

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN MEDIASI *LEVERAGE*

(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

Sri Adji Prabawa

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Bengkulu
Corresponding Author : adjiprabawa1959@gmail.com

Abstract:

This research aims to test and analyze the impact of ownership structure on value of the firm and mediated by leverage in one integrated research model of the manufacturing company of the basic and chemical industry sectors listed on the Indonesia Stock Exchange in 2012-2018. Using a regression analysis tool and a Sobel test to see if the ownership structure has an indirect impact on the value of the firm. The results showed there was a significant negative influence of ownership structures on the company's value. Results also showed significant negative influence over the ownership structure on the leverage, and there was a significant positive influence of leverage on the company's value. The results of Sobel test showed that the leverage variable did not act to impact the indirect relationship of the ownership structure on the company's value.

Keywords: *Ownership Structure, Leverage, Value of the Firms.*

Abstrak:

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dan dimediasi oleh leverage dalam satu model penelitian terpadu pada perusahaan manufaktur sektor industri dasar dan kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2018. Menggunakan alat analisis regresi dan uji Sobel untuk melihat apakah struktur kepemilikan memiliki dampak tidak langsung terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan terdapat pengaruh negatif signifikan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian juga menunjukkan pengaruh negatif signifikan struktur kepemilikan terhadap leverage, dan terdapat pengaruh positif signifikan leverage terhadap nilai perusahaan. Hasil uji Sobel menunjukkan bahwa variabel leverage tidak berpengaruh terhadap hubungan tidak langsung struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: *Struktur Kepemilikan, Leverage, Nilai Perusahaan.*

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan tercipta melalui serangkaian keputusan manager tidak lepas dari kepentingan penyandang dana baik pemegang saham maupun kreditor. Potensi masalah keagenan telah lama menjadi perdebatan seperti yang disampaikan Tirole (2001) dimana para ekonom klasik sejak Adam Smith (1776) hingga Berle & Means (1932) memperhatikan adanya pemisahan kepemilikan dan kontrol dalam perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) tidak memakai istilah struktur modal yang hanya memperhatikan jumlah relatif antara *debt, equity, warrants, trade credit* dan lain-lain yang merepresentasikan kewajiban (*liabilities*) perusahaan, terdapat dimensi penting lain yang menjadi permasalahan yaitu *ownership structure* yang diklaim *insiders* (manajemen) dan *outsiders* (investor yang tidak berperan langsung dalam manajemen perusahaan). Perdebatan tentang *agency problem* dimana pemilik dapat menentukan *corporate governance* yang

menjamin kepentingan investasi penyandang dana untuk memperoleh *return* mereka.

Dalam *standard agency theory* pemegang saham dimodelkan sebagai *risk-neutral* karena dapat mendiversifikasi investasinya pada beberapa perusahaan, sementara manajer dimodelkan sebagai *adverse* karena mereka hanya dapat mengupayakan pada satu pekerjaan. Sehingga manajer diasumsikan lebih suka keuntungan jangka pendek yang berasal dari strategi pencarian efisiensi di mana menghambat inovasi dan *return* jangka panjang (Honore *et al.*, 2015). Implikasi dari situasi ini mendorong banyak peneliti mengamati bagaimana mekanisme yang ada dapat menselaraskan kepentingan pemegang saham, kreditor dan manager dalam persaingan bisnis yang menuntut efisiensi dan inovasi.

Studi struktur kepemilikan menunjukkan karakteristik berbeda sesuai *legal system* dan *law enforcement* yang berlaku di negara maju maupun di negara yang sedang berkembang. Struktur kepemilikan di negara maju umumnya ditandai dengan *wider dispersion* (lebih menyebar) dibanding dengan negara-negara *South-East Asian* (Driffield *et al.*, 2007). Konsekuensi kepemilikan terdispersi di negara maju terdapat sedikit pemegang saham besar dan *monitoring effect* sangat rendah. Dalam sistem ini, kepentingan pemegang saham dilindungi *legal system* di negara tersebut. Sebaliknya karakteristik kepemilikan perusahaan di Indonesia pada umumnya lebih terkonsentrasi (Lemmon & Lins, 2001). Lemmons & Lins (2001) juga menunjukkan *legal institution* dan mekanisme struktur *corporate governance* dapat mencegah *expropriation* terhadap pemegang saham minoritas saat krisis keuangan 1997 di delapan negara *East Asian* (Hong Kong, Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, South Korea, Taiwan, dan Thailand). Studi Kararti (2014) juga menjelaskan lemahnya *legal system* dan lemahnya perlindungan investor di negara berkembang membuat kepemilikan lebih terkonsentrasi, sehingga *agency problem* dalam bisnis di Indonesia adalah konflik bukan pada pemilik dengan manajer tetapi pada pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas (Mitton, 2002).

Pemegang saham secara umum juga menyukai pendanaan dengan hutang karena pemegang saham tidak menyukai "*dilution of ownership*" sehingga terdapat hubungan langsung antara *external blockholding* dan *leverage* (Kararti, 2014). Studi Driffield *et al.*, (2007) juga menjelaskan terdapat *over-reliance on debt* (amat tergantung dengan hutang) karena pemegang saham besar tak ingin menjadi berkurang kepemilikannya (*unwilling to dilute their ownership*), ini dikenal sebagai *non-dilution of entrenchment*, yang dapat menurunkan nilai perusahaan. Sejalan hal di atas, Hassan (2016) menjelaskan konsentrasi kepemilikan dan hutang secara bersama dapat berperan sebagai mekanisme *corporate governance* yang efektif di Australia, disebutkan juga terjadi eksploitasi

hutang oleh konsentrasi kepemilikan sehingga investor kecil di Australia masih memerlukan proteksi.

Beberapa studi menunjukkan kepemilikan terkonsentrasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Mitton, 2002; Driffield *et al*, 2007; Iturriaga & Sanz, 2012; Pirzada *et al*, 2015). Sementara studi lain menunjukkan struktur kepemilikan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (Demsetz & Lehn, 1985; Lemmon & Lins, 2001).

Terkait dengan penggunaan hutang, studi Cheng, Liu dan Chien (2010) di China menunjukkan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada level kurang dari 53,97%, ini konsisten dengan *trade-off theory* yang memperhatikan keseimbangan manfaat dan biaya dari *debt financing*. Studi Cheng dan Tzeng (2011) juga menunjukkan *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan cenderung lebih kuat saat kualitas keuangan lebih baik (*Z-score* yang lebih besar). Gill dan Obradovich (2012) menunjukkan *financial leverage* secara positif mempengaruhi nilai perusahaan manufaktur maupun perusahaan jasa di Amerika Serikat. Hasil studi Adelegan (2006) menunjukkan hasil berbeda dimana *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan fenomena inkonsistensi hasil-hasil penelitian di atas, maka perlu diketahui bagaimana gambaran sebenarnya struktur kepemilikan terhadap *leverage* dan nilai perusahaan dan apakah *leverage* berperan memediasi hubungan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan, sehingga diharapkan penelitian ini dapat memberi gambaran dan berkontribusi pada teori-teori manajemen keuangan.

KAJIAN PUSTAKA dan HIPOTESIS

Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan

Pemegang saham besar diasumsikan memiliki akses eksklusif terhadap teknologi untuk menemukan kemajuan berharga dari strategi operasi sang “*incumbent*” melalui monitoring dan riset independen (Shleifer & Vishny, 1986: 465). Selain itu pemegang saham besar tak hanya sebatas memonitor dan sebagai *bidder*, mereka juga dapat memfasilitasi *takeover* dengan memberi *well-informed* terhadap *outsider* yang tak memiliki posisi dalam perusahaan. Kehadiran pemegang saham besar memberi insentif bagi *outsider* untuk memonitor dan mengevaluasi kinerja *incumbent management*, ini sejalan dengan kepentingan pemegang saham kecil dimana peran monitoring oleh pemegang saham besar tetap berlangsung. Lee & O’Neill (2003) yang meneliti struktur kepemilikan, investasi R&D, dan *goal alignment* di US dan Japan menunjukkan konsentrasi kepemilikan perusahaan Amerika tidak sepenuhnya konsisten dengan *agency theory*, sementara *stewardship theory* mencerminkan konsistensi penuh bagi perusahaan Jepang. Implikasi temuan Lee & O’Neill (2003) bagi *agency theory* adalah berbeda di Jepang maupun di US, dimana investor perusahaan Jepang

memainkan banyak peran (monitoring, penyandang dana, pemberi informasi dan supplier). Manager Jepang lebih kecil risiko terkait pekerjaannya dibanding manager di US, dimana di US *employment risk* sebagai sumber konflik antara pemilik dan manager dalam bisnis Amerika, sehingga investasi R&D perusahaan US relatif *underinvest* dibanding perusahaan Jepang. Studi Driffield *et al* (2007) menunjukkan efek positif variabel *ownership concentration* yang lebih tinggi terhadap *leverage* dan nilai perusahaan di Indonesia, Korea, Malaysia dan tidak signifikan di Thailand. Berdasar beberapa studi di atas hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut:

H1: Struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Struktur Modal (*Leverage*) dan Nilai Perusahaan.

Struktur modal (*leverage*) adalah mekanisme *corporate governance* tambahan bagi struktur kepemilikan yang membawa informasi potensial tentang ekspektasi proyek investasi dan dapat memodifikasi managerial insentif. *Debt financing* bisa bertindak sebagai mekanisme kontrol, sehingga kedua mekanisme ini dipandang saling komplementer dan dapat diperkirakan ada hubungan positif terhadap nilai perusahaan (Iturriaga & Sanz, 2012). Gill & Obradovich (2012) menyatakan *leverage* berdampak positif terhadap nilai perusahaan Amerika. Gill (2013) menyatakan hutang berdampak positif terhadap *firm value*. Siahaan (2013) menyatakan *leverage* tidak mempengaruhi nilai perusahaan, akan tetapi secara simultan *good corporate governance*, *leverage*, *size* mempengaruhi nilai perusahaan. Cheng & Tseng (2011) menunjukkan *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasar beberapa penelitian tersebut dihipotesa bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H2: *Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal (*Leverage*).

Masdupi (2005) meneliti dampak struktur kepemilikan (*ownership structure*) dan beberapa variabel kontrol terhadap kebijakan hutang di Indonesia dalam konteks *agency theory*. Hasil menunjukkan bahwa *insider ownership* dan *institutional ownership* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap rasio hutang sementara *shareholder dispersion* tidak berpengaruh terhadap *debt ratio* dalam konteks *agency theory*. Li *et al* (2009) menemukan hubungan positif *state ownership* dan *leverage* juga ditemukan hubungan negatif *foreign ownership* terhadap *leverage*. Ellili (2011) menunjukkan *ownership* (*manager*, *blockholder*, dan institusi) berhubungan negatif dengan *leverage*. Said (2013) menunjukkan *managerial ownership* berpengaruh *non-linear* terhadap struktur modal, selain itu *outsider* tak berperan mendisiplinkan manager dan *external ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*. Sementara Kararti (2014) menunjukkan *managerial ownership* berhubungan negatif dengan struktur modal

sementara juga ditunjukkan *large ownership* berhubungan positif dengan *leverage*. Berdasar beberapa studi di atas hipotesa ketiga dirumuskan sebagai berikut:

H3: Struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal (*Leverage*).

Struktur Kepemilikan, *Leverage* dan Nilai Perusahaan.

Penelitian Cho (1998), Mitton (2002), Driffield (2007), Mardina (2008), Ellili (2011), Iturriaga & Sanz (2012), Piruna & Jiraporn (2012), dan Brahmana *et al* (2015) menyatakan terdapat pengaruh positif struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Sementara penelitian Cheng *et al* (2010), Cheng & Tzeng (2011), Ruan *et al* (2011), Gill & Obradovich (2012), Gill (2013), menyatakan terdapat pengaruh positif *leverage* terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Su & Li (2013) dan Kararti (2014) menyatakan terdapat pengaruh positif struktur kepemilikan terhadap *leverage*. Sehingga dari beberapa penelitian tersebut di atas dapat dimodelkan bahwa variabel *leverage* memediasi hubungan antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan.

Driffield *et al* (2007) yang menguji efek struktur kepemilikan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, menunjukkan total efek (*incentive effect*, *entrenchment effect*, dan *risk aversion effect*) secara bersamaan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan berdampak positif. Driffield *et al* (2007) menyatakan perusahaan AS umumnya ditandai struktur kepemilikan yang lebih menyebar daripada perusahaan di negara-negara *South East Asian* yang struktur kepemilikannya lebih terkonsentrasi pada pemegang saham pengendali yang dikuasai oleh keluarga dan sedikit pemegang saham kecil, sehingga masalah agensi klasik antara manager dan pemegang saham diredakan di sini. Kemauan pemegang saham pengendali guna memonitor manager dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan meminimalkan oportunistik manajerial. Berdasar argumen di atas maka hipotesa yang diajukan adalah sebagai berikut;

H4: Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui *leverage*.

METODE PENELITIAN

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang bergerak di sektor industri dasar dan kimia dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2018. Sampel penelitian dengan kriteria memiliki laporan keuangan lengkap (neraca dan laba rugi) dan tidak terdapat laba negatif.

Definisi operasional variabel dalam penelitian ini adalah terdiri nilai perusahaan yang menggunakan Tobin's Q dimana menurut Demsetz & Villalonga

(2001) dari perspektif waktu, laba akuntansi adalah *backward-looking*, sementara Tobin's Q adalah *forward-looking* yang dihasilkan oleh angka akuntansi historis sebagaimana banyak peristiwa dunia dan strategi bisnis mempengaruhi ramalan investor. Struktur kepemilikan diproxy dengan kepemilikan terkonsentrasi dimana merupakan jumlah persentase kepemilikan di atas lima persen, sedangkan *leverage* diukur menggunakan *debt ratio* yaitu persentase total hutang dibagi total assets.

Berdasar kerangka konsep penelitian yang dibangun, maka model penelitian ini dapat dianalisis dengan "*Basic Mediated Model*" berdasar pada kajian "*A General Path Analytic Framework for Combining Mediation and Moderation*" oleh Edwards & Lambert (2007: 6-10). Analisis berdasar *Basic Mediated Model* menggambarkan *direct effect* X terhadap Y dan *indirect effect* X terhadap Y dimediasi oleh M.

Persamaan-persamaan regresi dari model penelitian ini dapat dituliskan sebagai berikut:

$$Y = b_{01} + b_{X1}X + e_{y1} \quad \dots \quad (1)$$

$$M = a_{02} + a_{X2}X + e_{M2} \quad \dots \quad (2)$$

$$Y = b_{03} + b_{X3}X + b_{M3}M + e_{Y3} \quad \dots \quad (3)$$

dimana; Y adalah nilai perusahaan, X adalah struktur kepemilikan, dan M adalah variabel *Leverage* sebagai variabel mediasi.

HASIL PENELITIAN

1) Deskripsi Sampel

Sampel pada penelitian ini dibatasi pada industri dasar dan kimia yang tercatat sebanyak 68 perusahaan, dengan tahun pengamatan dari Tahun 2012-2018. Sampel diambil dengan teknik *purposive sampling*.

Tabel 1. Deskripsi Sampel Penelitian

Perusahaan Sampel Penelitian	Jumlah Sampel Perusahaan	Persentase (%)
Industri dasar dan kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sejak tahun 2012 sampai tahun 2018 dan periode pembukuan 31 Desember	68	100
Laporan keuangan perusahaan yang tidak memiliki kelengkapan data	(14)	(20,59)
Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian dan dijadikan sampel	54	79,41
Jumlah observasi (54 x 7)	378	

Dari 68 perusahaan, hanya mendapatkan 54 perusahaan yang memenuhi syarat, sehingga pada penelitian ini hanya menggunakan 54 perusahaan yang

memenuhi syarat tersebut, dengan jumlah pengamatan (N) sebanyak 378 (54 x 7 tahun).

2) Hasil Pengujian

Penelitian ini menggunakan metode regresi pemediasi (*mediated regression analysis/MRA*). Dalam metode MRA, posisi variabel mediasi (M) adalah sebagai variabel perantara dari pengaruh variabel independen (X) terhadap variabel dependen (Y). Hasil pengujian tahap-tahapan MRA dipaparkan berikut ini.

Tabel 2 Hasil Pengujian MRA: Pengaruh Kepemilikan Terkonsentrasi terhadap Nilai Perusahaan dimediasi oleh Struktur Modal (*leverage*)

No	Independent Variable	Hasil		
		Unstandardized Coeff	t-stat	p-value
Tahap 1 : $Y = a + bX$				
1	Kepemilikan Terkonsentrasi (X)	-0,131	-3,571	0,000*
	Konstanta (a)	1,950		
	R-Squared	0,033		
	F-Statistic	12,753		
	Prob (F-statistic)	0,000		
Tahap 2 : $M = a + bX$				
1	Kepemilikan Terkonsentrasi (X)	-0,025	-2,393	0,017*
	Konstanta (a)	-0,654		
	R-Squared	0,015		
	F-Statistic	5,728		
	Prob (F-statistic)	0,017		
Tahap 3 : $Y = a + bM$				
1	<i>Leverage</i> (M)	0,681	3,778	0,000*
	Konstanta (a)	1,449		
	R-Squared	0,037		
	F-Statistic	14,273		
	Prob (F-statistic)	0,000		
Tahap 4 : $Y = a + b_1X + b_2M$ (Full Model)				
1	Kepemilikan Terkonsentrasi (X)	-0,116	-3,176	0,002*
	<i>Leverage</i> (M)	0,611	3,405	0,001*
	Konstanta (a)	2,350		
	R-Squared	0,062		
	F-Statistic	12,354		
	Prob (F-statistic)	0,000		

*) Signifikan di Level 5%

Sumber : Data diolah, 2019

1) Evaluasi Model Tahap Pertama

Pada Tahap Pertama, diketahui bahwa nilai F-hitung yang diperoleh sebesar 12,354 dengan *p-value* sebesar 0,000. Hasil tersebut memberikan makna bahwa model regresi pengaruh kepemilikan terkonsentrasi terhadap

nilai perusahaan adalah *fit* (layak). Selanjutnya, nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,033, yang berarti bahwa kemampuan kepemilikan terkonsentrasi dalam memprediksi perubahan nilai perusahaan adalah sebesar 3,3%. Hasil ini menunjukkan bahwa kemampuan prediktif tersebut masih sangat kecil.

Pada tahap pertama model estimasi MRA, persamaan regresi pengaruh struktur kepemilikan terkonsentrasi (X) terhadap nilai perusahaan (Y) yang diperoleh adalah sebagai berikut:

$$Y = 1,950 - 0,131X$$

Nilai konstanta (a) persamaan di atas sebesar 1,950 yang berarti bahwa nilai perusahaan cenderung tetap positif sebesar 1,950 jika struktur kepemilikan terkonsentrasi sama dengan nol (tidak ada). Nilai koefisien regresi (b) sebesar -0,131 bermakna kepemilikan terkonsentrasi semakin tinggi berdampak negatif terhadap nilai perusahaan sebesar 0,131. Sebaliknya, kepemilikan semakin tidak terkonsentrasi, akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil pengujian signifikansi diketahui bahwa pengaruh kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan adalah negatif signifikan. Hal ini dibuktikan dengan nilai *p-value* $0,000 < \alpha$ 0,05 dengan nilai koefisien regresi sebesar -0,131.

2) Evaluasi Model Tahap Kedua

Pada tahap kedua diketahui nilai F-hitung sebesar 5,728 dengan *p-value* 0,017 bermakna bahwa model regresi pengaruh kepemilikan terkonsentrasi terhadap struktur modal (*leverage*) adalah *fit* (layak). Selanjutnya nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,015 berarti kemampuan kepemilikan terkonsentrasi dalam memprediksi perubahan kebijakan struktur modal adalah sebesar 1,5%. Hasil ini menunjukkan bahwa kemampuan prediktif tersebut masih sangat kecil.

Pada tahap kedua ini, persamaan regresi yang diperoleh adalah sebagai berikut:

$$M = -0,654 - 0,025X$$

Nilai konstanta (a) persamaan di atas sebesar -0,654 berarti struktur modal akan cenderung tetap negatif sebesar 0,654 jika struktur kepemilikan terkonsentrasi sama dengan nol (tidak ada). Nilai koefisien regresi (b) sebesar -0,025 bermakna kepemilikan terkonsentrasi semakin tinggi berdampak pada penurunan struktur modal sebesar 0,025. Sebaliknya kepemilikan semakin tidak terkonsentrasi meningkatkan struktur modal perusahaan.

Hasil pengujian signifikansi diketahui bahwa pengaruh kepemilikan terkonsentrasi terhadap kebijakan struktur modal adalah negatif signifikan. Hal

ini dibuktikan dengan nilai $p\text{-value}$ $0,017 < \alpha$ $0,05$ dengan nilai koefisien regresi yang negatif.

3) Evaluasi Model Tahap Ketiga

Pada tahap ketiga, diketahui bahwa nilai F-hitung yang diperoleh sebesar 14,273 dengan $p\text{-value}$ sebesar 0,000. Hasil tersebut memberikan makna bahwa model regresi pengaruh kebijakan struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah *fit* (layak). Selanjutnya, nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,037, yang berarti bahwa kemampuan variabel kebijakan struktur modal dalam memprediksi perubahan nilai perusahaan adalah sebesar 3,7% dan nilai tersebut masih relatif sangat kecil. Persamaan regresi pada tahap ketiga ini adalah sebagai berikut:

$$Y = 1,449 + 0,681M$$

Nilai konstanta (a) pada persamaan di atas sebesar 1,449 yang berarti bahwa nilai perusahaan industri manufaktur akan cenderung tetap positif sebesar 1,449, jika kebijakan struktur modal sama dengan nol (tidak ada). Nilai koefisien regresi (b) sebesar 0,681 memberikan makna bahwa kebijakan struktur modal yang semakin tinggi, berdampak positif pada peningkatan nilai perusahaan sebesar 0,681. Sebaliknya, kebijakan struktur modal semakin kecil, maka nilai perusahaan juga cenderung menurun.

Hasil pengujian signifikansi diketahui pengaruh kebijakan struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah positif signifikan. Hal ini dibuktikan dengan nilai $p\text{-value}$ $0,000 < \alpha$ $0,05$ dengan nilai koefisien regresi yang positif.

4) Evaluasi Model Tahap Keempat (*Full Model*)

Pada tahap keempat, diketahui bahwa nilai F-hitung yang diperoleh sebesar 12,354 dengan $p\text{-value}$ sebesar 0,000. Hasil tersebut memberikan makna bahwa model regresi pengaruh struktur kepemilikan terkonsentrasi dan kebijakan struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah *fit* (layak). Selanjutnya, nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,062, yang berarti bahwa kemampuan variabel struktur kepemilikan terkonsentrasi dan kebijakan struktur modal dalam memprediksi perubahan nilai perusahaan adalah sebesar 6,2%. Walaupun demikian, nilai tersebut masih relatif sangat kecil.

Dari tahap keempat, persamaan regresi secara *full* adalah sebagai berikut:

$$Y = 2,350 - 0,116X + 0,611M$$

Nilai konstanta (a) pada persamaan di atas sebesar 2,350 yang berarti bahwa nilai perusahaan industri manufaktur akan cenderung tetap positif sebesar 2,350, jika struktur kepemilikan terkonsentrasi dan kebijakan struktur modal sama dengan nol (tidak ada). Nilai koefisien regresi (b_1) variabel

struktur kepemilikan terkonsentrasi sebesar -0,116 memberikan makna bahwa struktur kepemilikan terkonsentrasi semakin meningkat, maka nilai perusahaan manufaktur akan mengalami penurunan sebesar 0,116. Selanjutnya, nilai koefisien regresi (b_2) variabel kebijakan struktur modal sebesar 0,611 memberikan makna bahwa kebijakan struktur modal yang semakin tinggi, berdampak positif pada peningkatan nilai perusahaan sebesar 0,611. Selanjutnya, dari hasil pengujian signifikansi, diketahui bahwa:

- 1) Pengaruh struktur kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan adalah negatif signifikan, Hal ini dibuktikan dengan nilai p -value $0,002 < \alpha 0,05$, dengan nilai koefisien regresi yang negatif (-0,116).
- 2) Pengaruh kebijakan struktur modal (*leverage*) terhadap nilai perusahaan adalah positif signifikan, Hal ini dibuktikan dengan nilai p -value $0,001 < \alpha 0,05$, dengan nilai koefisien regresi yang positif (0,611).

Dari tahapan-tahapan regresi model MRA tahap 1, tahap 2 dan tahap 3, maka memberikan bukti tahap ketiga juga memenuhi kaidah yang dipersyaratkan (Baron & Kenny, 1986). Kaidah-kaidah Baron & Kenny tersebut adalah:

- 1) Pada persamaan tahap pertama, variabel independen (X) memiliki pengaruh terhadap variabel dependen (Y).
- 2) Pada persamaan tahap kedua, variabel independen (X) memiliki pengaruh terhadap variabel mediasi (M).
- 3) Pada persamaan ketiga, variabel mediasi (M) memiliki pengaruh terhadap variabel dependen (Y).

Tabel 3 Ringkasan Analisis Regresi Tahap 1 – Tahap 3 dan Tahap 4 Pada Regresi Mediasi

Jalur	p -value	Keterangan
Tahap 1 → Koefisien (b)		
Struktur kepemilikan → Nilai perusahaan	0,000	Signifikan
Tahap 2 → Koefisien (d)		
<i>Leverage</i> → Nilai Perusahaan	0,017	Signifikan
Tahap 3 → Koefisien (c)		
Struktur kepemilikan → <i>Leverage</i>	0,000	Signifikan
Tahap 4 → Koefisien (a) dan (d')		
Struktur Kepemilikan → Nilai perusahaan	0,002	Signifikan
<i>Leverage</i> → Nilai perusahaan	0,001	Signifikan

Dari hasil analisis data dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan, dapat dijelaskan bahwa:

- 1) Variabel independen yakni struktur kepemilikan terkonsentrasi memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen (nilai perusahaan). Hal ini berarti bahwa asumsi pertama diterima.

- 2) Variabel independen yakni struktur kepemilikan terkonsentrasi memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel mediasi (kebijakan struktur modal/ *leverage*). Hal ini berarti bahwa asumsi kedua diterima.
- 3) Variabel mediasi yakni kebijakan struktur modal (*leverage*) memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen (nilai perusahaan). Hal ini berarti bahwa asumsi ketiga diterima.

5) Pengujian Efek Mediasi

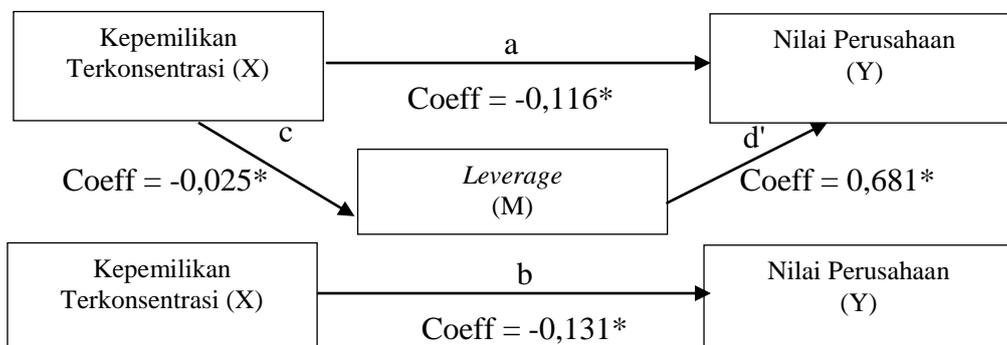
Pemeriksaan efek mediasi dapat dilakukan dengan menggunakan dua pendekatan, yakni perbedaan koefisien dan perkalian koefisien (Solimun, 2011). Pemeriksaan dengan pendekatan koefisien dilakukan dengan melakukan analisis dengan/dan tanpa melibatkan variabel mediasi, sedangkan metode perkalian dilakukan dengan metode Sobel (Sobel test).

a) Pengujian Efek Mediasi dengan Pendekatan Perbedaan Koefisien

Menurut Baron & Kenny (1986) metode pemeriksaan dengan cara melakukan dua kali analisis, yaitu analisis dengan melibatkan variabel mediasi dan analisis tanpa melibatkan variabel mediasi. Metode pemeriksaan variabel mediasi dengan pendekatan perbedaan koefisien dilakukan sebagai berikut:

1. Memeriksa pengaruh langsung variabel independen terhadap variabel dependen pada model dengan melibatkan variabel mediasi,
2. Memeriksa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen pada model tanpa melibatkan variabel mediasi,
3. Memeriksa pengaruh variabel independen terhadap variabel mediasi, dan
4. Memeriksa pengaruh variabel mediasi terhadap variabel dependen

Mengacu pada Tabel 2 maka pengujian efek mediasi dengan metode perbedaan koefisien dapat diilustrasikan dengan gambar berikut ini.



*) Signifikan pada level 0,05.

Gambar 2
Pengujian Efek Mediasi Menggunakan Metode Perbedaan Koefisien.

Dari Gambar 2 selanjutnya dapat diidentifikasi apakah variabel leverage sebagai variabel mediasi atau bukan dengan kriteria berikut ini (Hair *et al.*, 2010):

- 1) Jika jalur (c) dan jalur (d') signifikan, serta jalur (a) tidak signifikan, maka *leverage* dikatakan sebagai variabel mediasi sempurna (*complete mediation*).
- 2) Jika jalur (c) dan jalur (d') signifikan serta jalur (a) juga signifikan, di mana koefisien dari jalur (a) lebih kecil (turun) dari jalur (b), maka *leverage* dikatakan sebagai variabel mediasi sebagian (*partially mediation*).
- 3) Jika jalur (c) dan jalur (d') signifikan serta jalur (a) juga signifikan, di mana koefisien dari jalur (a) hampir sama dengan jalur (b), maka *leverage* dikatakan bukan sebagai variabel mediasi.
- 4) Jika salah satu jalur (c) atau jalur (d') atau kedua-duanya tidak signifikan, maka *leverage* dikatakan bukan variabel mediasi.

Dari kriteria pemeriksaan atau pengujian di atas, maka diketahui bahwa kriteria ketiga terpenuhi hasil penelitian ini, di mana jalur (c), jalur (d') dan jalur (a) signifikan. Nilai koefisien jalur (a) adalah sebesar -0,116 (persamaan 4) dan jalur (b) adalah sebesar -0,131 (persamaan 1), menunjukkan bahwa kedua koefisien memiliki nilai yang hampir sama, hanya berbeda 0,015 point saja. Kondisi ini dapat dikatakan bahwa asumsi efek mediasi tidak terpenuhi.

b) Pengujian Efek Mediasi dengan Sobel Test

Pengujian Sobel test dilakukan dengan nilai *t-value* yang dihitung dengan rumus:

$$t_value = (a \times b) / \text{SQRT} (b^2 \times \text{SEa}^2 + a^2 \times \text{SEb}^2)$$

dimana:

a = koefisien regresi *standardized* pengaruh variabel penjelas X terhadap variabel mediasi M

SEa = standard error untuk koefisien a.

b = koefisien regresi *standardized* pengaruh variabel mediasi M terhadap variabel dependen Y.

SEb = standard error untuk koefisien b

SQRT = Square Root (Akar dari)

Melalui rumus Sobel test di atas, dapat dihitung nilai *t-value* variabel penelitian sebagai berikut:

$$t_value = (a \times b) / \text{SQRT} (b^2 \times \text{SEa}^2 + a^2 \times \text{SEb}^2)$$

$$t_value = (-0,116 \times -0,131) / \text{SQRT} ((-0,131)^2 \times (0,037)^2 + (-0,116)^2 \times (0,179)^2)$$

$$t_value = 0,0152 / \text{SQRT} (0,0172 \times 0,0014) + (0,0135 \times 0,0320)$$

$$t_value = 0,0152 / \text{SQRT} (0,00002408 + 0,000432)$$

$$t_value = 0,0152 / 0,02136$$

$$t_value = 0,7117$$

Berdasarkan hasil pengujian efek mediasi *leverage* pada pengaruh kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan mendapatkan nilai *t-value* sebesar 0,7117. Nilai *t-value* $0,7117 < t\text{-tabel } 1,960$. Hasil ini memberikan arti bahwa efek mediasi *leverage* pada kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan industri dasar dan kimia adalah tidak signifikan. Hasil ini berarti bahwa variabel *leverage* tidak dapat memediasi pengaruh struktur kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan.

PEMBAHASAN

Pengaruh Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi Terhadap Nilai Perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan struktur kepemilikan terkonsentrasi berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Makin terkonsentrasi kepemilikan saham, maka nilai perusahaan mengalami penurunan. Struktur kepemilikan makin tidak terkonsentrasi, maka nilai perusahaan makin meningkat, hal ini tidak sesuai dengan *agency theory* dimana kepemilikan terkonsentrasi tak dapat berperan optimal dalam mekanisme *corporate governance* yang bertujuan meningkatkan nilai perusahaan. Sehingga konflik yang terjadi adalah bukan pada pemilik dan manager, tetapi pemilik besar dengan pemilik minoritas. Hal ini sejalan dengan studi Hassan (2016) dimana ada kecenderungan eksploitasi hutang oleh kepemilikan terkonsentrasi terhadap pemegang saham minoritas di Australia.

Fenomena kecenderungan investor Indonesia membeli saham umumnya untuk memperoleh *capital gain* dengan membeli dan menjual saham secara harian (*daily trader*) tanpa memperhatikan keberlangsungan perusahaan dalam jangka panjang. Investor lebih memilih saham dengan melihat pada *market economy* dan berita-berita yang muncul (Wahyudi & Pawestri, 2011). Kenyataan ini sesuai dengan studi Honore *et al.*, (2015) dimana dalam *standard agency theory* pemegang saham dimodelkan sebagai *risk-neutral* karena mereka dapat mendiversifikasi investasinya pada beberapa perusahaan, sementara manajer dimodelkan sebagai *adverse* karena mereka hanya dapat mengupayakan pada satu pekerjaan. Sehingga manajer diasumsikan lebih suka keuntungan jangka pendek yang berasal dari strategi pencarian efisiensi di mana menghambat inovasi dan *return* jangka panjang (Honore *et al.*, 2015).

Pengaruh Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi Terhadap Struktur Modal (*Leverage*).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan terkonsentrasi berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan (*leverage*). Makin terkonsentrasi kepemilikan berdampak pada penurunan kebijakan penggunaan utang oleh *insider* (manajerial). Makin tinggi kepemilikan terkonsentrasi makin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi

agency cost, sehingga perusahaan akan menggunakan hutang yang rendah. Dengan adanya kontrol yang ketat, menyebabkan manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan. Sebaliknya, apabila perusahaan dikuasai oleh *insider* maka *insider* akan menggunakan hutang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menambahkan bahwa penggunaan utang mengurangi ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan *insider*. Hasil penelitian sejalan dengan Masdupi (2005) dimana *insider ownership* dan *institutional ownership* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap rasio hutang sementara *shareholder dispersion* tidak berpengaruh terhadap *debt ratio* dalam konteks *agency theory*. Penelitian ini juga sejalan dengan studi Ellili (2011) dimana *ownership* (*manager, blockholder*, dan institusi) berhubungan negatif dengan *leverage*. Studi Said (2013) menunjukkan *managerial ownership* berpengaruh *non-linear* terhadap struktur modal, selain itu *outsider* tak berperan mendisiplinkan manajer dan *external ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian tidak sejalan dengan Kararti (2014) yang menunjukkan *managerial ownership* berhubungan negatif dengan struktur modal sementara juga ditunjukkan *large ownership* berhubungan positif dengan *leverage*.

Pengaruh Struktur Modal (*Leverage*) terhadap Nilai Perusahaan.

Hasil menunjukkan *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sejalan dengan *trade-off theory* dimana manajemen memperhatikan keseimbangan manfaat dan biaya dari *debt financing*, penelitian ini sejalan dengan Cheng *et al* (2010) di China yang menunjukkan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini juga sejalan dengan Cheng & Tzeng (2011) yang menunjukkan *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan cenderung lebih kuat saat kualitas keuangan lebih baik (*Z-score* yang lebih besar).

Struktur Kepemilikan, Struktur Modal (*Leverage*) dan Nilai Perusahaan.

Struktur kepemilikan terkonsentrasi berpengaruh terhadap struktur modal (*leverage*) dan *leverage* bukan sebagai variabel mediasi (*intervening*) atas pengaruh struktur kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan. Struktur kepemilikan terkonsentrasi secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan. Sejalan dengan Iturriaga dan Sanz (2012), struktur kepemilikan dan nilai perusahaan merupakan hubungan *non-monotonik*. Hubungan *non-monotonik* timbul karena insentif manajer yang berupaya mensejajarkan kepentingan *outsider ownership* dengan meningkatkan kepemilikan saham mereka jika nilai perusahaan meningkat. Sementara *leverage* tidak berperan memediasi hubungan tak langsung

kepemilikan terhadap nilai perusahaan dimana hutang diharapkan sebagai mekanisme tambahan dalam *corporate governance* tidak sejalan dengan studi Hassan (2016) di Australia, sehingga terjadi eksploitasi hutang oleh kepemilikan terkonsentrasi seperti yang ditunjukkan oleh Hassan (2016).

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

- 1) Pengaruh struktur kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan adalah negatif signifikan, Hasil ini memberikan makna bahwa semakin terkonsentrasi kepemilikan saham pada satu pihak, maka nilai perusahaan akan semakin menurun. Sebaliknya, jika struktur kepemilikan semakin tidak terkonsentrasi maka nilai perusahaan akan mengalami peningkatan.
- 2) Pengaruh struktur kepemilikan terkonsentrasi terhadap kebijakan struktur modal (*leverage*) adalah negatif signifikan. Hasil ini memberikan makna bahwa semakin terkonsentrasi kepemilikan saham pada satu pihak, maka kebijakan struktur modal perusahaan (*leverage*) akan semakin menurun. Hal ini sejalan dengan sikap *risk aversion* para pemilik yang khawatir dengan peningkatan hutang juga akan meningkatkan risiko kebangkrutan. Sebaliknya, jika struktur kepemilikan semakin tidak terkonsentrasi maka *leverage* akan mengalami peningkatan.
- 3) Pengaruh kebijakan struktur modal (*leverage*) terhadap nilai perusahaan adalah positif signifikan. Hal ini sejalan dengan *trade-off theory* dimana peningkatan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena manager memperhatikan keseimbangan manfaat dan biaya dari *debt financing*.
- 4) Struktur kepemilikan terkonsentrasi berpengaruh terhadap keputusan struktur modal (*leverage*), tetapi *leverage* bukan sebagai variabel mediasi (*intervening*) atas pengaruh struktur kepemilikan terkonsentrasi terhadap nilai perusahaan.

SARAN

Penelitian selanjutnya diharapkan dapat mengembangkan model penelitian yang lebih kompleks ataupun menambah variabel-variabel yang berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan ataupun pengukuran yang berbeda. Seperti diketahui terdapat investor yang berorientasi pada faktor internal perusahaan yang jarang terekspose dibanding faktor eksternal sebelum mereka melakukan keputusan investasi, sehingga masih terdapat variabel yang dapat dieksplorasi lebih jauh. Selain itu sampel penelitian juga masih dapat dikembangkan ragam industri, kuantitas dan periode pengamatannya, sehingga diharapkan memberi pemahaman yang lebih baik terkait variabel penentu nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adelegan, Olatundun (2006). Effect of Taxes on Business Financing Decisions and Firm Value in Nigeria. *Research Committee Development Economics, No.1*.
- Berle, Adolf A., & Gardiner C. Means (1932). Private Property and the Modern Corporation. *New York: Mac-Millan*.
- Chen, Li-Ju & Shun-Yu Chen (2011). The Influence of Profitability on Firm Value with Capital Structure as the Mediator and Firm Size and Industry as Moderators. *Investment Management and Financial Innovations. Volume 8, Issue 3, pp. 121-129*.
- Cheng, Ming-Chang & Zuwei-Ching Tzeng (2011). The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect. *World Journal of Management. Vol. 3, No. 2, pp. 30-53*.
- Cheng, Yu-Shu, Yi-Pei Liu, & Chu-Yang Chien (2010). Capital Structure and Firm Value in China: A Panel Threshold Regression Analysis. *African Journal of Business Management. Vol. 4(12) 18 September, 2500-2507*.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Larry H.P. Lang (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics. Vol. 58, pp. 81-112*.
- Demsetz, Harold & Kenneth Lehn (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy. Vol. 93, No. 6, pp. 1155-1177*.
- Driffield, Nigel, Vidya Mahambare, & Sarmistha Pal (2007). How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value. *Economic of Transition. Vol. 15(3), pp. 535-573*.
- Edwards, Jeffrey R. & Lambert, Lisa Schurer (2007). Methods for Integrating Moderation and Mediation: A General Analytical Framework Using Moderated Path Analysis. *Psychological Methods. Vol. 12, No. 1, pp. 1-22*.
- Ellili, Nejla Ould Daoud (2011). Ownership Structure Financial Policy and Performance of the Firm: US Evidence. *International Journal of Business and Management. Vol. 6, No. 10, October, pp. 80-93*.
- Gill, Amarjit (2013). Financial Policy and the Value of Family Business in Canada. *International Journal Entrepreneurship and Small Business. Vol. 20, No. 3, pp. 310-325*.
- Gill, Amarjit, John D. Obradovich (2012). The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *International Research Journal of Finance and Economics. ISSN 1450-2887 Issue 91*.
- Hassan, Hamizah (2016). Debt and Ownership Concentration as Corporate Governance Mechanisms: Evidence from the Largest Australian Firms. *International Business Management. Vol. 10, No. 17, pp. 3921-3928*.
- Honore, Florence, Federico Munari, Bruno van Pottelsberghe de La Potterie (2015). Corporate Governance Practices and Companies' R&D Intensity: Evidence from European Countries. *Research Policy (44), pp. 533-543*.
- Iturriaga, Felix J. Lopez & Juan Antonio Rodriguez-Sanz (2012). Ownership Structure, Financial Decisions, and Institutional Setting: An International Analysis Through Simultaneous Equations. *Economics Research International. pp. 1-12*.
- Jensen, Michael C., & William H. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics,(October),Vol. 3, No.4, 305- 360*.
- Kararti, Tunkay (2014). Impact of Ownership Structure on Leverage of Non-Financial Firms in Developing Countries. *International Research Journal of York University. Vol. 1, No. 1, pp. 16-46. <http://www.irjyu.com>*
- Lee, Peggy M. & Hugh M. O'Neill (2003). Ownership Structures and R&D Investments of U.S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives. *Academy of Management Journal. Vol. 46, No. 2, pp. 212- 225*.
- Lemmon, Michael, & Karl Lins (2001). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *William Davidson Working Paper Number 393. April, pp. 1-32*.

- Li, Kai, Heng Yue & Longkai Zhao (2009). Ownership, Institution, and Capital Structure: Evidence from China. *Journal of Comparative Economics*. Vol. 37, No. 3, pp. 471-490.
- Masdupi, Erni (2005). Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.20, No.1, 57-69.
- Mitton, Todd (2002). A Cross-Firm Analysis of The Impact Corporate Governance on The East Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 215-241.
- Pirzada, Kashan, Mohd Zulkhairi Bin Mustapha, Danture Wickramasinghe (2015). Firm Performance, Institutional Ownership and Capital Structure: A Case of Malaysia. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*. Vol. 211, pp. 170-176.
- Said, Hatem Ben (2013). Impact of Ownership Structure on Debt Equity Ratio: A Static and a Dynamic Analytical Framework. *International Business Research*. Vol. 6, No. 6, pp. 162-180.
- Shleifer, Andrei & Robert W. Vishny (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*. Vol. 94, Issue 3, Part 1, pp. 461-488.
- Solimun (2011). *Analisis Variabel Moderasi dan Mediasi*, Handout Program Studi Statistika FMIPA Universitas Brawijaya, Malang.
- Su, Kun, & Peng Li (2013). The Effect of Ultimate Controlling Shareholders on Debt Maturity Structure. *The Journal Of Applied Business Research*. Vol. 29, No. 2, March/April.
- Tirole, Jean (2001). Corporate Governance. *Econometrica*. Vol. 69, No. 2, pp. 1-35.
- Wahyudi, U & H.P. Pawestri (2011). Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Akuntansi Aktual*. Vol.1, No. 2, pp. 61-70.