

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia
Volume 14 Nomor 2, Desember 2017

PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

(The Effect of Capital Structure and Ownership Structure on Firm Performance)

Selly Anggraeni Haryono

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia
sellyanggraeni5@yahoo.com

Fitriany

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia
fitri_any@yahoo.com

Eliza Fatima

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia
elisa_fatima@yahoo.com

Abstract

The objective of this study is to empirically examine non-linear (quadratic) effect of capital structure on firm performance (Tobin's q dan ROA) and also the effect of Multiple Large Shareholder Structure (MLSS) and institutional ownership on firm performance. The sample is a non-financial company listed on the Indonesia Stock Exchange with the study period 2009-2012. Data obtained from Data Stream and IDX website. Using fixed effect panel regression, this research finds that the capital structure has a quadratic (concave) effect on firm performance measured by ROE with maximum point at debt to equity of 1.95. This result indicates that the total debt that maximizes the company's performance is 1.95 of the total capital. The study also finds that increasingly large multiple shareholder structures (MLSS) will decrease firm performance, while higher institutional ownership will improve company performance.

Keywords: *capital structure, firm performance, multiple large shareholder, institutional ownership*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh *non-linear* (kuadratik) struktur modal terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan *Tobin's q* dan ROA. Selain itu penelitian ini juga menguji pengaruh *Multiple Large Shareholder Structure* (MLSS) dan kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. Sampel penelitian adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode penelitian 2009-2012. Data diperoleh dari Data Stream dan *IDX website*. Dengan regresi panel menggunakan metode *fixed effect*, penelitian ini menemukan bahwa struktur modal berpengaruh secara kuadratik (*concave*) terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROE dengan titik maksimal debt to equity adalah 1.95. Hasil ini menunjukkan bahwa total hutang yang memaksimalkan kinerja perusahaan adalah 1.95 kali dari modal. Penelitian ini juga menemukan bahwa semakin banyak keberadaan *multiple large shareholder structure* (MLSS) akan menurunkan kinerja perusahaan, sedangkan semakin banyak kepemilikan institusional akan meningkatkan kinerja perusahaan.

Kata kunci: *struktur modal, kinerja perusahaan, multiple large shareholder, institutional ownership*

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 kinerja perusahaan dan pada akhirnya berpengaruh terhadap pencapaian tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

Teori struktur modal (*capital structure theory*) diawali oleh penelitian Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa dalam kondisi tidak ada pajak dan tidak ada biaya transaksi, struktur modal tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Selanjutnya Modigliani dan Miller (1963) melonggarkan salah satu asumsinya tentang pajak perseroan bahwa apabila ada pajak perseroan, maka penggunaan utang akan meningkatkan kinerja 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 kinerja perusahaan, tetapi setelah melewati titik optimal, penambahan utang dapat menurunkan kinerja perusahaan. Titik optimal adalah ketika terjadi keseimbangan antara keuntungan *tax shield*, *financial distress* dan *agency cost*, atau terjadi *trade-off* antara manfaat dan biaya yang dikeluarkan.

Berdasarkan teori *trade off* tersebut, hubungan struktur modal dan kinerja perusahaan dapat bersifat *non-linear* atau kuadratik. Ketika tingkat utang masih rendah, peningkatan utang dapat meningkatkan kinerja perusahaan karena dengan utang perusahaan akan memperoleh manfaat pajak dari bunga (*tax shield-debt*), sehingga hal ini dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Namun, ketika utang terus meningkat, maka kesulitan keuangan menjadi lebih mungkin terjadi. Risiko kebangkrutan dan *agency cost of debt* menjadi lebih besar daripada manfaat pajak yang diperoleh dari penggunaan utang,

sehingga hal ini dapat menurunkan kinerja perusahaan. Penelitian ini akan meneliti apakah hubungan struktur modal dan kinerja perusahaan berbentuk non linear dan berapakah titik optimal struktur modal yang akan mengoptimalkan kinerja perusahaan.

Penelitian sebelumnya yang telah meneliti mengenai hubungan *non-linear* struktur modal dan kinerja perusahaan adalah Margaritis dan Psillaki (2010) dan Fosu (2013). Margaritis dan Psillaki (2010) meneliti hubungan antara efisiensi produktif, struktur kepemilikan dan leverage dan kinerja. Sedangkan Fosu (2013) meneliti hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan dengan memperhatikan tingkat kompetisi industri. Kedua penelitian ini menemukan adanya hubungan non linier antara struktur modal dan kinerja perusahaan, tetapi tidak menghitung seberapa besar titik optimal struktur modal yang akan mengoptimalkan kinerja perusahaan.

Penelitian ini juga meneliti pengaruh struktur kepemilikan *multiple large shareholder structure* (MLSS) terhadap kinerja perusahaan. Bagaimana peranan MLSS dalam melakukan pengawasan terhadap pemegang saham. Sebagaimana diketahui bahwa struktur kepemilikan di Indonesia yang cenderung terkonsentrasi, sehingga menarik diteliti apakah keberadaan MLSS dapat menjalankan peranan monitoring secara efektif dan bagaimana pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan.

Struktur kepemilikan lainnya yang dapat memengaruhi nilai perusahaan adalah kepemilikan saham oleh investor institusional. Lin dan Fu (2017) menyatakan bahwa investor institusional yang aktif melakukan monitoring terhadap bisnis perusahaan, dapat mengurangi asimetri informasi dan problem keagenan sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Selain itu, investor institusional dapat menerapkan kemampuan manajerial, pengetahuan profesional dan hak suara mereka untuk mempengaruhi manajer dalam meningkatkan efisiensi perusahaan. Investor institusional juga dapat membantu perusahaan dalam membuat keputusan bisnis. Ketika perusahaan membutuhkan tambahan dana, investor institusional dapat menyediakan dana

tambahan atau menggunakan jaringan mereka untuk membantu perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan.

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 dorongan institusi keuangan untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan kinerja perusahaan.

Peran investor institusional dalam konteks kepemilikan terkonsentrasi dengan pemegang saham pengendali seperti Indonesia menarik untuk dilakukan. Thomsen dan Pedersen (2000) meneliti 100 perusahaan nonkeuangan terbesar di 12 negara Eropa dengan karakteristik umum tingkat kepemilikan yang terkonsentrasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusi dalam perusahaan yang terkonsentrasi berdampak positif terhadap kinerja karena dengan makin besarnya kekuatan suara yang dimiliki investor institusi akan makin mendorong perusahaan mengadopsi strategi yang berdampak memaksimalkan nilai pemegang saham. Hamdani & Yafeh (2010) meneliti peran investor institusi dalam menegakkan tata kelola perusahaan pada pasar dimana terdapat kepemilikan yang terkonsentrasi. Penelitian dilakukan di negara Israel dan hasil penelitian menunjukkan bahwa ketika perusahaan memiliki pemegang saham pengendali, investor institusional sebagai pemegang saham minoritas, hanya dapat memainkan peran terbatas dalam tata kelola perusahaan. Terlebih lagi, jika ada kepemilikan keluarga yang kuat, yang mengendalikan banyak perusahaan melalui kelompok bisnis, hal ini menciptakan sumber konflik baru bagi investor institusi. Penelitian di Bangladesh oleh Imam dan Malik (2007) dan

Yordania (Zeitun dan Tian 2007) menunjukkan kepemilikan institusi tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dalam konteks kepemilikan terkonsentrasi. Penelitian ini ingin mengetahui apakah kepemilikan investor institusi berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Margaritis dan Psillaki (2010) meneliti hubungan struktur modal, kinerja perusahaan dan struktur kepemilikan dengan berdasarkan pada hipotesa *efficiency risk* dan *franchise-value*, Fosu (2013) meneliti hubungan antara struktur modal dengan kinerja perusahaan dan bagaimana pengaruh tingkat kompetisi industri dalam hubungan tersebut. Penelitian ini meneliti hubungan non linier antara struktur modal dengan kinerja perusahaan dengan menambahkan variabel kepemilikan pada model penelitian (*multiple large shareholder structure* dan kepemilikan institusi). Variabel ini belum terlalu banyak diteliti di negara dengan struktur kepemilikan keluarga dan terkonsentrasi. Beberapa perbedaan penelitian ini dengan penelitian Margaritis dan Psillaki (2010) dan penelitian Fosu (2013) yaitu:

1. Penelitian ini ingin mengetahui berapa titik optimal struktur modal yang menghasilkan kinerja yang paling optimal. Margaritis dan Psillaki (2010) dan Fosu (2013) tidak menghitung titik optimal ini.
2. Margaritis dan Psillaki (2010) menggunakan metode *non-parametric data envelopment analysis* (DEA) untuk mengukur efisiensi perusahaan, Fosu (2013) menggunakan *Return on Asset* (ROA) dan *Tobin's q* untuk mengukur kinerja perusahaan. DEA adalah teknik non-parametrik dengan menggunakan metode pemrograman linier yang mengukur hubungan antara input dan output untuk membangun batas '*best practice*' pada suatu industri, dan mengukur efisiensi perusahaan sebagai jarak dengan batas tersebut. Berg (2010) menyampaikan bahwa kelemahan dari DEA adalah hasilnya sensitif terhadap pemilihan input dan output, tidak dapat menguji spesifikasi terbaik, dan jumlah perusahaan yang efisien cenderung meningkat dengan bertambahnya jumlah variabel input dan output. Karena pengukuran DEA tidak mudah dan masih

memiliki kelemahan, penelitian ini mengikuti Fosu (2013) dengan menggunakan ROA dan *Tobin's q* sebagai pengukur kinerja perusahaan.

- Margaritis dan Psillaki (2010) melakukan penelitian pada industri manufaktur di Perancis dengan periode sampel 2002-2005 dengan membandingkan antara perusahaan tradisional (industri kimia dan tekstil) dengan perusahaan non tradisional (industri komputer dan riset dan pengembangan). Fosu (2013) dilakukan di Afrika Selatan dengan periode penelitian tahun 1998-2009, sedangkan penelitian ini dilakukan di Indonesia dengan periode 2009 - 2012 pada semua industri kecuali industri keuangan. Belum ditemukan penelitian mengenai hubungan *non-linear* struktur modal dengan kinerja perusahaan di Asia, khususnya Indonesia, negara dimana didominasi oleh kepemilikan keluarga dan terkonsentrasi.

TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Telaah Literatur

Teori Keagenan

Teori keagenan pertama kali dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976). Teori ini mendefinisikan hubungan keagenan sebagai kontrak antara prinsipal (pemegang saham) dan 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. Potensi konflik keagenan antara

pemegang saham mayoritas dan minoritas dapat terjadi ketika pemegang saham mayoritas sebagai pemegang saham pengendali dapat mempengaruhi kebijakan operasi perusahaan melalui manajemen yang mereka pilih dan seringkali keputusan akan kebijakan perusahaan itu lebih berdasarkan pada kepentingan pemegang saham mayoritas sehingga merugikan pemegang saham minoritas. Mayoritas perusahaan di Indonesia memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi atau kepemilikan sahamnya cenderung dimiliki oleh keluarga. Struktur kepemilikan dengan keluarga sebagai pemegang saham mayoritas maka setiap kebijakan yang diambil oleh perusahaan tersebut tentu didasarkan oleh kepentingan keluarga, maka hal ini akan berdampak pada kerugian bagi pemegang saham minoritas.

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 risiko 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 risiko ketidakmampuan perusahaan untuk melunasi baik bunga maupun *principal* atas jumlah utang yang besar, sehingga dapat memicu terjadinya risiko kebangkrutan (*financial distress*) dalam perusahaan tersebut.

Berdasarkan teori *trade off* tersebut dapat dikatakan bahwa adanya hubungan kuadratik antara struktur modal dan kinerja perusahaan. Adanya penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan dapat meningkatkan kinerja perusahaan, namun jika penggunaan utang melebihi titik optimalnya maka peningkatan penggunaan utang dapat menyebabkan penurunan kinerja perusahaan.

Multiple Large Shareholder Structure (MLSS)

Perusahaan dikatakan memiliki MLSS, apabila perusahaan tersebut memiliki lebih dari satu pemegang saham besar dengan kepemilikan lebih dari 10% selain pemegang saham terbesarnya (Attig, et al. 2009). Adanya MLSS 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 dan Pajuste 2005). Penelitian Attig, et al. (2009) mengatakan bahwa keberadaan MLSS dalam suatu perusahaan dapat berperan dalam mengawasi sehingga berpotensi mengurangi konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Bennedsen dan Wolfenzon (2000) mengatakan bahwa struktur pengendalian dengan MLSS menjadi lebih efisien, ketika kepemilikan saham terdistribusi secara merata diantara pemegang saham mayoritas.

Di sisi lain, berdasarkan hipotesis pembentukan koalisi (*coalition formation hypothesis*), adanya sejumlah pemegang saham dengan kepemilikan yang besar dalam perusahaan mungkin dapat saling berkoalisi dan berbagi keuntungan pribadi, sehingga

merugikan pemegang saham minoritas. Zwiebel (1995) menunjukkan bahwa model kepemilikan *blockholders* yang *moderate* rentan untuk saling bersekongkol satu sama lain dalam mendapatkan pembagian keuntungan pribadi. Dengan demikian, berdasarkan hipotesis pembentukan koalisi, adanya *multiple large shareholder* dapat merugikan pemegang saham minoritas dan menurunkan nilai perusahaan.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, dana pensiun (Kennelly 2000). 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 *opportunistic* yang dilakukan oleh para manajer (Jensen 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.

Lin dan Fu (2017) menyatakan bahwa investor institusional yang aktif melakukan monitoring terhadap bisnis perusahaan, dapat mengurangi asimetri informasi dan problem keagenan sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Investor institusional dapat menerapkan kemampuan manajerial, pengetahuan profesional dan hak suara mereka untuk mempengaruhi manajer dalam meningkatkan efisiensi perusahaan. Investor institusional juga dapat membantu perusahaan dalam membuat keputusan bisnis. Ketika perusahaan membutuhkan tambahan dana, investor institusional dapat menyediakan dana tambahan atau menggunakan jaringan mereka untuk membantu perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan.

Thomsen dan Pedersen (2000) meneliti dampak dari kepemilikan oleh investor

institusi pada 100 perusahaan non keuangan terbesar di 12 negara Eropa dengan karakteristik kepemilikan yang terkonsentrasi pada tahun 1990. Hasil penelitian menunjukkan bahwa investor institusi berdampak positif terhadap kinerja perusahaan karena kemampuan investor institusi dalam mendorong manajemen untuk mengadopsi strategi yang berdampak positif terhadap nilai saham pemilik modal.

Penelitian yang mendekati adalah Hamdani & Yafeh (2010) yang meneliti peran investor institusi dalam menegakkan tata kelola perusahaan pada pasar dimana terdapat kepemilikan yang terkonsentrasi. Penelitian dilakukan di negara Israel dan hasil penelitian menunjukkan bahwa ketika perusahaan memiliki pemegang saham pengendali, investor institusional sebagai pemegang saham minoritas, hanya dapat memainkan peran terbatas dalam tata kelola perusahaan. Terlebih lagi jika ada kepemilikan keluarga yang kuat, yang mengendalikan banyak perusahaan melalui kelompok bisnis, hal ini menciptakan sumber konflik baru bagi investor institusi.

Manzanaque et al. (2016) meneliti peran investor institusi terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan, pada konteks perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi. Sampel penelitian adalah perusahaan di Spanyol dengan periode penelitian dari 2007 – 2012. Hasil penelitian menunjukkan bahwa direksi yang ditunjuk oleh pemegang saham institusi yang tergolong *pressure resistance* seperti perusahaan dana pensiun, ventura kapital, perusahaan investasi, akan menurunkan kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan. Namun direksi yang dipilih oleh pemegang saham yang tergolong *pressure sensitive*, tidak berhubungan dengan terjadinya kesulitan keuangan di perusahaan.

Zeitun dan Tian (2007) mengkaji dampak struktur kepemilikan pada kinerja perusahaan publik di Yordania tahun 1989 hingga 2002 dan menemukan bahwa kepemilikan institusi tidak berdampak signifikan pada kinerja perusahaan baik diukur dengan tingkat pengembalian saham maupun *Tobin's q*. Hasil ini menunjukkan kemampuan manajerial dan pengetahuan profesional yang dimiliki oleh investor institusi tidak dapat

berperan dalam konteks perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi. Hasil yang sama juga ditunjukkan oleh Imam dan Malik (2007) dalam penelitiannya atas perusahaan nonfinansial yang terdaftar di Dhaka Stock Exchange, Bangladesh selama tahun 2001-2003.

Perumusan Hipotesis

Pengaruh Kuadratik (Concave) Struktur Modal terhadap Kinerja Perusahaan

Teori *trade-off* (Myers 1977) mengatakan bahwa dalam hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan terdapat pada satu tingkat *leverage (debt ratio)* yang optimal. Penggunaan utang akan meningkatkan kinerja perusahaan sampai batas *leverage* tertentu (optimal), namun setelah melewati titik optimal, penggunaan *leverage* akan menimbulkan biaya kebangkrutan yang lebih besar sehingga dapat menurunkan kinerja perusahaan.

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

Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat dihipotesiskan bahwa hubungan antara struktur modal dan kinerja 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 kinerja perusahaan, tetapi setelah mencapai titik optimal, penggunaan utang dapat berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

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

Pengaruh Multiple Large Shareholder Structure (MLSS) terhadap Kinerja Perusahaan

Berdasarkan *efficient-monitoring hypothesis* adanya 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 MLSS terhadap kinerja 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 pengendalian 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 mekinerja 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 kinerja perusahaan. Dengan demikian, adanya MLSS dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap kinerja perusahaan.

H₂: Multiple large shareholder structure berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja Perusahaan

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan salah satu mekanisme *corporate governance* yang digunakan untuk mengendalikan *agency problem*. Adanya kepemilikan saham oleh

investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen sehingga manajemen tidak selalu bertindak untuk kepentingan pemegang saham pengendali.

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 kinerja perusahaan sehingga kinerja perusahaan juga akan meningkat.

Sleiver & Vishny (1986) menunjukkan bahwa adanya kepemilikan saham eksternal dapat mengurangi konflik keagenan karena pihak eksternal memiliki insentif yang kuat untuk melakukan monitor terhadap perusahaan. Investor institusi yang aktif melakukan monitoring terhadap bisnis perusahaan, dapat mengurangi asimetri informasi dan problem keagenan sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Lin & Fu 2017). Dengan kemampuan manajerial dan pengetahuan profesionalnya, investor institusional dapat memonitor manajer dalam meningkatkan efisiensi perusahaan dan dalam membuat keputusan bisnis yang bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan tidak hanya kepentingan pemegang saham pengendali.

Pengawasan yang efektif dari kepemilikan institusional terhadap manajer, dapat mendorong dan mendisiplinkan kinerja manajemen, sehingga manajer akan cenderung untuk berusaha meningkatkan kesejahteraan pemegang saham secara keseluruhan. Gedajlovic dan Shapiro (2002) dan penelitian 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, seperti yang dimiliki oleh investor institusi.

Masalah keagenan di Indonesia sebagai negara yang sebagian besar perusahaan dimiliki oleh keluarga adalah tergolong

masalah agensi tipe 2 yaitu masalah keagenan antara pemegang pengendali dan pemegang saham minoritas, bukan masalah keagenan tipe 1, antara manajer dan pemilik. Karena sebagian besar saham dimiliki keluarga, maka manajer diangkat oleh keluarga dan banyak yang berasal dari anggota keluarga, sehingga sering kali manajer bertindak sesuai dengan kepentingan keluarga sebagai pemegang saham pengendali.

Chaganti dan Damanpour (1991) berpendapat bahwa pemilik keluarga yang tidak duduk di kursi manajemen dapat dipersepsikan sebagai pemilik luar. Pengaruh pemilik luar ini bersifat memperbesar pengaruh dari kepemilikan institusi dengan cara *meningkatkan relative power* dari pihak luar. Untuk mendapatkan tingkat pengembalian tertinggi atas investasinya, pemilik keluarga ini berusaha untuk mempengaruhi manajemen yang profesional untuk mendapatkan kinerja yang lebih tinggi. Thomsen dan Pedersen (2000) juga berpendapat serupa bahwa dalam konteks perusahaan dengan pemilik keluarga, makin besar kepemilikan yang dimiliki oleh investor institusi akan mendorong perusahaan untuk mengadopsi strategi yang berdampak pada peningkatan nilai pemegang saham.

Hamdani & Yafeh (2010) meneliti peran investor institusi dalam menegakkan tata kelola perusahaan pada pasar dimana terdapat kepemilikan yang terkonsentrasi. Penelitian dilakukan di negara Israel dan hasil penelitian menunjukkan bahwa ketika perusahaan memiliki pemegang saham pengendali, investor institusional sebagai pemegang saham minoritas, hanya dapat memainkan peran terbatas dalam tata kelola perusahaan. Terlebih lagi jika ada kepemilikan keluarga yang kuat, yang mengendalikan banyak perusahaan melalui kelompok bisnis, hal ini menciptakan sumber konflik baru bagi investor institusi.

Manzaneque et al., (2016) meneliti peran investor institusi terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan, pada konteks perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi. Sampel penelitian adalah perusahaan di Spanyol dengan periode penelitian dari 2007 – 2012. Hasil penelitian menunjukkan bahwa direksi yang ditunjuk

oleh pemegang saham institusi yang tergolong *pressure resistance* seperti perusahaan dana pensiun, ventura kapital, perusahaan investasi, akan menurunkan kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan. Namun direksi yang dipilih oleh pemegang saham yang tergolong *pressure sensitive*, tidak berhubungan dengan terjadinya kesulitan keuangan di perusahaan.

Penelitian di Bangladesh (Imam dan Malik 2007) serta penelitian di Yordania (Zeitun dan Tian 2007) menunjukkan hasil tidak adanya dampak signifikan dari kepemilikan institusi terhadap kinerja perusahaan dalam konteks kepemilikan yang terkonsentrasi. Berdasarkan argumen dan hasil penelitian sebelumnya yang berbeda hasil, maka penelitian ini memprediksi bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

H3: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

METODE PENELITIAN

Sampel dan Data

Sampel 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:

1. Perusahaan non keuangan yang telah *listing* di BEI tahun 2009-2012.
2. Perusahaan bukan merupakan perusahaan BUMN. 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).
3. Perusahaan menerbitkan dan memiliki laporan tahunan (*annual report*) yang lengkap dan berakhir pada 31 Desember selama periode pengamatan 2009-2012.
4. Perusahaan tidak mengalami *delisting* selama periode pengamatan 2009-2012.

5. Perusahaan memiliki nilai ekuitas positif selama periode pengamatan 2009-2012. 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 variabel-variabel lain yang bersifat internal perusahaan yang mempengaruhi kondisi keuangannya tetapi tidak terdeteksi secara publik dan dapat mempengaruhi pola hubungan antar variabel penelitian.

Model Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah ingin mengetahui pengaruh struktur modal (*leverage*), *multiple large shareholder structure* dan kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. Kinerja 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 : Kinerja perusahaan (*market base*)

ROA : Kinerja perusahaan (*accounting base*)

DTE : *debt to equity ratio*

DTEQ : Rasio *debt to equity ratio* yang dikuadratkan

INS : Persentase 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*

Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel

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

Variabel Dependen

Kinerja Perusahaan (Tobin's q dan ROA)

Untuk mengukur kinerja perusahaan penelitian ini mengikuti penelitian King dan Santor (2008) dan penelitian 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 rumus:

$$\text{Tobin} = \frac{\text{BV Asset} - \text{BV Equity} + \text{MV Equity}}{\text{Total Asset}}$$

Penelitian Maury (2005), King dan Santor (2008) dan penelitian Attig, et al. (2009) menggunakan rasio *Tobin's q* sebagai proksi kinerja perusahaan yang berbasis pasar (*market base*). Sedangkan ROA yang digunakan dalam penelitian ini seperti yang digunakan oleh Fosu (2013) yang diukur dengan rumus:

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Total Asset}}$$

Variabel Independen

Struktur Modal

Proksi struktur modal yang digunakan dalam penelitian adalah *debt to equity ratio* seperti yang digunakan dalam penelitian Mamjudar dan Chibber (1999), Abor dan Biekpe (2006) dan penelitian 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*.

Multiple Large Shareholder Structure (OWN21)

Untuk mengetahui pengaruh *multiple large shareholder structure* terhadap kinerja 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 persentase kepemilikan lebih besar dari 10%. Sedangkan *first largest shareholder* adalah pemegang saham yang memiliki kepemilikan saham paling besar atau terbesar pertama dalam perusahaan.

Kepemilikan Institusional (INS)

Kepemilikan saham institusional dalam penelitian ini adalah kepemilikan saham oleh investor institusi keuangan yang mengacu pada penelitian Margaritis dan Psillaki (2010). Proksi yang digunakan yaitu jumlah persentase 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 kinerja perusahaan.

Variabel Kontrol

Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH)

Proksi pertumbuhan perusahaan dalam penelitian ini mengikuti penelitian Maury (2005), King dan Santor (2008) dan penelitian 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 kinerja

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 kinerja perusahaan.

Ukuran Perusahaan (SIZE)

Ukuran Perusahaan (*SIZE*) dalam penelitian ini mengikuti penelitian King dan Santor (2008) dan penelitian Fosu (2013) yang diukur dengan nilai logaritma natural dari total aset. Penelitian ini memprediksi, ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh positif terhadap kinerja 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.

Struktur Aset (TANG)

Proksi yang digunakan untuk mengukur struktur aset dalam penelitian ini mengikuti penelitian Margaritis dan 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 kinerja perusahaan.

Capital Expenditure

Sebagaimana penelitian Attig, et al. (2009) penelitian ini menggunakan rasio *capital expenditure* terhadap total aset, *capital expenditure* atau pengeluaran modal merupakan dana yang digunakan untuk memperoleh aset selain yang berhubungan dengan proses akuisi, termasuk tetapi tidak terbatas pada penambahan tanah, bangunan, peralatan dan investasi pada mesin dan *equipment*. Penelitian Attig, et al., (2009) menemukan hubungan positif rasio pengeluaran modal terhadap kinerja

perusahaan. McConnel dan Muscarella (1986), menyatakan bahwa investasi secara positif mempengaruhi kinerja perusahaan. Artinya jika investasi ditingkatkan, maka kinerja perusahaan akan meningkat. Mengingat bahwa pengeluaran biaya untuk keperluan investasi adalah bagian dari pengeluaran modal, maka berarti rasio pengeluaran modal juga memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini memprediksikan pengaruh positif rasio pengeluaran modal terhadap kinerja perusahaan.

Umur Perusahaan (AGE)

Proksi yang digunakan untuk umur perusahaan mengikuti penelitian Cheng, et al. (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 kinerja 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 kinerja perusahaan.

Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan data yang diperoleh dari data stream dan *idx website* yang kemudian diolah dengan menggunakan program *microsoft excel 2007* dan *software stata 11*. data stream adalah sebuah program untuk memperoleh data keuangan baik data perusahaan nasional maupun internasional. Metode pengolahan yang digunakan adalah data panel berdasarkan karakteristik sampel, yaitu terdiri dari banyak sampel dan banyak tahun.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Pemilihan Sampel

Sampel penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode observasi dari tahun 2009 sampai dengan 2012. Data laporan keuangan diperoleh dari *data stream* dan *website IDX* dengan menggunakan metode *purposive sampling*, maka proses pemilihan sampel dijabarkan pada tabel 1.

Penanganan data *outlier* dalam penelitian ini menggunakan pendekatan deteksi *skewness* (mean \pm 3x standar deviasi), yang dilakukan dengan cara melakukan *treatment* observasi yaitu membuang data *outlier* yang memiliki nilai diatas mean +3x standar deviasi atau di bawah mean 3x standar deviasi.

Tabel 1
Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah
Total perusahaan tercatat di BEI tahun 2012	454
Perusahaan Keuangan selama periode 2009-2012	(78)
Perusahaan BUMN selama periode 2009-2012	(10)
Perusahaan yang baru <i>listing</i> selama periode penelitian 2009-2012	(72)
Perusahaan yang mengalami <i>delisting</i> selama periode pengamatan 2009-2012	(16)
Perusahaan yang memiliki ekuitas negatif selama periode 2009-2012	(20)
Perusahaan yang tidak memiliki kelengkapan data selama periode 2009-2012	(70)
Perusahaan yang memiliki data <i>outlier</i> selama periode 2009-2012	(31)
Jumlah sampel penelitian per tahun periode penelitian	157
Jumlah observasi (164 x 4 tahun periode penelitian)	628

Statistik Deskriptif

Tabel 2 berikut ini menggambarkan hasil statistik deskriptif dari 656 observasi perusahaan sampel. Kinerja perusahaan yang diukur dari pasar yaitu dari nilai *Tobin's q* menunjukkan nilai rata-rata 1,3088, yang artinya nilai pasar aset lebih tinggi 30% dari nilai buku aset. Kinerja perusahaan yang diukur dengan menggunakan pengukuran akuntansi yaitu ROA, memiliki rata-rata 13,51%, yang artinya laba perusahaan rata-rata 13,51% dari total aset. DTE menunjukkan bahwa rasio utang terhadap modal cukup

tinggi yaitu 77,02%. Hal ini kemungkinan karena pendanaan utang merupakan pendanaan yang lebih murah dan cepat dibandingkan pendanaan melalui penerbitan saham.

Selanjutnya dari 628 observasi secara rata-rata rasio perbandingan antara pemegang saham terbesar kedua dengan pemegang terbesar pertama adalah 31,65%. Saham yang dimiliki oleh institusional masih cukup sedikit yaitu hanya 5,94%.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	Mean	Median	Max	Min	Std. Dev.
TOBIN	1,3088	1,0484	4,2907	0,2048	0,69882
ROA	0,1351	0,1266	0,4254	-0,1267	0,08656
DTE	0,7702	0,5481	6,5996	0,0001	0,84014
DTEQ	1,4750	0,3190	43,5547	0,0000	3,88039
OWN21	0,3165	0,2198	1	0,0000	0,34600
INS	0,0594	0,0000	0,8649	0,0000	0,14256
GROWTH	0,1475	0,1182	1,8817	-0,8405	0,30782
SIZE (Rp000,000,000,000)	5,5900	1,5273	180,3170	0,04090	14,1059
TANG	0,4064	0,3840	0,9658	0,00520	0,2289
CAPEX	0,0583	0,0384	0,3788	0,00001	0,0593
AGE	14	15	32	1	6,5048
N	628				

Tobin's q: kinerja perusahaan (berbasis pasar); ROA: kinerja perusahaan (berbasis akuntansi/internal); DTE: *debt to equity ratio*; DTEQ: *debt to equity ratio* dikuadratkan; OWN21: *multiple large shareholder structure* (%second largest shareholder dibagi %first largest shareholder); INS: %kepemilikan institusional; GROWTH: pertumbuhan perusahaan; SIZE: total aset perusahaan; TANG: struktur aktiva (fixed asset/ total asset); Capex: *rasio capital expenditure/total asset*; AGE: Umur Perusahaan

Selain itu, secara rata-rata perusahaan sampel memiliki pertumbuhan sebesar 14,76%. Total aset yang dimiliki perusahaan non keuangan di Indonesia pada periode penelitian secara rata-rata sebesar 5,59 Triliun Rupiah. Perusahaan sampel secara rata-rata memiliki 40,65% aset tetap dari total seluruh aset yang dimilikinya. Pengeluaran modal sebesar 5,83% dari total aset. Rata-rata umur

perusahaan yang masuk dalam sampel adalah 14 tahun dengan umur maksimal 32 tahun.

Pemilihan Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan data panel yang merupakan gabungan dari data *cross section* yang terdiri dari 164 perusahaan non keuangan di Indonesia dari tahun 2009 hingga 2012. Terdapat tiga pilihan metode yang digunakan dalam meregresi model dalam

penelitian ini, yaitu *pooled least square*, *fixed effect model*, dan *random effect model*. Untuk menentukan metode mana yang paling tepat, maka dilakukan uji *chow* dan uji *hausman*.

Dari dua persamaan yang digunakan dalam penelitian ini, maka hasil dari pengujian pemilihan metode dengan menggunakan uji *chow* dan uji *hausman* terangkum dalam tabel 3 dan 4 berikut ini:

Tabel 3
Hasil Uji Chow

	Uji Chow		Keputusan
	F	Prob.F	
Model 1: Tobin	7,52	0,0000	Fixed Effect
Model 2: ROA	5,80	0,0000	Fixed Effect

Tabel 4
Hasil Uji Hausman

	Chi square	Prob, Chi Square	Keputusan
Model 1: Tobin	34,07	0,0001	Fixed Effect
Model 2: ROA	61,77	0,0000	Fixed Effect

Dari hasil uji chow pada tabel 3 baik model 1 dan model 2 dalam penelitian ini memiliki masing-masing probabilitas *cross section* F $0,000 < 0,05$ ($p\text{-value} < \alpha$), maka metode yang dipilih adalah *fixed effect*. Selanjutnya pada hasil uji hausman pada tabel

4 probabilitas *chi square* 0,0000 untuk model 1 dan 0,0019 untuk model 2, nilai probabilitas ini lebih kecil dari 0,05 ($p\text{-value} < \alpha$), maka metode akhir yang dipilih kedua model persamaan dalam penelitian ini adalah *fixed effect model*.

Tabel 5
Hasil Pengujian Multikolinieritas

	VIF
SIZE	11.31
DTE	5.71
AGE	5.57
TANG	4.77
DTEQ	3.43
CAPEX	2.25
OWN21	1.82
GROWTH	1.28
INS	1.22

Pengujian Asumsi Klasik

Setelah melakukan pengujian untuk menentukan metode model penelitian, maka selanjutnya dilakukan pengujian asumsi klasik untuk melihat permasalahan pada model dan selanjutnya dilakukan *treatment* apabila ternyata terbukti terdapat permasalahan pada data maupun hasil regresi pada masing-masing model penelitian.

Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas adalah keterkaitan antara variabel-variabel independen didalam sebuah model estimasi, Multikolinieritas dapat dideteksi dengan menggunakan berbagai macam uji, yaitu dengan menggunakan matriks korelasi antar variabel dan menggunakan nilai *Variance Inflation Factors* (VIF). Model penelitian dikatakan

mengandung masalah multikolinieritas jika nilai VIF lebih dari 10. Adapun hasil pengujiannya terangkum dalam tabel 5.

Dari tabel 5 dapat dilihat bahwa semua variabel memiliki nilai VIF dibawah 10,

kecuali variabel SIZE memiliki VIF 11, namun tidak jauh dari batas minimal 10. Hasil matriks korelasi dalam penelitian dapat dilihat dari tabel 6.

Tabel 6
Matriks Korelasi

Correlation	DTE	DTEQ	OWN21	INS	GROWTH	SIZE	TANG	CAPEX	AGE
DTE	1,0000								
DTEQ	0,9014	1,0000							
OWN21	0,0206	0,0468	1,0000						
INS	-0,0446	-0,0523	0,0167	1,0000					
GROWTH	-0,0750	-0,0562	0,0074	0,1158	1,0000				
SIZE	-0,0060	-0,0389	-0,1410	0,1583	0,1509	1,0000			
TANG	0,1041	0,0089	-0,0059	0,1415	-0,0068	0,1448	1,0000		
CAPEX	0,1511	0,0831	-0,0422	0,0220	0,0856	0,1699	0,2762	1,0000	
AGE	-0,0581	-0,0572	-0,0108	0,0405	0,0083	0,0535	-0,0272	-0,0413	1,0000

DTE: *debt to equity ratio*; DTEQ: *debt to equity ratio dikuadratkan*; OWN21: *proksi multiple large shareholder structure(%second largest shareholder dibagi %first largest shareholder)*; INS: *%kepemilikan institusional*; GROWTH: *pertumbuhan perusahaan (salesrevenue_{i,t}-salesrevenue_{i,t-1}/salesrevenue_{i,t-1})*; SIZE: *(ln)total aktiva*; TANG: *Struktur Aktiva (Fixed asset/ total asset)*; CAPEX: *rasio capital expenditure/total asset*; AGE: *Umur Perusahaan*

Dari tabel 6 dapat dilihat bahwa hampir semua variabel tersebut tidak memiliki korelasi yang kuat karena nilai korelasi tidak lebih besar dari 0,8 atau lebih kecil dari -0,8, kecuali variabel DTE dengan DTEQ yang memiliki korelasi 0,9014. Korelasi kuat antara DTE dan DTEQ, dikarenakan DTEQ merupakan nilai kuadrat dari DTE, sehingga tidak menjadi permasalahan utama dalam penelitian ini,

Uji Heteroskedastisitas

Jika dalam pengujian metode estimasi terbaik yang terpilih adalah *fixed effect* atau *random effect*, metode yang dapat digunakan untuk pengujian heteroskedastisitas adalah *Wald Test*. Jika *p-value* < 0,05, maka H₀ dapat ditolak dan terdapat masalah heteroskedastisitas. Adapun hasil pengujian heteroskedastisitas dalam penelitian ini terangkum dalam tabel 7 berikut ini:

Tabel 7
Uji Heteroskedastisitas

	Modified Wald test		Keputusan
	Chi2	Prob Chi2	
Model 1	1,9E+06	0,0000	Ada heteroskedastisitas
Model 2	4,8E+06	0,0000	Ada heteroskedastisitas

Dari hasil uji heteroskedastisitas tabel 7 ditunjukkan bahwa model persamaan penelitian ini mengalami masalah heteroskedastisitas. Oleh karena itu, untuk regresi pada metode estimasi *fixed effect* tidak dapat dilakukan dengan pengujian *fixed effect* biasa, tetapi harus diperbaiki dengan menggunakan *fixed effect erros with cross-*

sectional dependence atau program *xtscc* pada program stata 11 (Hoechle, 2007).

Uji Autokorelasi

Untuk menguji apakah *error* dalam model regresi mempunyai korelasi antar *error* periode satu dengan lainnya, dilakukan uji autokorelasi menggunakan *wooldridge test*.

Jika $p\text{-value} < 0,05$, maka H_0 dapat ditolak, yang berarti bahwa model terdapat masalah autokorelasi. Adapun hasil pengujian

autokorelasi dalam model penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 8
Uji Autokorelasi

	<i>Wooldridge test</i>		
	F	Prob F	Keputusan
Model 1	39,215	0,000	Ada Autokolorelasi
Model 2	0,8325	0,045	Ada Autokolorelasi

Dari tabel 8 dapat dilihat bahwa model persamaan 1 dan 2 dalam penelitian ini mengandung autokorelasi karena memiliki nilai $p\text{-value} < 0,05$. Untuk mengatasi masalah

autokorelasi pada model persamaan 1 ini, peneliti menambahkan *lag* (1) pada model persamaan regresi program *stata 11*.

Tabel 9
Hasil Regresi Model 1 dan 2 (Pengujuan Utama)

<i>Dependent Variable</i>	Pred	Model 1 Tobin's Q		Model 2 ROA	
		Coef	<i>p-value</i>	Coef	<i>p-value</i>
C		0,6461	0,0000	0,2109	0,0000
DTE	+	0,0575	0,0500**	-0,0092	0,5230
DTEQ	-	-0,0147	0,0000***	0,0016	0,6070
OWN21	+/-	-0,1095	0,2870	-0,0303	0,0000***
INS	+	1,7263	0,0000***	0,0521	0,1760
GROWTH	+	0,0754	0,0250**	0,0347	0,0000***
SIZE	+	-0,0412	0,0000***	-0,0093	0,0060***
TANG	+	-0,1740	0,3840	-0,0169	0,2800
CAPEX	+	0,7672	0,0040***	0,0440	0,1150
AGE	+	0,0459	0,0000***	-0,0035	0,0000***
R ²		0,1290		0,1033	
F-Stat		110,27		6,87	
Prob(F-Stat)		0,0000		0,0000	

Significance level; 1%, 5%, 10%

Tobin's q: kinerja perusahaan (*market base*); ROA: kinerja perusahaan (*accounting based*); DTE: *debt to equity ratio*; DTEQ: *debt to equity ratio* dikuadratkan; OWN21: *multiple large shareholder structure* (%second largest shareholder dibagi %first largest shareholder); 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 ($Fixed\ asset / total\ asset$); CAPEX: rasio *capital expenditure/total asset*; AGE: Umur Perusahaan

Analisis dan Interpretasi Hasil

Analisis dan interpretasi hasil regresi akan dibagi sesuai dengan persamaan model penelitian, yaitu model persamaan 1 dan 2. Pada model 1 kinerja perusahaan yang dilihat

dari *market base* (Tobin's q), sedangkan untuk model persamaan 2 kinerja perusahaan dilihat dari *accounting base* (ROA). Adapun hasil regresi penelitian ini terangkum dalam tabel 9.

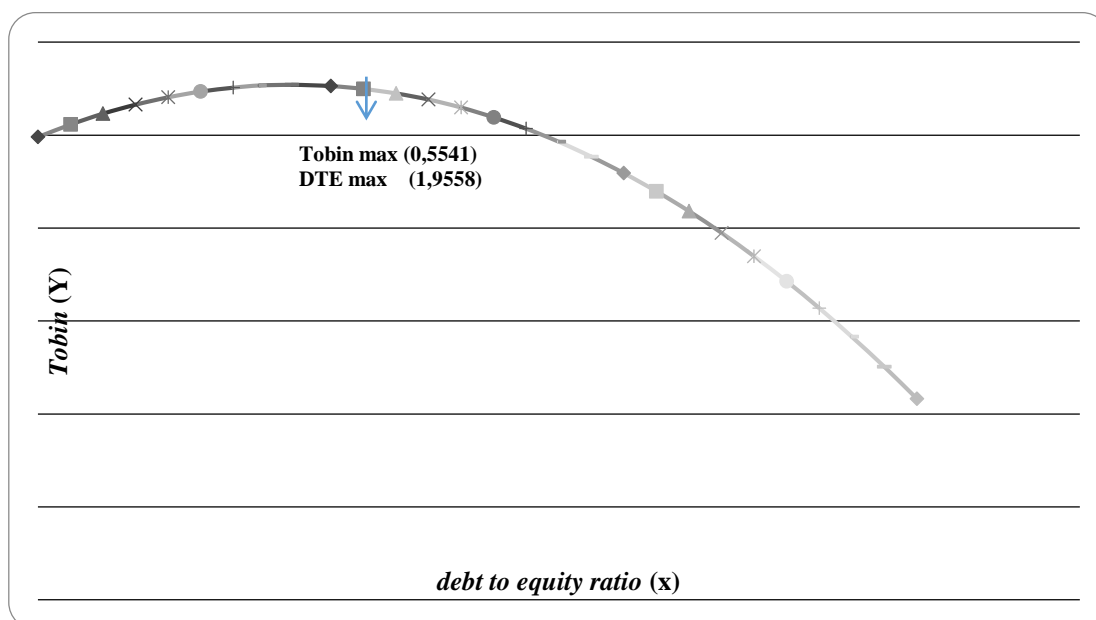
Pengaruh Kuadratik (Concave) Struktur Modal terhadap Kinerja Perusahaan

Berdasarkan tabel 9 dapat dilihat untuk model persamaan 1 bahwa koefisien regresi *debt to equity ratio* (DTE) bertanda positif 0,0575 dan signifikan pada level 5%, sedangkan koefisien regresi *debt to equity ratio kuadrat* (DTEQ) bertanda negatif -0,0147 dan signifikan pada level 1%. Dengan demikian, hipotesis 1 yang menyatakan struktur modal berpengaruh secara kuadratik (concave) terhadap kinerja 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 kinerja perusahaan berbentuk concave (Gambar 1). 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 kinerja perusahaan (*Tobin's q*). Hasil ini mendukung teori trade off (Myers 1977) yang menyatakan bahwa utang dapat

meningkatkan kinerja perusahaan, tetapi hanya sampai titik tertentu (titik optimal), setelah mencapai titik optimal tersebut, maka peningkatan utang akan menurunkan kinerja perusahaan, dikarenakan adanya risiko kebangkrutan.

Untuk mengetahui titik maksimum dan bentuk kurva atas persamaan regresi model penelitian, maka penelitian ini menggunakan rumus matematika yaitu rumus persamaan fungsi kuadrat $-b/2a$. Adapun hasilnya, penelitian ini menemukan bahwa titik maksimum struktur modal (*debt to equity ratio*) untuk mencapai nilai maksimal dari kinerja perusahaan pada persamaan model 1 ini adalah sebesar 1,9558 dengan nilai maksimal dari kinerja perusahaan (*Tobin's q*) yang dicapai sebesar 0,5541. Artinya kinerja optimal dicapai ketika rasio *debt to equity* adalah 1,98, artinya *debt* sebaiknya maksimal hanya 1,98 kali dari modal. Untuk memperjelas bentuk hubungan *non-linear* atau *concave* antara struktur modal dan kinerja perusahaan pada model persamaan 1 ini dapat dilihat pada gambar 1 berikut ini:



Gambar 1
Hubungan Struktur Modal (*Debt to Equity Ratio*) dan Kinerja Perusahaan (*Tobin's q*)

Sedangkan untuk model persamaan 2 dimana kinerja perusahaan diprosikan dengan ROA ditemukan hasil koefisien regresi *debt to equity ratio* (DTE) bertanda negatif (-0,0092) dan tidak signifikan, sedangkan nilai koefisien

regresi *debt to equity ratio* kuadrat (DTEQ) bertanda positif (0,0016) dan tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa struktur modal (utang) tidak berpengaruh secara kuadratik (*concave*) terhadap kinerja perusahaan (ROA),

sehingga hipotesis 1 dalam penelitian ini ditolak.

Pengaruh Multiple Large Shareholders Structure terhadap Kinerja Perusahaan

Hasil regresi pada tabel 9 menunjukkan bahwa koefisien regresi dari multiple large shareholder structure (OWN21) pada model 1 bertanda negatif (-0,1095) dan tidak signifikan, *multiple large shareholder structure* tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's q*. Sedangkan pada model 2, koefisien regresi *multiple large shareholder structure* (OWN21) bertanda negatif (-0,0303) dan signifikan pada level 1%. Dengan demikian *multiple large shareholder structure* berpengaruh signifikan negatif terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan dengan ROA. Hasil ini mendukung hipotesis 2 dan *entrenchment hypothesis* yang menyatakan bahwa *multiple large shareholder structure* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Dikarenakan struktur kepemilikan di Indonesia yang cenderung terkonsentrasi, maka *multiple large shareholder* tidak mampu menjalankan peranannya dalam melakukan pengawasan terhadap pemegang saham terbesarnya dan cenderung memperburuk terjadinya ekspropriasi oleh para pemegang saham mayoritas, yang mana mereka saling bekerja sama dan melakukan kolusi untuk berbagi keuntungan pribadi, sehingga merugikan pemegang saham minoritas.

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 terhadap kinerja perusahaan. Hasil yang berbeda dapat disebabkan karena perbedaan data, penelitian Attiq, et al. (2009) meliputi 9 negara Asia Timur yaitu Hong Kong, Indonesia, Japan, Korea, Malaysia, Philippines, Singapore, Taiwan, and Thailand. Ada negara yang sudah maju seperti Hong Kong dan Jepang. Sedangkan penelitian ini hanya mencakup negara Indonesia yang sangat berbeda dengan Hongkong dan Jepang. Selain itu, Attiq, et al. (2009) meneliti sampai kepada *ultimate controlling shareholders* dengan menghitung

ultimate cash flow (ownership) and *voting rights (control)*. Karena keterbatasan informasi yang tersedia, penelitian ini tidak meneliti sampai kepada kepemilikan *ultimate*.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja Perusahaan

Berdasarkan hasil regresi yang ditunjukkan pada tabel 9, baik pada model 1 maupun model 2 koefisien regresi kepemilikan institusional (INS) bertanda positif dan signifikan 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 dan Psillaki (2010) yang menemukan pengaruh positif struktur kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan.

Dalam konteks kepemilikan yang terkonsentrasi, investor institusi mungkin tidak memiliki kekuatan (*power*) untuk dapat mengawasi manajemen yang merupakan representasi dari pemilik karena relatif kecilnya proporsi kepemilikan yang dimiliki oleh investor institusi. Namun demikian pemilik keluarga memiliki komitmen yang kuat atas kesinambungan jangka panjang perusahaan. Demikian pula investor institusi yang memiliki preferensi atas nilai pemegang saham akan dengan mudah memindahkan kepemilikan sahamnya ke perusahaan lain jika sekiranya manajer atas tekanan pemilik mengambil keputusan yang berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa adanya kepemilikan oleh investor institusi memberikan dampak positif pada kinerja perusahaan dalam bentuk mendorong manajemen untuk mengadopsi strategi yang bersifat memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Kekhawatiran akan keluarnya investor institusi dari kepemilikan saham di perusahaan berlaku sebagai pendisiplinan bagi manajemen untuk selalu mengoptimalkan kinerja perusahaan.

Pengujian Tambahan

Pengujian utama mencari titik optimal struktur modal perusahaan dengan menggunakan rasio total hutang terhadap

modal. Penentuan besarnya hutang jangka panjang adalah hal yang sangat penting bagi perusahaan karena biaya bunga yang cukup signifikan yang akan mempengaruhi kinerja perusahaan dalam jangka panjang. Untuk itu

dilakukan pengujian tambahan dengan mengubah variable *debt to equity ratio (DTE)* menjadi *long term debt to equity ratio (LTDR)*. Hasil regresi dapat dilihat pada tabel 10 berikut ini:

Tabel 10
Hasil Regresi Model 1 dan 2 (Uji Tambahan)

Dependent Variable	Pred	Model 1 Tobin's q		Model 2 ROA	
		Coef	p-value	Coef	p-value
C		4,3706	0,0020***	0,0592	0,7720
LTDR	+	0,0856	0,5650	0,0149	0,0290**
LTDRQ	-	-0,0374	0,4530	-0,0135	0,0000***
OWN21	+/-	-0,0060	0,9360	-0,0323	0,0000***
INS	+	1,3463	0,0000***	-0,0319	0,2050
GROWTH	+	0,1029	0,0170**	0,0486	0,0000***
SIZE	+	-0,1960	0,0030***	0,0078	0,4960
TANG	+	-0,0785	0,6750	-0,0173	0,3990
CAPEX	+	0,8871	0,0030***	0,0416	0,0700*
AGE	+	0,0742	0,0000***	-0,0060	0,0120*
R ²		0,1207		0,1684	
F-Stat		38,5700		1,81	
Prob(F-Stat)		0,0000		0,0732	

Significance level; 1%, 5%, 10%

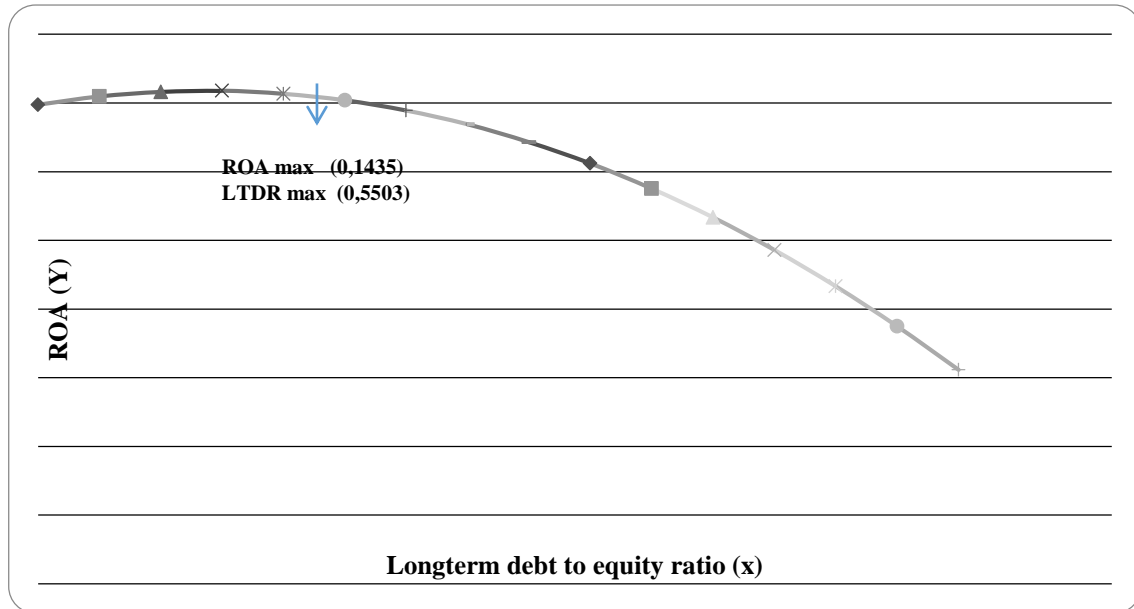
Tobin's q: kinerja perusahaan (*market base*); ROA: kinerja perusahaan (*return on asset*); LTDR: *long term debt to equity ratio*; LTDRQ: *long term debt to equity ratio* dikuadratkan; OWN21: *multiple large shareholder structure (%second largest shareholder dibagi %first largest shareholder)*; INS: % kepemilikan institusional; GROWTH: pertumbuhan perusahaan (*sales revenue_{i,t} - sales revenue_{i,t-1} / sales revenue_{i,t-1}*); SIZE: $(\ln)total\ asset$; TANG: Struktur Aset (*Fixed asset/ total asset*); CAPEX: rasio *capital expenditure/total asset*; AGE: Umur Perusahaan

Untuk hipotesis pertama, pada pengujian tambahan ditemukan hasil yang berbeda pada pengujian utama. Pada pengujian tambahan ini ditemukan bahwa struktur modal berpengaruh secara kuadrat (*concave*) terhadap kinerja perusahaan yang diprosikan dengan ROA dan tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diprosikan dengan *Tobin's q*. Jika dependen variabel ROA, Nilai koefisien LDTR positif (0,0149) dan LTDRQ negatif (-0,0135) dan masing-masing signifikan pada level 5% dan 1%, yang berarti bahwa struktur modal (*long term debt to equity ratio*) berpengaruh secara kuadrat (*concave*) terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA. Dengan menggunakan rumus -

$b/2a$ dari hasil persamaan regresi penelitian ini menemukan bahwa titik maksimum struktur utang (*long term debt to equity*) untuk mencapai nilai maksimal dari kinerja perusahaan adalah sebesar 0,5503 dengan nilai maksimal dari kinerja perusahaan (ROA) yang dicapai sebesar 0,1435. Artinya kinerja optimal dicapai ketika rasio *long term debt to equity* adalah 0.5503, artinya hutang jangka panjang sebaiknya maksimal hanya 0.55 kali dari modal. Hasil yang berbeda dari pengujian utama yang mana rasio LTDR lebih berpengaruh secara kuadrat dan signifikan terhadap ROA dibandingkan terhadap *Tobin's q* dikarenakan adanya penggunaan hutang dalam jangka panjang menimbulkan beban

bunga yang tinggi sehingga menurunkan pendapatan perusahaan yang berakibat pada menurunnya kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA. Bentuk hubungan *non-linear*

atau *concave* antara struktur modal dan kinerja perusahaan dengan dependen variabel ROA dapat dilihat pada gambar 2 berikut ini:



Gambar 2

Hubungan Struktur Modal (*Longterm Debt to Equity Ratio*) dan Kinerja Perusahaan (ROA)

Untuk hipotesis kedua, pada pengujian tambahan ini ditemukan hasil yang sama dengan pengujian utama, yaitu *multiple large shareholder structure* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (ROA), tetapi tidak berpengaruh terhadap *Tobin's q*.

Selanjutnya untuk hipotesis ketiga, uji tambahan menemukan hasil yang juga sama dengan pengujian utama, yaitu kepemilikan institusional ditemukan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's q*. 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 kinerja perusahaan.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti pengaruh *non-linear* (kuadratik) struktur modal terhadap kinerja perusahaan dan pengaruh struktur kepemilikan (*multiple large shareholder* dan kepemilikan institusional) terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini berhasil menemukan pengaruh *non-linear* struktur modal yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan dengan *Tobin's q*, artinya struktur modal dapat berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan dikarenakan adanya manfaat pajak, tetapi setelah mencapai titik optimal tertentu dapat berpengaruh negatif yang dikarenakan peningkatan penggunaan utang dapat menimbulkan risiko kebangkrutan. Hasil ini mendukung teori *trade off* dan penelitian Margaritis dan Psillaki (2010) dan penelitian Fosu (2013).

Keberadaan *multiple large shareholder structure* dalam penelitian ini ditemukan

berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan dengan ROA. 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.

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 kinerja perusahaan. Dalam penelitian ini, ditemukan pengaruh positif dan signifikan kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan.

Implikasi dari penelitian ini adalah penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan dapat memaksimalkan kinerja perusahaan hanya sampai pada titik optimal tertentu, total hutang sebaiknya maksimal hanya 1.95 kali dari modal dan hutang jangka panjang sebaiknya maksimal hanya 0.55 kali dari modal. Penggunaan struktur hutang dibawah titik tersebut belum memaksimalkan nilai perusahaan sedangkan struktur hutang diatas titik tersebut dapat menurunkan kinerja perusahaan karena beban pokok pinjaman dan bunga pinjaman yang semakin besar dapat memicu risiko kebangkrutan perusahaan. Hal ini bisa menjadi pertimbangan bagi manajemen perusahaan dalam menentukan struktur permodalan perusahaan.

Penelitian yang dilakukan tidak terlepas dari adanya beberapa keterbatasan. Oleh karena itu, diharapkan penelitian-penelitian yang sejenis berikutnya dapat meminimalisasi dan memperbaiki keterbatasan-keterbatasan penelitian ini. Berikut beberapa keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya, yaitu:

1. Penelitian ini hanya menggunakan dua proksi untuk mengukur kinerja perusahaan, yaitu *Tobin's q* dan ROA. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan proksi kinerja perusahaan lain yang dapat

memperkuat hasil hubungan *non-linier* struktur modal dan kinerja perusahaan;

2. Mekanisme *corporate governance* sebagai mekanisme pengendalian hanya terbatas dari peranan *multiple large shareholder* dan kepemilikan institusional, penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi lain untuk mengukur peranan *multiple large shareholder* sebagai *corporate governance*;
3. Dalam mengukur *multiple large shareholder structure* hanya berdasarkan kepemilikan saham yang tercantum dalam laporan keuangan. Penelitian ini tidak menelusuri sampai dengan pemegang saham *ultimate*. Cukup banyak perusahaan di Indonesia yang terlihat memiliki beberapa pemegang saham besar tetapi sebenarnya *ultimate*-nya hanya dimiliki oleh satu pemegang saham. Penelitian selanjutnya sebaiknya melakukan penelusuran kepemilikan saham hingga pemegang saham *ultimate*;
4. 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*, Penelitian selanjutnya dapat melakukan identifikasi jenis *multiple large shareholder structure*, seperti kepemilikan oleh keluarga, investor institusional, pemerintah dan asing.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J. and N. Biekpe. 2006. An Empirical Test Of Agency Problem And Capital Structure Of South African Quoted Smes. *SAJAR*, 20, 51-65.
- 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., K.P. Moon and R. Rao. 1994. Manajerial Ownership, Debt Policy, And The Impact Of Institutional Holdings:

- An Agency Perspective. *Financial Management*, 23 (3), 38-50.
- Bennedsen, M. and D. Wolfenzon. 2000. The Balance Of Power In Closely Held Corporation. *Journal Of Financial Economics*, 58, 113-139.
- Chaganti, R. and F. Damanpour. 1991. Institutional Ownership, Capital Structure, And Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 12 (7), 479-491.
- Cheng, M., L. Bingxuan. and W. Minghai. 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 Assessment And Review. *Academy Of Management Review*, 14, 57-74.
- 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, E. and D.M. Shapiro. 2002. Ownership Structure And Firm Profitability In Japan. *The Academy Of Management Journal*, 3, 565-575.
- Gitman, Lawrence. 2009. *Principles Of Managerial Finance 12th Edition*. New York: Pearson Prentice Hall.
- Hamdani, A. and Y. Yafeh. 2010. Institutional Investors As Minority Shareholders: Do They Matter When Ownership Is Concentrated? Retrieved From: <http://Ssrn.Com/Abstract/41641138> or <http://Dx.Doi.Org/10.2139/Ssrn.1641138> Accessed 10.10.11.
- Herawati, Vinola. 2008. Peran Praktek Corporate Governance Sebagai Moderating Variable Dari Pengaruh Earnings Management Terhadap Nilai Perusahaan. *Symposium Nasional Akuntansi XI*.
- Himmelberg, C.P., R.G. Hubbard, and D. Palia. 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.
- Imam, M.O. and M. Mahfuja. 2007. Firm Performance And Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence From Bangladesh Stock Market. *International Review Of Business Research Papers*. 3 (4), 88-110.
- Jensen, Michael C. and 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.
- Kennelly, James J. 2000. *Institutional Ownership And Multinational Firms*. New York: Garland Publishing Inc.
- King, M.R. and E. Santor. 2008. Family Values: Ownership Structure, Performance And Capital Structure Of Canadian Firms. *Journal Of Banking Dan 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.
- Lin, Y.R. and X.M. Fu. 2017. Does Institutional Ownership Influence Firm Performance? Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 49, 17-57.
- Manzaneque, M., E. Merino and A.M Priego. 2016. The Role Of Institutional Shareholders As Owners And Directors And The Financial Distress Likelihood. Evidence From A Concentrated Ownership Context. *European Management Journal*, 34 (4), 439-451.
- Margaritis, D. and M. Psillaki. 2010. Capital Structure, Equity Ownership And Firm Performance. *Journal of Banking Dan Finance*, 34, 621-632.

- Maury, B. and A. Pajuste. 2005. Multiple Large Shareholders And Firm Value. *Journal Of Banking Dan Finance*, 29, 1813-1834.
- Megginson, William L. 1997. *Corporate Finance Theory*. University Of Georgia: Addison Wesley.
- Modigliani, F. And M. Miller. 1958. The Cost Of Capital, Corporation Finance And Theory Of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Modigliani, F. and M. Miller. 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.
- Thomsen, S. and T. Pedersen. 2000. Ownership Structure And Economic Performance In The Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21 (6), 689-705.
- Zeitun, R. and G.G. Tian. 2007. Does Ownership Affect A Firm's Performance And Default Risk In Jordan?. *Corporate Governance: The International Journal Of Business In Society*, 7 (1), 66-82.
- Zwiebel, J. 1995. Block Investment And Partial Benefits Of Corporate Control. *Review Of Economic Studies*, 62, 161-185.