang menyatakan bahwa utang dapat meningkatkan nilai perusahaan, tetapi hanya sampai titik tertentu (titik optimal), setelah mencapai titik optimal tersebut, maka peningkatan utang akan menurunkan nilai perusahaan, dikarenakan adanya resiko kebangkrutan.

Secara matematik, dengan menggunakan rumus $-b/2a$ dari hasil persamaan regresi penelitian ini menemukan bahwa titik maksimum penggunaan utang (*debt to equity ratio*) untuk mencapai nilai maksimal dari nilai perusahaan pada persamaan model 1 ini adalah sebesar 6,2589 dengan nilai maksimal dari nilai perusahaan (*tobin's q*) yang dicapai sebesar 1,0251. Untuk memperjelas bentuk hubungan *non-linear* atau *concave* antara struktur modal dan nilai perusahaan pada model persamaan 1 ini dapat dilihat pada gambar 4.1 berikut ini:

Gambar 4.1 Hubungan Struktur Modal (*debt to equity ratio*) dan Nilai Perusahaan (*Tobin's q*)



Sedangkan untuk model persamaan 2 yang mana nilai perusahaan diproksikan dengan ROA ditemukan hasil bahwa Hasil regresi pengaruh *debt to equity ratio* sebagai struktur modal terhadap nilai perusahaan yang diproksikan oleh ROA, sebagaimana ditunjukkan dalam tabel 4. koefisien regresi *debt to equity ratio* (DTE) bertanda negatif (-0,0434) dan signifikan pada level 1%, sedangkan nilai koefisien regresi *debt to equity ratio* kuadrat (DTEQ) bertanda positif (0,0006) dan tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa struktur modal (utang) tidak berpengaruh secara kuadratik (*concave*) terhadap nilai perusahaan (ROA), sehingga hipotesis 1 dalam penelitian ini ditolak.¹

Walaupun nilai koefisien DTE signifikan pada level 1%, namun nilai koefisien DTEQ tidak signifikan, hal ini menggambarkan bahwa hubungan struktur modal (*debt to equity ratio*) dan *Return on Asset* cenderung berbentuk linier dan negatif. Hasil ini tidak sesuai dengan teori *trade off* Myers (1977) yang menyatakan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan sampai dengan titik optimal tertentu, tetapi setelah melewati titik tersebut peningkatan penggunaan utang akan menurunkan nilai perusahaan. Peneliti menduga hasil ini dikarenakan karena adanya utang dapat menjadi beban bagi perusahaan untuk melunasi pokok pinjaman dan bunga pinjaman terhadap kreditur. Strategi yang dapat perusahaan lakukan untuk melunasi utang tersebut adalah dengan menaikkan harga penjualan atau menekan inovasi perusahaan yang dapat berdampak pada penurunan nilai perusahaan (ROA).

4.2. Pengaruh *multiple large shareholders structure* terhadap nilai perusahaan

Hasil regresi pada tabel 4.1 menunjukkan bahwa koefisien regresi dari *multiple large shareholder structure* (OWN21) pada model 1 bertanda negatif (-0,0359) dan signifikan pada level 1%. Dengan demikian hasil ini mendukung hipotesis 2 dan *entrenchment hypothesis* yang menyatakan bahwa *multiple large shareholder structure* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan atau dengan kata lain hipotesis kedua diterima.

Hasil ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Attig, *et al* (2009) yang menemukan bahwa *multiple large shareholder structure* dapat berperan sebagai *corporate governance* dan berpengaruh positif

¹ Peneliti sudah melakukan pengujian tambahan yaitu pertama hanya menggunakan sampel yang memiliki ROA positif (ROA_t) dan yang kedua menggantikan ROA_t menjadi ROA_{t+1} . Adapun hasilnya sama yaitu ditemukan bahwa struktur modal tidak berpengaruh secara kuadratik (*concave*) terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan *Return on Asset* (lampiran 7 & 8)

terhadap nilai perusahaan. Namun, hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Faccio, *et al* (2001) yang menemukan bahwa keberadaan *multiple large shareholder* dapat memperkecil terjadinya ekspropriasi di Eropa, karena adanya pengawasan yang efektif. Namun, adanya *multiple large shareholder* di Asia cenderung memperburuk terjadinya ekspropriasi oleh para pemegang saham mayoritas, dikarenakan mereka saling bekerja sama dan melakukan kolusi untuk berbagi keuntungan pribadi, sehingga merugikan pemegang saham minoritas.

Sedangkan pada model 2 hasil regresi tabel 4.1 menunjukkan bahwa *multiple large shareholder structure* (OWN21) bertanda negatif dengan koefisien regresi -0,0019 dan tidak signifikan, sehingga hipotesis kedua dalam penelitian ini ditolak, *multiple large shareholder structure* tidak berpengaruh terhadap ROA. Hasil ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Attig, *et al* (2009) yang menemukan pengaruh positif dan signifikan *multiple large shareholder structure* terhadap ROA.

4.3. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan hasil regresi yang ditunjukkan pada tabel 4.1, pada model 1 koefisien regresi kepemilikan institusional (INS) bertanda positif (0,0832) dan signifikan pada level 1% sedangkan pada model 2 koefisien regresi bertanda positif 0,0422 dan signifikan pada level 5% yang berarti bahwa baik pada model 1 maupun model 2 hipotesis ketiga dalam penelitian ini diterima. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Herawati (2008) dan Margaritis & Psillaki (2010) yang menemukan pengaruh positif struktur kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan saham oleh investor institusional seperti bank, asuransi, dan insititusi lainnya memiliki kemampuan dan pengalaman yang baik dibidang bisnis dan keuangan, sehingga akan mendorong peningkatan efektifitas pengawasan kinerja manajemen, dimana fungsi pengendalian akan semakin efektif. Semakin besar kepemilikan saham oleh investor institusional, maka semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi keuangan untuk mengawasi manajemen, sehingga dapat mendisiplinkan kinerja manajer untuk bertindak memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham dan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan.

Hasil regresi pada variabel-variabel kontrol yang digunakan pada model 1 dan model 2 pada tabel 4.1 menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan (GROWTH), ukuran perusahaan (SIZE) dan *capital expenditure* (CAPEX) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, baik yang

diproksikan dengan *tobin's q* maupun ROA. Selanjutnya variabel struktur aktiva (*TANG*) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan *tobin's q*, tetapi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan ROA, sedangkan umur perusahaan (*AGE*) berpengaruh negatif dan signifikan nilai perusahaan yang diproksikan dengan terhadap *tobin's q*, tetapi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan ROA.

4.4. Analisis Sensitivitas

Untuk memastikan kekokohan (*robustness*) hasil penelitian, dilakukan analisis sensitivitas atas model yang telah digunakan. Analisis sensitivitas dalam penelitian ini adalah melakukan perubahan proksi operasional variabel independen, yaitu variabel struktur modal yang pada pengujian utama menggunakan *debt to equity ratio* diubah menjadi *long term debt to equity ratio* (LTDR) pada pengujian analisis sensitivitas ini. Adapun hasil akhir regresi dari pengujian analisis ini terangkum dalam tabel 4.2 berikut ini:

Tabel 4.2 Hasil Regresi Model 1 & 2

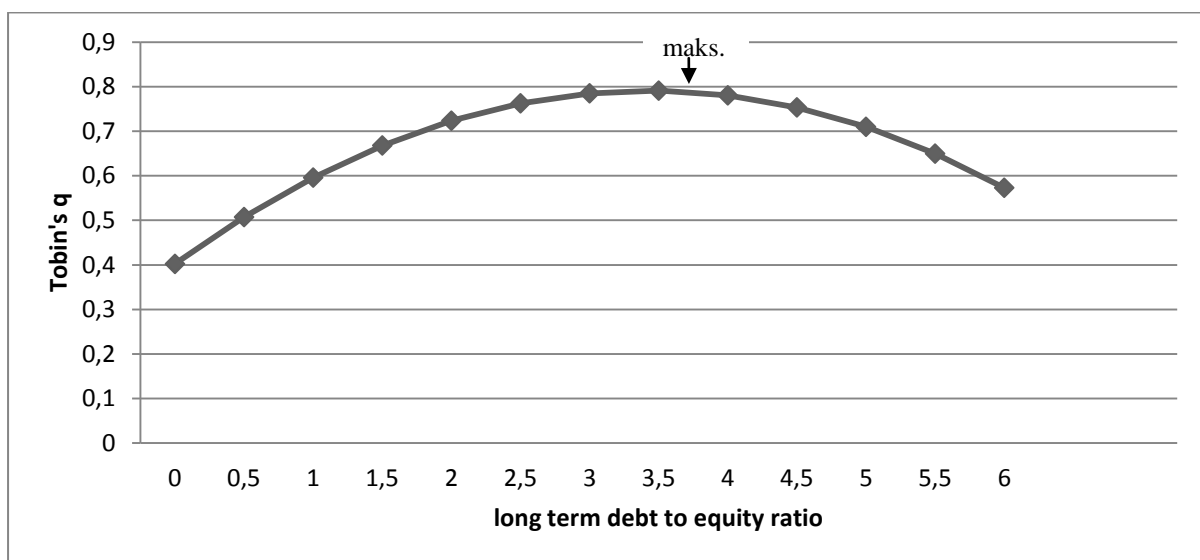
		Model 1	Model 2
<i>Dependent</i>		Tobin's q	ROA
Variable	Pred	Coeff.	Coeff.
C		0.3814***	0.0908
LTDR	+	0.2268***	-0.0363***
LTDRQ	-	-0.0330***	-0.0002
OWN21	+/-	-0.0284***	-0.0039
INS	+	0.0924**	0.0457***
GROWTH	+	0.0010	0.0266***
SIZE	+	0.0027	0.0001
TANG	+	-0.0003	-0.0373**
CAPEX	+	-0.0217	-0.1274***
AGE	+	-0.0005	-0.0018***
R ²		0.3772	0.1212
F-Stat		131.33	4.72
Prob(F-Stat)		0.0000	0.0000
<i>Significance level; ***1%, **5%, *10%</i> Tobin's q: nilai perusahaan (<i>market base</i>); ROA: nilai perusahaan (<i>return on asset</i>); LTDR: <i>longterm debt to equity ratio</i> ; LTDRQ: <i>longterm debt to equity ratio</i> dikuadratkan; OWN21: <i>multiple large shareholder structure (%second largest shareholder dibagi %first largest shareholder)</i> ; INS: % kepemilikan institusional; GROWTH: pertumbuhan perusahaan (<i>sales revenue_{i,t}-sales revenue_{i,t-1}/sales revenue_{i,t-1}</i>); SIZE: (ln)total aset; TANG: Struktur Aset (<i>Fixed asset/ total asset</i>); CAPEX: rasio <i>capital expenditure/total asset</i> ; AGE: Umur Perusahaan			

Hasil pengujian hipotesis pertama pada uji sensitivitas model 1 ditemukan hasil yang sama pada pengujian utama model 1. Nilai koefisien LDTR positif (0.2268) dan LTDRQ negatif (-0.0330) dan

signifikan pada level 1%, yang berarti bahwa struktur modal (*long term debt to equity ratio*) berpengaruh secara kuadratik (*concave*) terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*).

Sama seperti pengujian utama model persamaan 1, hubungan kuadratik antara struktur modal (*long term debt to equity ratio*) dan nilai perusahaan (*Tobin's q*) berbentuk *concave*. Secara matematik, dengan menggunakan rumus $-b/2a$ dari hasil persamaan regresi penelitian ini menemukan bahwa titik maksimum penggunaan utang (*long term debt to equity*) untuk mencapai nilai maksimal dari nilai perusahaan pada persamaan model 1 ini adalah sebesar 3,4308 dengan nilai maksimal dari nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dicapai sebesar 0,7911. Untuk memperjelas bentuk hubungan *non-linear* atau *concave* antara struktur modal dan nilai perusahaan pada model persamaan 1 ini dapat dilihat pada gambar 4.2 berikut ini:

Gambar 4.2 Hubungan Struktur Modal (*longterm debt to equity ratio*) & Nilai Perusahaan (*Tobin's q*)



Sedangkan, pada uji sensitivitas model 2 ini ditemukan hasil yang sama pada pengujian utama model 2. Nilai koefisien LDTR ditemukan negatif dan signifikan, tetapi koefisien LTDRQ ditemukan negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (ROA), yang berarti bahwa struktur modal (*long term debt to equity ratio*) tidak berpengaruh secara kuadratik (*concave*) terhadap nilai perusahaan (ROA).

Hasil pengujian hipotesis kedua pada analisis sensitivitas ini ditemukan hasil yang sama pada pengujian utama persamaan model 1, yang berarti bahwa *multiple large shareholder structure* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*). Sedangkan analisis sensitivitas model 2

ditemukan hasil yang sama dengan pengujian utama model 2, yaitu *multiple large shareholder structure* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (ROA).

Selanjutnya untuk hipotesis ketiga pada analisis sensitivitas ini ditemukan hasil yang sama dengan hasil pada pengujian utama, yaitu kepemilikan institusional ditemukan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan baik yang diproksikan dengan *tobin's q* maupun ROA. Kepemilikan saham oleh investor institusional seperti bank, asuransi, dan insititusi lainnya memiliki kemampuan dan pengalaman yang baik di bidang bisnis dan keuangan, sehingga akan mendorong peningkatan efektifitas pengawasan kinerja manajemen, dimana fungsi pengendalian akan semakin efektif. Semakin besar kepemilikan saham oleh investor institusional, maka semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi keuangan untuk mengawasi manajemen, sehingga dapat mendisiplinkan kinerja manajer untuk bertindak memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham dan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan.

Untuk variabel kontrol dalam pengujian analisis sensitivitas model persamaan 1 ini ditemukan bahwa semua variabel kontrol (GROWTH, SIZE, TANG, CAPEX, & AGE) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*). Hasil ini diduga terjadi karena perubahan data sampel dan operasional variabel yang digunakan.

Sedangkan pada model persamaan 2 analisis sensitivitas hasil regresi variabel kontrol yang digunakan ditemukan hasil yang sama dengan pengujian utama model persamaan 2, yaitu pertumbuhan perusahaan (GROWTH) dan kebijakan investasi (CAPEX) berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA, serta struktur aktiva (TANG) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA.

Namun, ukuran perusahaan (SIZE) dan umur perusahaan (AGE) ditemukan hasil yang berbeda dari pengujian utama model persamaan 2, yaitu ukuran perusahaan (SIZE) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (ROA). Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dapat diartikan bahwa perusahaan yang lebih besar belum tentu (tidak signifikan) memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang lebih kecil. Penelitian Huang & Song (2002) dan Talebria *et al* (2010) yang juga menemukan pengaruh tidak signifikan antara ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan dan berpendapat bahwa ukuran perusahaan bukan jaminan bahwa akan

memiliki kinerja yang baik karena dengan dana dan aktiva yang lebih yang dimiliki perusahaan bukan berarti perusahaan akan bisa memanfaatkan dananya dengan baik.

Sedangkan, umur perusahaan (AGE) ditemukan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA. Majumdar, *et al* (1997) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki umur lebih tua jika tidak diikuti dengan peningkatan kualitas sumber daya manusia dan kualitas aktiva atau peralatan yang dimiliki perusahaan, maka akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang lebih tua rentan terhadap inersia (kecenderungan untuk menolak perubahan), sehingga perusahaan tersebut lebih sulit untuk melakukan penyesuaian atas perubahan dibandingkan dengan perusahaan yang muda.

5. Penutup

5.1 Kesimpulan

Struktur modal adalah perbandingan dari jumlah utang dan ekuitas yang digunakan perusahaan. Penggunaan utang menjadi pilihan yang paling diambil oleh perusahaan sebagai modal pembiayaan, dikarenakan cara mendapatkannya mudah dan biaya yang murah. Menurut teori *trade off* penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan sampai dengan titik optimal dan setelah melewati titik optimal tersebut, peningkatan penggunaan utang dapat menyebabkan resiko kebangkrutan dan menurunkan nilai perusahaan. Penelitian ini berhasil menemukan pengaruh *non-linear* struktur modal terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan *tobin's q*, tetapi belum menemukan pengaruh *non-linear* struktur modal terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan ROA.

Hubungan *non-linear* antara struktur modal (*debt to equity ratio* dan *long term debt to equity ratio*) dan nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's q* berbentuk *concave*, artinya hubungan positif antara struktur modal dengan nilai perusahaan karena adanya manfaat pajak dan akan berubah menjadi negatif setelah mencapai titik optimal tertentu, yang dikarenakan peningkatan penggunaan utang dapat menimbulkan resiko kebangkrutan. Hasil ini mendukung teori *trade off* dan penelitian Margaritis & Psillaki (2010) dan Fosu (2013).

Keberadaan *multiple large shareholder structure* dalam penelitian ini ditemukan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's q*. Hasil ini mendukung *entrenchment hypothesis* yang berarti bahwa keberadaan *multiple large shareholder* di Indonesia cenderung untuk saling berkoalisi dan bekerja sama untuk melakukan ekspropriasi yang merugikan pemegang saham minoritas. Hal ini diduga karena secara umum perusahaan di Indonesia mayoritas dimiliki oleh keluarga.

Sedangkan pada model 2 keberadaan *multiple large shareholder structure* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Return on Asset*. Hal ini diduga bahwa keberadaan *multiple large shareholder* tidak berpengaruh secara langsung terhadap kinerja operasional perusahaan.

Kepemilikan saham oleh investor institusional juga dianggap mampu memonitor kinerja manajer dalam memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, sehingga konflik di antara pemegang saham dan manajer dapat diminimalisasi dan meningkatkan nilai perusahaan. Dalam penelitian ini, ditemukan pengaruh positif dan signifikan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan, baik nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's q* maupun ROA.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang diharapkan dapat disempurnakan dalam penelitian-penelitian selanjutnya. Adapun keterbatasan tersebut diantaranya adalah:

- a. Penelitian ini hanya menggunakan dua proksi untuk mengukur nilai perusahaan, yaitu *Tobin's q* dan ROA, serta dua proksi *leverage* yaitu *debt to equity ratio* dan *long term debt to equity ratio*.
- b. Mekanisme *corporate governance* sebagai mekanisme pengendalian hanya terbatas dari peranan *multiple large shareholder structure* dan kepemilikan institusional.
- c. Dalam mengukur rasio pengendalian (*controlling*) *multiple large shareholder structure* hanya berdasarkan kepemilikan saham yang tercantum dalam laporan keuangan, penelitian ini tidak menelusuri sampai dengan pemegang saham *ultimate*.
- d. Penelitian ini belum mengidentifikasi jenis *multiple large shareholder structure*, seperti keluarga, kepemilikan investor institusional, pemerintah dan asing. Proses pengidentifikasian jenis

multiple large shareholder structure mungkin dapat lebih menjelaskan peranan *corporate governance* dari *multiple large shareholder structure*.

5.3 Saran untuk Penelitian Selanjutnya

- a. Diharapkan dapat menggunakan proksi *leverage* lain yang dapat memperkuat hasil hubungan *non-linier* struktur modal dan nilai perusahaan.
- b. Melakukan pengujian dengan mempertimbangkan perbedaan karakteristik antar-industri, sehingga terdapat pengujian terpisah antar industri.
- c. Diharapkan dapat menggunakan proksi lain untuk mengukur peranan *multiple large shareholder* sebagai *corporate governance*.
- d. Melakukan identifikasi jenis *multiple large shareholder structure*, seperti kepemilikan oleh keluarga, investor institusional, pemerintah dan asing.

Daftar Referensi

- Abor, J., & Biekpe, N. 2006. An Empirical Test of Agency Problem and Capital Structure of South African Quoted SMEs. *SAJAR*, 20, 51-65. Bellville.
- Attig, N., et al. 2009. Do Multiple Large Shareholders Play A Corporate Governance Role? Evidence From East ASIA. *The Journal of Financial Research*, 32, 395-422.
- Bathala, C.T., Moon, K.P., & Rao, R.P. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, And The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, 23, 38-50.
- Bennedsen, M., dan D. Wolfenzon. 2000. The Balance of Power in Closely Held Corporation. *Journal of Financial Economics*, 58, 113-139.
- Cheng, M., Lin, B., & Wei, M. 2013. How Does The Relationship between Multiple Large Shareholder Affect Corporate Valuation? Evidence from China. *Journal of Economics and Business*, 70, 43-70.
- Eisenhardt, Kathleen M. (1989). Agency Theory: An Assesment and Review. *Academy of Management Review*, 14, 57-74.
- Faccio, M., Lang, L., Young, L., 2001. Dividends and Expropriation. *American Economic Review*, 91, 54-78.
- Fosu. 2013. Capital Structure, Product Market Competition and Firm Performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53, 140-151.
- Gedajlovic, Eric., & Shapiro, Daniel M. 2002. Ownership Structure and Firm Profitability in Japan. *The Academy of Management Journal*, 3, 565-575. Academy of Management.
- Gitman, Lawrence. 2009. *Principles of Managerial Finance 12th Edition*. New York: Pearson Prentice Hall.
- Herawati, Vinola. 2008. Peran Praktek *Corporate Governance* sebagai *Moderating Variable* dari Pengaruh *Earnings Management* terhadap Nilai Perusahaan. *Symposium Nasional Akuntansi XI*.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R., & Palia, D. 1999. Understanding the Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.
- Hovey, Martin. 2007. Leverage, Profitability, and Ownership Structures of Listed Firms in China. *JEL Classification: P31, L33, G32, G38, 053, 24-25*. University of Queensland.
- Jensen, Michael C. dan W.H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M.C. 1986. *Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, *The American Economic Review*, 76, 323-329.
- King, M.R., & Santor, E. 2008. Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms. *Journal of Banking & Finance*, 32, 2423 – 2432.
- Lee, Sanghoon. 2008. Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Panel Data of South Korea. *Working Paper No.17*. University of Utah.

- Majumdar, Summit K. 1997. The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India. *Review of Industrial Organization*, 12 : 213-241.
- Majumdar, Summit K., & Chibber, Pradeep. 1999. Capital Structure and Performance: Evidence from Transition Economy on an Aspect of Corporate Governance. *Public Choice*, 98, 287-305. Kluwer Academic Publishers.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. 2010. Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance. *Journal of Banking & Finance*, 34, 621-632.
- Maury, B., & A. Pajuste. 2005. Multiple Large Shareholders and Firm Value. *Journal of Banking & Finance*, 29, 1813-1834
- Meggison, William L. 1997. Corporate Finance Theory. University of Georgia: Addison Wesley.
- Modigliani, F., & Miller, M. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53, 433-443.
- Myers, S. C. 1977. The determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Villalonga, B., & Amit, R. 2006. How do Family Ownership Control and Management Affect Firm Value?. *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Zwiebel, J. 1995. Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control. *Review of Economic Studies*, 62, 161-185.