

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN  
DENGAN EFISIENSI STRUKTUR MODAL SEBAGAI VARIABEL MEDIASI**

FELICIA WUISAN<sup>1,2</sup>  
EXCEL LIMBUNAN  
OKTAVIANUS PASOLORAN  
CHERLY THANAMAL  
UNIVERSITAS ATMA JAYA MAKASSAR

**ABSTRACT**

*This study aims to examine the influence of ownership structure on firm value mediated by efficiency capital structure. This research uses pecking order theory, agency theory, and stakeholder theory. The population used in this study are all companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) with the research period of 2016-2018. The method of determining the sample using non-random sampling i.e purposive sampling and uses secondary data in the form of annual reports and financial statements of the company. The analytical method used are path analysis and sobel test. The results showed that the efficiency of capital structure can fully mediate the effect of ownership structure on firm value.*

**Keywords: Efficiency Capital Structure, Family Ownership, Firm Value, Foreign Ownership**

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh efisiensi struktur modal perusahaan. Penelitian ini menggunakan *pecking order theory*, teori agensi, dan teori *stakeholder*. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode penelitian 2016-2018. Penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dan menggunakan data sekunder dalam bentuk laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah analisis jalur dan uji sobel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa efisiensi struktur modal dapat memediasi secara penuh pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan.

**Kata-kata Kunci: Efisiensi Struktur Modal, Kepemilikan Keluarga, Nilai Perusahaan, Kepemilikan Asing**

**Article Info:**

Received 21 February 2021 | Revised 26 April 2021 | Accepted 15 July 2021

---

<sup>1</sup> Correspondence Author

<sup>2</sup> Email: fl.win88@gmail.com

## 1. PENDAHULUAN

### Latar Belakang

Setiap perusahaan pada dasarnya memiliki tujuan utama untuk melakukan peningkatan nilai perusahaannya. Nilai perusahaan yang bertumbuh mengindikasikan bahwa terjadi peningkatan arus kas dan arus pendapatan yang diharapkan dan akan diterima oleh investor pada masa yang akan datang (Sudana, 2011). Pertumbuhan nilai perusahaan disebabkan oleh pengelolaan pihak manajemen perusahaan terhadap sumber daya, informasi keuangan, dan pelaporan keuangan secara efektif dan efisien dalam proses pembuatan dan pengambilan keputusan.

Fenomena yang terjadi pada saham emiten properti PT Agung Podomoro Land Tbk. pada perdagangan sesi I, Jumat (19/08/2019) mengalami penurunan sebesar 10 poin atau 4,85 persen ke level Rp 197,-. Saham APLN bahkan sempat anjlok hingga 5,82 persen ke level Rp 194,-. Kinerja negatif saham emiten ini dikarenakan APLN terancam tidak dapat membayar utang jangka pendek dengan jumlah 1,3 triliun rupiah yang akan jatuh tempo pada Juni 2020. Pemeringkat efek Indonesia juga menurunkan peringkat surat utang perusahaan ini dari ID A- menjadi ID BBB dengan *outlook* yang direvisi menjadi *credit watch* dengan implikasi negatif ([www.market.bisnis.com](http://www.market.bisnis.com)). Adapun penurunan harga saham terjadi setelah pemeringkatan dari PEFINDO di mana didorong oleh aksi jual investor dengan penjualan bersih saham Rp 616,94 juta di pasar reguler. Selain itu, ISAT juga melakukan perilisian surat utang sebesar Rp 3,38 triliun untuk menambah strukturnya. Dengan adanya pencairan dana dari surat utang menyebabkan harga saham ISAT 25 Juli 2019 mengalami penguatan sebesar Rp 630 ke level Rp 3.370 di mana harga saham ISAT 23 Juli hanya sebesar Rp2.740.

Berdasarkan fenomena yang telah dijelaskan, diketahui baik PT Agung Podomoro Land Tbk. yang merupakan perusahaan dengan kepemilikan keluarga maupun ISAT dengan kepemilikan asing bahwa penentuan efisiensi struktur modal menjadi suatu hal yang penting dalam meningkatkan kepercayaan para investor. Bagi para investor, pihak manajemen selaku pengelola perusahaan harus dapat melakukan efisiensi struktur modal khususnya pada penggunaan utang sebagai pilihan untuk mengatasi kekurangan sumber daya keuangan dalam melakukan pengembangan usaha. Ketika pengelolaan pihak manajemen tidak berjalan dengan baik maka penggunaan utang dalam jumlah yang besar akan menciptakan risiko gagal bayar. Akan tetapi, ketika pihak manajemen mampu menentukan tingkat efisiensi penggunaan utang dalam struktur modal dan mampu melakukan pengelolaan aktivitas perusahaan dengan baik maka penggunaan utang akan menjadi suatu sumber daya keuangan tambahan bagi pihak manajemen yang akan membantu membuka berbagai pilihan dalam penentuan keputusan keuangan perusahaan yang akan menciptakan perusahaan profitabel serta peningkatan kepercayaan yang akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Keputusan struktur modal perusahaan merupakan hal yang penting dilihat karena adanya pilihan kebutuhan antara memaksimalkan imbal hasil dengan meminimalkan biaya modal disertai kemampuan perusahaan dalam menghadapi lingkungan bisnis yang kompetitif. Oleh karena itu, perusahaan harus mampu berupaya untuk mencapai efisiensi struktur modal agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Keputusan

struktur modal perusahaan menurut *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Myers & Majluf (1984) mengasumsikan bahwa perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham.

Hubungan mengenai pengaruh kepemilikan keluarga terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh struktur modal telah dilakukan oleh Driffield, *et al.*, (2007) yang mengemukakan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh struktur modal. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Bokpin & Arko (2009), Anderson & Reeb (2003), dan Keasey (2015) menyatakan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap efisiensi struktur modal namun hal ini tidak sejalan dengan McConaughy (2001) dan Latrous & Trabelsi (2012) yang mengemukakan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap efisiensi struktur modal. Serta pengaruh kepemilikan keluarga terhadap nilai perusahaan telah banyak diteliti oleh para peneliti pendahulu. Astuti & Muna (2017), Pidando (2008), Anderson & Reeb (2003), dan Berle & Means (1932) mengemukakan bahwa kepemilikan keluarga mampu meningkatkan nilai perusahaan. Namun di sisi lain, Gama & Galvao (2012) menemukan bahwa perusahaan dengan pemegang saham mayoritas adalah keluarga akan mengendalikan keputusan dalam perusahaan melalui hak pengendalian yang mereka miliki, di mana keputusan yang dibuat seringkali hanya berdasarkan kepentingan dari pemegang saham pengendali dan bukan untuk seluruh pemegang saham. Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh struktur modal telah dilakukan oleh Khasawneh & Staytiah (2017) yang menyatakan bahwa kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh struktur modal berpengaruh negatif signifikan sedangkan Yuniastika (2018) mengemukakan hasil yang tidak signifikan bahwa struktur modal tidak dapat menjadi mediasi pada pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan. Selain itu, Choi (2012) mengemukakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan Hasnawati & Sawir (2015) mengemukakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun, Sudarno (2014) mengemukakan bahwa kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian yang dilakukan oleh Driffield, *et al.*, (2007) di Asia Timur mengenai "*How does ownership structure affect capital structure and firm value?*". Perbedaan di antara penelitian terdahulu dan penelitian ini terletak pada wilayah yang akan dilakukan oleh peneliti di Indonesia pada periode 2016-2018 serta pada penelitian ini terdapat penambahan variabel independen yaitu kepemilikan asing yang merupakan bagian dari struktur kepemilikan. Pertimbangan memasukkan variabel kepemilikan asing dilihat bahwa kepemilikan yang paling mendominasi di BEI yaitu kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing sehingga besar kemungkinan mempengaruhi pertimbangan akan struktur modal dan nilai perusahaan. Selain itu, peneliti menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai populasi penelitian sehingga hasil penelitian dapat digeneralisasi ke setiap sektor yang terdapat dalam Bursa Efek Indonesia. Ketertarikan penelitian juga timbul berdasarkan fenomena dari masing-masing perusahaan yang telah dijelaskan. Dapat ditarik kesimpulan bahwa baik perusahaan yang dikendalikan oleh pihak keluarga maupun asing berupaya untuk mencapai efisiensi struktur modal mereka agar dapat meningkatkan nilai

perusahaan. Akan tetapi nilai sebuah perusahaan tidak dapat terbentuk dengan sendirinya, sehingga peneliti mencoba untuk memasukkan efisiensi struktur modal sebagai variabel yang menjembatani hubungan ini dalam rangka membangun nilai perusahaan.

### **Tujuan Penelitian**

Berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan, adapun tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Menguji pengaruh efisiensi struktur modal, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan.
2. Menguji pengaruh kepemilikan keluarga terhadap efisiensi struktur modal perusahaan.
3. Menguji pengaruh kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan melalui efisiensi struktur modal perusahaan.
4. Menguji pengaruh kepemilikan asing terhadap efisiensi struktur modal perusahaan.

### **Manfaat Penelitian**

#### **Manfaat Teoretis**

Manfaat teoretis dari penelitian ini adalah diharapkan dapat berkontribusi dalam menambah literatur tentang *pecking order theory* dan teori *stakeholder* dengan hasil penelitian yang dapat dijadikan sebagai referensi atau acuan bagi para akademisi. Selain itu, memperluas pengetahuan terkait struktur kepemilikan dan struktur modal dalam kaitannya dengan nilai perusahaan. Penelitian ini diharapkan dapat dijadikan sebagai acuan dan referensi untuk penelitian ke depan maupun penelitian yang sejenis.

#### **Manfaat Praktis**

Hasil penelitian ini dapat menjadi sebuah masukan dan pertimbangan mengenai bagaimana perusahaan mampu meningkatkan nilai perusahaan yaitu dengan melaksanakan kontrak efisien dan mementingkan kepentingan para pemangku kepentingan.

## 2. LANDASAN TEORI

### ***Pecking Order Theory***

Myers & Majluf (1984) mengembangkan *pecking order theory* sebagai suatu teori alternatif keputusan pendanaan perusahaan, di mana perusahaan akan berusaha mendanai investasinya berdasarkan urutan resiko. Terdapat tiga sumber pendanaan dalam perusahaan yaitu laba ditahan, utang, dan ekuitas. *Pecking order theory* yang dikemukakan oleh Myers & Majluf (1984) menggunakan dasar pemikiran bahwa tidak ada suatu target *debt to equity ratio* tertentu dan tentang hierarki sumber dana yang paling disukai oleh perusahaan. Esensi dari teori ini adalah adanya dua jenis modal yaitu *external financing* dan *internal financing*.

### ***Agency Theory***

Menurut Fama (1980) menyatakan bahwa kontrak efisien dapat terjadi apabila para pemegang saham di suatu perusahaan dapat memisahkan diri dari bagian pengelolaan perusahaan di mana para pemegang saham mempercayakan sepenuhnya kepada pihak manajemen sebagai pengelola perusahaan dengan didasarkan pada suatu kontrak. Kontrak yang ada memposisikan peranan pihak manajemen sebagai pembawa risiko bagi perusahaan, sebagai pembuat dan pengambil keputusan, sedangkan para pemegang saham sebagai pihak penerima risiko dalam bentuk imbal hasil yang akan diperoleh. Sebagai pembawa risiko maka keefisienan dapat terjadi ketika adanya pemberian insentif yang memadai sehingga pihak manajemen dapat mengelola perusahaan dengan baik (Fama, 1980). Suatu permasalahan akan timbul ketika pemberian insentif tidak memadai sehingga kontrak menjadi tidak efisien.

### ***Stakeholder Theory***

Freeman (1984) menyatakan bahwa teori *stakeholder* adalah teori yang menggambarkan kepada siapa perusahaan bertanggung jawab. Donaldson & Preston (1995) menyatakan teori *stakeholder* merupakan hal yang berkenaan dengan pengelolaan dan merekomendasikan sikap, struktur, dan praktik yang dilaksanakan bersama-sama membentuk filosofi *stakeholder management* di mana manajer harus menyusun dan mengimplementasikan proses-proses yang memuaskan semua atau hanya kelompok-kelompok yang berkepentingan dalam organisasi. Perusahaan beroperasi tidak hanya terbatas pada kepentingan pemilik namun perusahaan perlu memperhatikan kepentingan seluruh *stakeholder*.

### **Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang berkaitan erat dengan harga sahamnya (Sujoko & Soebiataro, 2007). Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi harga suatu saham, maka semakin tinggi pula tingkat keberhasilan perusahaan yang kemudian akan semakin meningkatkan tingkat kepercayaan dari investor.

### **Efisiensi Struktur Modal**

Efisiensi struktur modal didefinisikan sebagai struktur modal yang dapat meminimalkan biaya modal sehingga memaksimalkan nilai perusahaan (Martono, 2008). Struktur modal yang efisien adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara resiko dan pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham (Brigham & Houston, 2001).

### **Kepemilikan Keluarga**

Perusahaan dengan kepemilikan keluarga adalah perusahaan yang dimiliki dan dikelola oleh anggota keluarga pendirinya. Keterlibatan keluarga pada kepemilikan biasanya diukur berdasarkan persentase kepemilikan pada saham. Bertnard & Schoar (2006) mengemukakan bahwa perusahaan keluarga ditandai dengan adanya kepemilikan terkonsentrasi, kontrol, dan adanya satu atau beberapa anggota keluarga menduduki posisi eksekutif.

### **Kepemilikan Asing**

Menurut UU No. 25 Tahun 2007 Pasal 1 ayat 6, kepemilikan asing adalah perseorangan warga negara asing, badan usaha asing, dan pemerintah asing yang melakukan penanaman modal di wilayah Republik Indonesia. Nilai suatu perusahaan pada dasarnya merupakan sebuah persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan terkait dengan harga saham (Sujoko & Soebiantoro, 2007). Dalam rangka upaya meningkatkan nilai perusahaan maka perusahaan harus menciptakan kepercayaan para pemangku kepentingan di mana hal ini sejalan dengan teori *stakeholder* yang menyatakan bahwa kelangsungan hidup perusahaan tergantung pada dukungan para pemangku kepentingan dan dukungan tersebut harus didapatkan sehingga aktivitas perusahaan adalah mencari kepercayaan tersebut. Ketika perusahaan melakukan diversifikasi maka terlebih dahulu harus memperhatikan penggunaan utang dalam kombinasi struktur modal agar dapat mencapai efisiensi struktur modal bagi perusahaan. Efisiensi struktur modal hadir sebagai salah satu hal yang memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, setiap perusahaan harus memiliki kemampuan untuk memadukan sumber daya dalam rangka memperoleh struktur modal yang dapat dikombinasikan dengan efisien sehingga tidak akan meningkatkan risiko perusahaan yang pada akhirnya akan berdampak pada harga saham perusahaan.

Perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga memiliki tujuan untuk mempertahankan kepemilikannya di perusahaan dari generasi ke generasi. Perusahaan keluarga mempunyai karakteristik yaitu adanya hubungan agen dan prinsipal yang tidak dapat dipisahkan, baik dalam bentuk pengendalian dan pengelolaan. Manajemen memiliki kecenderungan untuk menggunakan utang dalam mengisi struktur modalnya. Suatu efisiensi struktur modal perusahaan dapat tercapai ketika pihak manajemen memiliki kemampuan untuk mengelola dengan baik sumber daya yang diperoleh dari penggunaan utang yang telah dilakukan oleh perusahaan. Pencapaian efisiensi ini dapat dilihat ketika perusahaan tidak lagi melakukan penambahan utang dalam jumlah besar untuk mengisi struktur modalnya hal ini dikarenakan manajemen perusahaan mampu mengelola penggunaan utang yang dilakukan sebelumnya dengan efisien sehingga perusahaan mampu menghasilkan

sumber daya tambahan. Ketika efisiensi struktur modal tercapai maka kepercayaan masyarakat meningkat dan berakhir pada peningkatan nilai perusahaan.

Pada awalnya sebuah perusahaan dikendalikan oleh pihak keluarga. Namun seiring adanya peningkatan kebutuhan sumber daya yang tidak dapat dihasilkan oleh perusahaan, seperti penggunaan pembelajaran, teknologi, serta tata kelola yang mendukung tercapainya keberhasilan perusahaan dalam menghadapi lingkungan bisnis yang kompetitif maka perusahaan akan mengundang pihak eksternal untuk mengisi struktur modalnya, salah satunya kepemilikan asing. Bagi perusahaan, dengan mengikutsertakan kepemilikan asing sebagai pemegang saham maka diharapkan selain menambah sumber daya keuangan perusahaan mereka juga diharapkan dapat membawa sumber daya berupa teknologi dan pengetahuan yang dapat dijadikan pedoman bagi pihak manajemen dalam mengelola perusahaan. Pihak manajemen yang telah mendapatkan bantuan pembelajaran dari pihak asing maka akan membuat dan mengambil keputusan secara lebih konservatif dengan mempertimbangkan biaya dan manfaat yang akan berdampak pada perusahaan. Sikap konservatif ini akan sangat menjadi suatu proses penentu pencapaian efisiensi struktur modal yang dapat dilihat dalam pembelanjaan perusahaan. Kepemilikan asing pada perusahaan-perusahaan dapat memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan hal ini dikarenakan perusahaan yang kepemilikannya didominasi oleh investor asing pada dasarnya dapat membuat keputusan manajemen yang lebih efisien melalui peningkatan tata kelola perusahaan yang lebih optimal. Tata kelola yang optimal akan menciptakan reputasi yang baik di mata para pemangku kepentingan dan pada akhirnya akan membentuk sebuah kepercayaan kepada perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.



### 3. METODE PENELITIAN

#### Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016-2018. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria-kriteria untuk menentukan sampel penelitian adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang secara berturut-turut melakukan penerbitan laporan keuangan yang telah diaudit dan laporan tahunan tahun 2016 hingga 2018.
2. Perusahaan yang menyajikan laporan keuangan dan laporan tahunan dalam Bahasa Indonesia atau dua bahasa, yaitu Bahasa Indonesia dan selain Bahasa Indonesia serta menggunakan satuan Rupiah.
3. Perusahaan non-keuangan yang tidak mengalami *delisting* maupun suspensi yang berkepanjangan selama periode 2016-2018.

#### Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dokumenter. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sumber data berasal dari Pusat Referensi Pasar Modal Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) selama tahun 2016-2018.

#### Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

##### Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah nilai bersih perusahaan ketika perusahaan tersebut dijual. Nilai perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *Tobin's Q* yang telah dimodifikasi oleh Gaio & Raposo (2011) dalam bentuk *Simple Q*. Rumus perhitungan *Simple Q* adalah:

$$Q_{it} = \frac{BVA_{i,t} + MVE_{i,t} - BVE_{i,t}}{BVA_{i,t}}$$

##### Efisiensi Struktur Modal

Warsono (2003) mendefinisikan efisiensi struktur modal sebagai suatu struktur modal yang memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham perusahaan dan meminimumkan biaya modalnya dalam artian menurunkan biaya bunga dan ekuitas perusahaan. Pengukuran efisiensi struktur modal pernah dilakukan oleh Jackson (2015) dan Haugen (1971), yaitu:

$$\text{Interest Bearing Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Interest Bearing Debt}}{\text{Total Equity}}$$

##### Kepemilikan Keluarga

Kepemilikan keluarga adalah jumlah kepemilikan saham oleh keluarga dari seluruh modal saham yang beredar. Pengukuran FO pernah dilakukan oleh Setianto & Sari (2017), yaitu:

$$FO = \frac{\text{Jumlah Saham Keluarga}}{\text{Saham yang beredar}} \times 100\%$$



### Kepemilikan Asing

Kepemilikan asing merupakan proporsi saham beredar yang dimiliki oleh perorangan, badan hukum, pemerintah, serta bagian-bagiannya yang berstatus luar negeri terhadap jumlah seluruh modal saham yang beredar (Farooque, *et al.*, 2007). Pengukuran FOR pernah dilakukan oleh Jayanti & Puspitasari (2017), yaitu:

$$FOR = \frac{\text{Jumlah Saham Asing}}{\text{Saham yang beredar}} \times 100\%$$

### Metode Analisis Data

#### Uji Normalitas Data

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah suatu variabel memiliki distribusi normal atau tidak.

**Tabel 1. Hasil Uji Normalitas**

| Substruktur   | <i>Kolmogorov-Smirnov Z</i> | Sig.  | Keterangan                 |
|---------------|-----------------------------|-------|----------------------------|
| Substruktur 1 | 1,992                       | 0,001 | Tidak terdistribusi normal |
| Substruktur 2 | 2,718                       | 0,000 | Tidak terdistribusi normal |

Sumber: *Output Data SPSS* diolah kembali (2020)

Nilai signifikansi untuk persamaan 1 adalah  $0,001 < 0,05$  yang berarti data sampel menunjukkan distribusi yang tidak normal. Nilai signifikansi untuk persamaan 2 adalah  $0,000 < 0,05$  yang menunjukkan adanya distribusi yang tidak normal.

#### Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi yang kuat antarvariabel independen.

**Tabel 2. Hasil Uji Multikolinearitas dengan *Tolerance* dan VIF**

| Struktur Model   | <i>Collinearity Statistics</i> |       | Keterangan                      |
|--|--------------------------------|-------|---------------------------------|
|  | <i>Tolerance</i>               | VIF   |                                 |
| Substruktur 1  |                                |       |                                 |
| -Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Efisiensi Struktur Modal | 0,723                          | 1,384 | Tidak terjadi multikolinearitas |
| -Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Efisiensi Struktur Modal    | 0,723                          | 1,384 | Tidak terjadi multikolinearitas |
| Substruktur 2  |                                |       |                                 |

|  |       |       |                                 |
|--|-------|-------|---------------------------------|
| -Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Nilai Perusahaan     | 0,677 | 1,477 | Tidak terjadi multikolinearitas |
| -Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Nilai Perusahaan        | 0,695 | 1,438 | Tidak terjadi multikolinearitas |
| -Pengaruh Efisiensi Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan | 0,933 | 1,072 | Tidak terjadi multikolinearitas |

Sumber: *Output Data SPSS diolah kembali (2020)*

Pada tabel 2 yaitu hasil uji multikolinearitas dari kedua variabel independen dilihat bahwa nilai VIF < 10 dan nilai *tolerance* > 0,10 sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terjadi multikolinearitas antara variabel independen baik pada struktur 1 maupun struktur 2.

### Uji Autokorelasi

Menurut Ghozali (2012: 110) uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (periode sebelumnya).

| Substruktur   | <i>Durbin-Watson</i> |
|---------------|----------------------|
| Substruktur 1 | 1,054                |
| Substruktur 2 | 1,056                |

Sumber: *Output Data SPSS diolah kembali (2020)*

Pada tabel 3 diperoleh nilai *Durbin-Watson* (DW) untuk substruktur 1 sebesar 1,054, sama halnya untuk substruktur 2 diperoleh nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,056, di mana dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi.

### Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain. Uji *glejser* dilakukan dengan meregresi nilai absolut residual sebagai variabel dependen dengan semua variabel independen dalam model. Jika signifikansi < 0,05 berarti ada gejala heteroskedastisitas.

**Tabel 4. Hasil Uji Heteroskedastisitas**

| Struktur Model  | t      | Sig.  | Keterangan                       |
|---|--------|-------|----------------------------------|
| <b>Substruktur 1</b>  |        |       |                                  |
| (Pengaruh Kepemilikan Keluarga dan Kepemilikan Asing terhadap Efisiensi Struktur Modal)                   | 0,982  | 0,328 | Tidak terjadi heterokedastisitas |
| (Pengaruh Kepemilikan Keluarga, Kepemilikan Asing dan Efisiensi Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan) | -1,758 | 0,081 | Tidak terjadi heterokedastisitas |
| <b>Substruktur 2</b>  |        |       |                                  |
| (Pengaruh Kepemilikan Keluarga, Kepemilikan Asing dan Efisiensi Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan) | -0,465 | 0,643 | Tidak terjadi heterokedastisitas |
| (Pengaruh Kepemilikan Keluarga dan Kepemilikan Asing terhadap Efisiensi Struktur Modal)                   | 0,896  | 0,372 | Tidak terjadi heterokedastisitas |
| (Pengaruh Efisiensi Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan)   | 1,9747 | 0,054 | Tidak terjadi heterokedastisitas |

Sumber: *Output Data SPSS* diolah kembali (2020)

Hasil uji heterokedastisitas pada tabel 4 untuk substruktur 1 menunjukkan pengaruh variabel kepemilikan keluarga terhadap efisiensi struktur modal dengan tingkat signifikansi yang diperoleh  $0,328 > 0,05$  yang berarti tidak terjadi heteroskedastisitas. Kemudian pada pengaruh variabel kepemilikan asing terhadap efisiensi struktur modal dengan tingkat signifikansi yang diperoleh  $0,081 > 0,05$  yang berarti tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil uji heteroskedastisitas untuk substruktur 2 menunjukkan pengaruh variabel kepemilikan keluarga terhadap nilai perusahaan modal dengan tingkat signifikansi yang diperoleh  $0,643 > 0,05$  yang berarti tidak terjadi heteroskedastisitas. Kemudian pada pengaruh variabel kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi yang diperoleh  $0,372 > 0,05$  yang berarti tidak terjadi heteroskedastisitas. Selanjutnya, pada pengaruh variabel efisiensi struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan tingkat signifikansi yang diperoleh  $0,054 > 0,05$  yang berarti tidak terjadi heteroskedastisitas.

#### 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

##### Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai populasi yang dituangkan dalam bentuk laporan keuangan dan laporan tahunan periode 2016-2018. Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sampel untuk masing-masing tahun adalah 132 perusahaan dari total 461 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sehingga total unit analisis data adalah 396 sampel.

##### Hasil Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Adjusted R Square* untuk model substruktur 1 dan model substruktur 2.

**Tabel 5. Hasil Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )**

| Substruktur   | R     | R Square | Adjusted R Square |
|---------------|-------|----------|-------------------|
| Substruktur 1 | 0,259 | 0,067    | 0,058             |
| Substruktur 2 | 0,306 | 0,093    | 0,080             |

Sumber: *Output Data SPSS diolah kembali (2020)*

Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) untuk persamaan substruktur 1 yang ditunjukkan dalam tabel 5 adalah sebesar 0,058 yang berarti bahwa 5,8% efisiensi struktur modal perusahaan ( $Y_1$ ) dapat dijelaskan oleh kepemilikan keluarga ( $X_1$ ) dan kepemilikan asing ( $X_2$ ). Adapun selebihnya sebesar 94,2% dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model dalam penelitian ini. Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) untuk persamaan substruktur 2 yang ditunjukkan dalam tabel 5 adalah sebesar 0,080 yang berarti bahwa 8% nilai perusahaan ( $Y_2$ ) dapat dijelaskan oleh efisiensi struktur modal perusahaan ( $Y_1$ ), kepemilikan keluarga ( $X_1$ ), dan kepemilikan asing ( $X_2$ ). Adapun selebihnya sebesar 92% dijelaskan oleh variabel variabel lain di luar model dalam penelitian ini.

##### Hasil Uji Simultan (Uji F)

**Tabel 6. Hasil Uji Simultan (Uji F)**

|               | F     | Sig.  | Keterangan |
|---------------|-------|-------|------------|
| Substruktur 1 | 7,216 | 0,001 | Signifikan |
| Substruktur 2 | 6,837 | 0,000 | Signifikan |

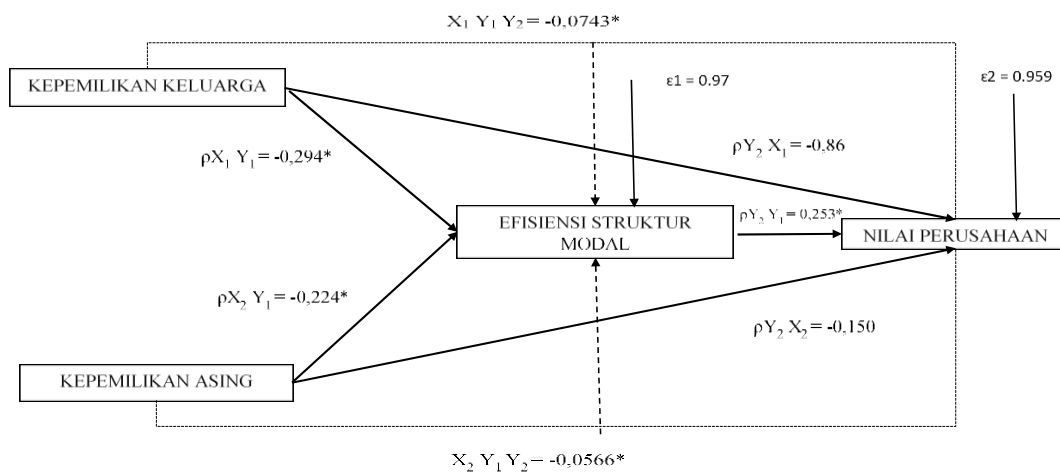
Sumber: *Output Data SPSS diolah kembali (2020)*

Berdasarkan hasil uji ANOVA atau *F-test*, diperoleh hasil bahwa untuk persamaan sub- struktur memiliki nilai signifikansi sebesar 0,001 di bawah nilai alpha ( $\alpha$ ) 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh antara kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing secara bersama-sama atau secara simultan terhadap efisiensi struktur modal. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa variabel dan model yang dibangun dari kerangka pemikiran dengan teori agensi yang dikemukakan Fama

(1980) sudah tepat. Persamaan sub-struktur 2 memiliki nilai signifikansi sebesar 0,000 di bawah nilai alpha ( $\alpha$ ) 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh antara kepemilikan keluarga, kepemilikan asing, dan efisiensi struktur modal secara bersama-sama atau secara simultan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa variabel dan model yang dibangun dari kerangka pemikiran dengan teori agensi dan *stakeholder theory* sudah tepat.

### Hasil Analisis Jalur

Berdasarkan hasil pengolahan data yang telah diperoleh untuk model penelitian ini, maka dapat digambarkan model diagram jalur sebagai berikut:



**Gambar 1.**  
**Model Analisis Jalur**

Persamaan substruktur 1

$$y_1 = \rho_{y_1x_1}x_1 + \rho_{y_1x_2}x_2 + \epsilon_1$$

$$y_1 = -0,294x_1 - 0,224x_2 + 0,97$$

Persamaan substruktur 2

$$y_2 = \rho_{y_2x_1}x_1 + \rho_{y_2x_2}x_2 + \rho_{y_2y_1}y_1 + \epsilon_2$$

$$y_2 = -0,86x_1 - 0,150x_2 + 0,253y_1 + 0,959$$

Keterangan:

$$\epsilon_1 = \sqrt{1 - \text{adjusted}R^2} = \sqrt{1 - 0,058} = 0,97$$

$$\epsilon_2 = \sqrt{1 - \text{adjusted}R^2} = \sqrt{1 - 0,080} = 0,959$$

Berdasarkan persamaan struktural yang telah dirumuskan tersebut, persamaan substruktur 1 menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing memiliki pengaruh negatif terhadap efisiensi struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan kedua kepemilikan tersebut secara statistik akan mengurangi efisiensi struktur modal perusahaan. Persamaan substruktur 2 menunjukkan bahwa variabel kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing negatif terhadap nilai perusahaan, sedangkan efisiensi struktur modal memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

**Tabel 7. Hasil Analisis Persamaan Jalur**

| Struktur Model  | Koefisien | Sig.  | Keterangan       |
|---|-----------|-------|------------------|
| <b>Substruktur 1</b>  |           |       |                  |
| (Pengaruh Kepemilikan Keluarga dan Kepemilikan Asing terhadap Efisiensi Struktur Modal)                   |           |       |                  |
| Kepemilikan Keluarga  | -0,294    | 0,000 | Signifikan       |
| Kepemilikan Asing   | -0,224    | 0,006 | Signifikan       |
| <b>Substruktur 2</b>  |           |       |                  |
| (Pengaruh Kepemilikan Keluarga, Kepemilikan Asing dan Efisiensi Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan) |           |       |                  |
| Kepemilikan Keluarga  | -0,860    | 0,298 | Tidak signifikan |
| Kepemilikan Asing   | -0,150    | 0,065 | Tidak signifikan |
| Efisiensi Struktur Modal  | 0,253     | 0,000 | Signifikan       |

Sumber: *Output Data SPSS* diolah kembali (2020)

Hasil analisis dari model jalur pada tabel 7 memperlihatkan hasil pengolahan data untuk model analisis dengan dua persamaan jalur yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu:

1. Pengaruh variabel kepemilikan keluarga (X1) terhadap efisiensi struktur modal (Y1) diperoleh nilai koefisien jalur negatif sebesar -0,294 pada probabilitas signifikansi 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga cenderung menurunkan efisiensi struktur modal.
2. Pengaruh variabel kepemilikan asing (X2) terhadap efisiensi struktur modal (Y1) diperoleh nilai koefisien jalur negatif sebesar -0,224 pada probabilitas signifikansi 0,006. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan asing cenderung menurunkan efisiensi struktur modal.
3. Pengaruh variabel kepemilikan keluarga (X1) terhadap nilai perusahaan (Y2) diperoleh nilai koefisien jalur negatif sebesar -0,860 pada probabilitas signifikansi 0,298. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga cenderung menurunkan nilai perusahaan tetapi tidak memiliki pengaruh signifikan hal ini menyebabkan adanya kebutuhan akan variabel mediasi untuk dapat memiliki pengaruh secara signifikan.
4. Pengaruh variabel kepemilikan asing (X2) terhadap nilai perusahaan (Y2) diperoleh nilai koefisien jalur negatif sebesar -0,150 pada probabilitas signifikansi 0,065. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga cenderung menurunkan nilai perusahaan tetapi tidak memiliki pengaruh signifikan hal ini menyebabkan adanya kebutuhan akan variabel mediasi untuk dapat memiliki pengaruh secara signifikan.
5. Pengaruh variabel efisiensi struktur modal (Y1) terhadap nilai perusahaan (Y2) diperoleh nilai koefisien jalur positif sebesar 0,253 pada probabilitas signifikansi 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa efisiensi struktur modal cenderung menaikkan nilai perusahaan.

### Hasil Pengujian Pengaruh Langsung, Pengaruh Tidak Langsung, dan Pengaruh Total

Hasil pengujian pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung dan pengaruh total tertera pada tabel 8 berikut:

**Tabel 8. Analisis Pengaruh Langsung, Pengaruh Tidak Langsung, dan Pengaruh Total**

| Pengaruh Variabel | Pengaruh Langsung | Pengaruh Tidak Langsung | Pengaruh Total |
|-------------------|-------------------|-------------------------|----------------|
| X1 → Y1           | -0,294            | -                       | -0,294         |
| X2 → Y1           | -0,224            | -                       | -0,224         |
| X1 → Y2           | -0,860            | -                       | -0,860         |
| X2 → Y2           | -0,150            | -                       | -0,150         |
| Y1 → Y2           | 0,253             | -                       | 0,253          |
| X1 → Y1 → Y2      | -0,086            | -0,0743                 | -0,1603        |
| X2 → Y1 → Y2      | -0,150            | -0,0566                 | -0,2066        |

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2020)

Keterangan:

X1: Kepemilikan Keluarga

X2: Kepemilikan Asing

Y1: Efisiensi Struktur Modal

Y2: Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil analisis pengaruh tidak langsung pada tabel 8, menunjukkan bahwa pengaruh kepemilikan keluarga (X1) terhadap nilai perusahaan (Y2) melalui efisiensi struktur modal (Y1) adalah sebesar -0,1603. Nilai pengaruh tidak langsung ini diperoleh dari hasil perkalian koefisien antara variabel X1 dan Y1. Kemudian, hasil analisis pengaruh kepemilikan asing (X2) terhadap nilai perusahaan (Y2) melalui efisiensi struktur modal (Y1) adalah sebesar -0,2066. Nilai pengaruh tidak langsung ini diperoleh dari hasil perkalian koefisien antara variabel X2 dan Y1.

### Uji Sobel

Nilai pengaruh tidak langsung ditentukan signifikan atau tidak (dapat memediasi) diuji dengan *sobel test*.



**Tabel 9. Hasil Uji Sobel**

| Kombinasi Variabel  | Nilai Estimasi |       | Standard Error |       | <i>p value of Sobel Test</i> |
|---|----------------|-------|----------------|-------|------------------------------|
| Kepemilikan keluarga terhadap nilai perusahaan melalui efisiensi struktur modal | -0,274         | 3,747 | 0,075          | 1,033 | 0,01                         |
| Kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan melalui efisiensi struktur modal    | -0,242         | 3,747 | 0,087          | 1,033 | 0,02                         |

Sumber: Data olahan (2020)

Pengaruh kepemilikan keluarga terhadap nilai perusahaan melalui efisiensi struktur modal berdasarkan tabel 9 memiliki nilai probabilitas sebesar 0,01 lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian H6 yang menyatakan efisiensi struktur modal memediasi pengaruh kepemilikan keluarga terhadap nilai perusahaan, diterima. Pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan melalui efisiensi struktur modal berdasarkan tabel 9 memiliki nilai probabilitas sebesar 0,02 lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian H7 yang menyatakan efisiensi struktur modal memediasi pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan, diterima.

### **Pembahasan Hasil Penelitian**

Perusahaan akan berupaya untuk membangun dan memaksimalkan nilai perusahaan. Memaksimalkan nilai perusahaan sama dengan memaksimalkan nilai sekarang dari arus kas atau arus pendapatan yang diharapkan dan akan diterima oleh investor pada masa yang akan datang (Sudana, 2011). Hal ini menyebabkan pada akhirnya setiap perusahaan akan mempunyai tujuan utama untuk meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan tidak dapat terbentuk dengan sendirinya sehingga diperlukan suatu mekanisme manajerial dalam membentuk hal ini. Hasil penelitian menunjukkan bahwa efisiensi struktur modal hadir sebagai mekanisme yang mampu menjembatani pengaruh tidak langsung kepemilikan keluarga terhadap nilai perusahaan secara negatif. Dengan adanya hasil penelitian menunjukkan bahwa ketika efisiensi struktur modal hadir sebagai variabel mediasi maka hasil penelitian menunjukkan sifat *full mediation*, yang berarti bahwa tanpa adanya efisiensi struktur modal sebagai variabel mediator maka kepemilikan keluarga tidak akan memiliki pengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan di mana hal ini ditunjukkan pada tabel 9. Selain itu, hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Driffield, *et al.*, (2007) yang mengemukakan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh efisiensi struktur modal.

Ketidaksignifikanan pengaruh kepemilikan keluarga terhadap nilai perusahaan pada hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pada dasarnya perusahaan keluarga akan mempunyai fokus utama yang sesuai dengan tujuan mereka yaitu mempertahankan tingkat kepemilikan ke generasi selanjutnya. Hal ini akan

menyebabkan perusahaan dengan kepemilikan keluarga akan berfokus pada kegiatan operasional perusahaan dan berorientasi pada pengambilan keputusan yang terbaik bagi mereka untuk mempertahankan kepemilikannya di dalam perusahaan. Sehingga persepsi para pemegang saham tidak akan menjadi fokus utama dalam menentukan keputusan yang akan dibuat dan pada akhirnya tidak akan memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Gama & Galvao (2012) yang mengemukakan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Astuti & Muna (2017), Pidando (2008), Anderson & Reeb (2003).

Teori *stakeholder* yang dikemukakan oleh Freeman (1984) menyatakan bahwa suatu perusahaan adalah entitas yang tidak hanya beroperasi untuk kepentingan diri sendiri, akan tetapi harus dapat memberikan manfaat kepada seluruh pemangku kepentingan. Sehingga dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan maka perusahaan akan berupaya menciptakan dan menumbuhkan kepercayaan para *stakeholders*. Kepercayaan para pemangku kepentingan dapat terbentuk apabila pihak manajemen melakukan pengelolaan manajerial seperti pembuatan, pengambilan keputusan, serta pengendalian yang mampu menghasilkan kebijakan yang baik dalam rangka menjaga dan meningkatkan nilai perusahaan. Efisiensi struktur modal hadir sebagai salah satu indikator yang memiliki kemampuan untuk mempengaruhi nilai perusahaan. Setiap perusahaan harus memiliki kemampuan untuk mengkombinasikan sumber daya yang dimiliki agar dapat mencapai kombinasi struktur modal yang paling efisien sehingga tidak akan meningkatkan risiko perusahaan. Ketika terjadi penurunan risiko perusahaan maka kepercayaan para pemangku kepentingan akan tumbuh dan berakhir pada peningkatan nilai perusahaan.

Kemampuan untuk memadukan sumber daya perusahaan terletak pada pihak manajemen sebagai pengelola yang telah mendapatkan pendelegasian wewenang dari para pemegang saham. Berdasarkan teori agensi yang dikemukakan oleh Fama (1980), pihak manajemen pada dasarnya merupakan pihak yang ditunjuk oleh para pemegang saham untuk menjalankan perusahaan secara profesional sehingga pengelolaan yang dilakukan oleh pihak manajemen dapat menciptakan kepercayaan investor. Akan tetapi, pada negara berkembang khususnya di Indonesia teori agensi yang dikemukakan oleh Fama (1980) dalam proses pelaksanaannya tidak sepenuhnya dapat diterima. Hubungan keagenan yang ada di Indonesia memiliki karakteristik khusus di mana pihak agen dan prinsipal sulit untuk dipisahkan. Hal ini terjadi pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga yang mana struktur kepemilikan bersifat *pyramid*. Kepemilikan keluarga menempatkan anggota keluarganya sebagai pihak manajemen dan juga merangkap sebagai pihak komisaris yang seharusnya independen sehingga dalam perusahaan dengan kepemilikan keluarga yang semakin meningkat dilihat dari proses pengendaliannya maka akan memiliki kecenderungan menggunakan modal yang bersumber dari pemerolehan utang. Hal ini dilakukan agar tingkat pengendalian oleh pihak keluarga dapat dipertahankan dan diwariskan ke generasi selanjutnya.

*Pecking order theory* memberikan sebuah pedoman struktur modal yang efisien salah satunya adalah penggunaan utang. Pada perusahaan kepemilikan keluarga penggunaan utang dijadikan sebagai pilihan utama, hal ini dikarenakan penggunaan utang dapat dikendalikan secara internal oleh pihak keluarga sehingga mereka dapat melakukan pengelolaan secara lebih efisien sehingga dapat mencapai efisiensi struktur modal yang pada akhirnya akan menaikkan nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan keluarga maka mereka memiliki kecenderungan untuk menurunkan efisiensi struktur modal yang pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan. Teori agensi yang dikemukakan oleh Fama (1980) yang dipandang sebagai sarana dalam menciptakan kepercayaan investor pada kenyataannya harus memperhatikan adanya unsur kepentingan pada proses pelaksanaan kegiatan manajerial terutama pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga di Indonesia.

Ketika perusahaan kepemilikan keluarga dihadapkan pada tingkat likuiditas yang rendah dan adanya tuntutan para pemegang saham yang tidak lain merupakan pihak keluarga untuk mendapatkan imbal hasil dalam bentuk dividen maka pihak manajemen akan memilih untuk melakukan pengambilan utang agar dapat memenuhi tuntutan tersebut. Suatu penurunan efisiensi struktur modal terjadi apabila penambahan utang dilakukan tidak dalam rangka untuk mengembangkan dan mengelola perusahaan menjadi lebih profitabel. Penggunaan utang akan menimbulkan suatu beban bunga yang akan meningkatkan risiko perusahaan sedangkan penggunaannya hanya untuk memenuhi kepentingan para pemegang saham. Hal ini pada akhirnya akan menunjukkan bahwa pengelolaan struktur modal yang dilakukan oleh pihak manajemen dilakukan secara tidak efisien sehingga akan menurunkan kepercayaan para pemangku kepentingan seperti pihak pemberi pinjaman yang pada akhirnya akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan.

Selain memberikan pedoman penggunaan utang dalam mencapai efisiensi struktur modal, *pecking order theory* juga memberikan pedoman untuk menggunakan ekuitas dalam mencapai efisiensi struktur modal. Pilihan penggunaan pendanaan yang berasal dari ekuitas pada dasarnya seringkali dilakukan ketika perusahaan tidak ingin menanggung biaya utang yang akan menurunkan efisiensi struktur modal yang berakhir pada penurunan nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa efisiensi struktur modal hadir sebagai mekanisme yang mampu menjembatani pengaruh tidak langsung kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan secara negatif. Hal ini berarti ketika terjadi peningkatan kepemilikan asing maka efisiensi struktur modal akan cenderung mengalami penurunan yang berakhir pada penurunan nilai perusahaan.

Selain itu hasil penelitian menunjukkan bahwa mediasi bersifat *full mediation* yang berarti bahwa tanpa adanya efisiensi struktur modal sebagai variabel mediasi maka kepemilikan asing tidak akan memiliki pengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan pada tabel 9. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Khasawneh & Staytieh (2017) yang mengemukakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh efisiensi struktur modal. Namun hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Yustika (2018) yang mengemukakan hasil yang tidak signifikan bahwa struktur modal tidak dapat menjadi variabel mediasi pada pengaruh

kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan.

Ketika perusahaan membutuhkan penambahan struktur modal dalam menjalankan perusahaan, maka perusahaan dengan kepemilikan asing akan memilih untuk melakukan investasi tambahan ke perusahaan melalui kepemilikan saham. Hal ini dilakukan agar perusahaan tidak dihadapkan pada besarnya biaya bunga yang harus dibayarkan oleh perusahaan. Ketika penambahan modal dikelola dengan baik oleh pihak manajemen perusahaan maka akan menciptakan perusahaan yang lebih profitabel yang akan memaksimalkan kemakmuran semua pihak. Hal ini sejalan dengan yang dikemukakan oleh Fama (1980) bahwa pihak manajemen bersifat secara profesional di mana mereka akan menjalankan perusahaan dengan baik dan pada akhirnya meningkatkan kepercayaan investor. Sejalan juga dengan yang dikemukakan oleh Freeman (1984) bahwa kesejahteraan para pemangku kepentingan pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Akan tetapi, hasil penelitian menunjukkan hal yang sebaliknya.

Seringkali dengan adanya tuntutan untuk mendapatkan imbal hasil dalam bentuk dividen dari para pemegang saham disertai keadaan perusahaan yang tidak likuid membuat pihak manajemen yang seharusnya bertindak profesional dalam mengelola perusahaan, Fama (1980) mengatakan perusahaan harus memilih untuk menambah jumlah modal yang berasal dari ekuitas dalam rangka memenuhi tuntutan para pemegang saham. Hal ini akan menimbulkan penurunan efisiensi struktur modal dikarenakan perusahaan tidak dikelola dengan baik, tambahan modal yang didapatkan bukan untuk mengembangkan perusahaan melainkan untuk memenuhi kepentingan para pemegang saham yang tidak lain merupakan pihak asing yang tidak menghasilkan nilai tambah apapun bagi pihak manajemen dalam mengelola dan menghasilkan kebijakan yang baik dalam rangka menjaga nilai perusahaan sehingga pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan.

Ketidaksignifikanan pengaruh kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan dengan kepemilikan asing mempunyai fokus jangka pendek kepada perusahaan tempat mereka berinvestasi. Hal ini menyebabkan mereka tidak memberikan kontribusi baik berupa pembelajaran maupun teknologi yang dapat memberikan kemampuan tambahan kepada pihak manajemen dan pada akhirnya akan berkontribusi pada proses peningkatan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Sudarno (2014) yang mengemukakan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Khasawneh & Staytiah (2017), dan Choi (2012) mengemukakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

## 5. KESIMPULAN

Berdasarkan analisis data dan pengujian data serta pembahasan hasil penelitian yang telah dibahas sebelumnya maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Kepemilikan keluarga memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap efisiensi struktur modal. Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga cenderung menurunkan efisiensi struktur modal perusahaan.
2. Kepemilikan asing memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap efisiensi struktur modal. Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan asing cenderung menurunkan efisiensi struktur modal perusahaan.
3. Efisiensi struktur modal memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa efisiensi struktur modal yang meningkat akan dapat meningkatkan nilai perusahaan.
4. Kepemilikan keluarga memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga yang meningkat akan menurunkan nilai perusahaan.
5. Kepemilikan asing memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga yang meningkat akan menurunkan nilai perusahaan.
6. Efisiensi struktur modal berperan dalam memediasi kepemilikan keluarga terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan keluarga harus mengundang pihak lain agar dapat membantu pihak manajemen dalam mencapai efisiensi struktur modal.
7. Efisiensi struktur modal berperan dalam memediasi kepemilikan asing terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan asing harus menjaga tingkat kepemilikan mereka agar tidak menciptakan ketidaksesuaian tujuan dengan para pendiri perusahaan agar dapat membantu pihak manajemen dalam mencapai efisiensi struktur modal.

Implikasi teoretis dalam penelitian ini mempertegas bahwa keunikan hubungan keagenan dan prinsipal terlihat pada pengelolaan yang tidak dapat dipisahkan sehingga konteks keefisienan dilihat pada keberhasilan dalam menjalankan pendelegasian wewenang serta kemampuan yang dimiliki manajemen. Ketika pendelegasian wewenang dapat dijalankan dengan baik, maka pengelolaan dalam segala aspek termasuk struktur modal dapat mencapai efisiensi yang dapat menurunkan risiko perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan didukung oleh terciptanya *stakeholder* manajemen. Adapun implikasi praktis agar perusahaan dapat mengetahui perlunya memerhatikan efisiensi struktur modal dalam kaitannya dengan struktur kepemilikan dalam menciptakan nilai perusahaan. Pencapaian efisiensi struktur modal akan memberikan prospek yang bagus mengenai masa depan perusahaan sehingga hal ini akan menaikkan harga saham perusahaan yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. Bagi investor, hasil penelitian ini dapat menjadi acuan bagi investor ketika melakukan investasi sehingga dalam menentukan perusahaan yang dipilih investor akan terlebih dahulu memperhatikan tingkat kepemilikan baik keluarga maupun asing dan memprediksikan kecenderungan efisiensi struktur modal perusahaan berdasarkan

hasil penelitian ini bagi perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai bagian dalam proses penciptaan nilai jangka panjang perusahaan. Bagi regulator, dengan adanya hasil penelitian ini dapat dijadikan bahan pertimbangan untuk semakin memberikan perlindungan hukum kepada para investor hal ini dikarenakan seringkali terjadi ketidaksesuaian tujuan dengan pihak pengendali sehingga dalam pengambilan keputusan cenderung merugikan para investor.

Terdapat pula keterbatasan dalam penelitian ini yakni belum digunakannya variabel kontrol yang menyebabkan adanya kesenjangan antara perusahaan besar dan kecil. Masih belum terdapat referensi banyak penelitian yang membahas secara mendetail mengenai efisiensi struktur modal. Penelitian ini hanya menggunakan periode 2016-2018 dalam melakukan penelitian diakibatkan kekurangan sumber data yang tersedia. Berdasarkan keterbatasan yang telah dijabarkan, maka penelitian selanjutnya dapat melakukan rekomendasi yaitu menambah variabel kontrol untuk mengurangi kesenjangan antara perusahaan kecil dan besar. Kemudian penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan untuk menggunakan kepemilikan pemerintah sebagai bahan penelitian, hal ini dikarenakan pada perusahaan dengan kepemilikan pemerintah seringkali terjadi inefisiensi struktur modal yang pada akhirnya merugikan para pemangku kepentingan.

## DAFTAR PUSTAKA

### Jurnal/Buku:

- Anderson, R. C., & Reeb, D. (2003). *Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage. The Journal of Law and Economics*, 46(2), 653-684.
- Astuti, A. D., & Muna, A., (2017). Pengaruh Kepemilikan Keluarga dan Efektivitas Dewan Komisaris terhadap nilai perusahaan yang tergabung dalam LQ 45 tahun 2012-2013. *Jurnal Riset Keuangan dan Akuntansi*, 3 (1), 17-28.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property. Commerce Clearing House.*
- Bokpin, G. A., & Arko, A. C. (2009). *Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms: Empirical evidence from Ghana. Studies in Economics and Finance*, 26 (4), 246-256.
- Driffield, N., Mahambare, V., & Pal, S. (2007). *How does ownership structure affect capital structure and firm value? Recent evidence from East Asia 1. Economics of Transition*, 15 (3), 535-573.
- Fama, F. E. (1980). *Agency Problems and the Theory of the Firm. Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Gama, A. P., & Galvao, J. M. (2012). *Performance, valuation and capital structure: Survey of family firms. Corporate Governance International Journal of Business in Society*, 12(2). doi: 10.1108/14720701211214089
- Hasnawati, S., & Sawir, A. (2015). Keputusan Keuangan, Ukuran Perusahaan, Struktur Kepemilikan, dan Nilai Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 17 (1), 65-75. <https://doi.org/10.9744/jmk.17.1.65-75>
- Keasey, K. (2015). *Young family firms: Financing decisions and the willingness to dilute control. Journal of Corporate Finance*, 34, 47-63. Doi [doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.07.014](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.07.014)
- Khasawneh, A., & Staytieh, K. (2017). *Impact of foreign ownership on capital structure and firm value in emerging market: case of Amman Stock Exchange listed firms. Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 35-64. doi:<https://doi.org/10.1504/AAJFA.2017.082928>
- Latrous, I., & Trabelsi, S. (2012). *Do family firms use more or less debt? International Journal of Corporate Governance*, 3(2), 182-209. doi:<https://doi.org/10.1504/IJCG.2012.051861>



...PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN...  
[F. WUISAN, E. LIMBUNAN, O. PASOLORAN, C. THANAMAL]

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*. *NBER WORKING PAPER SERIES* (1396), 1-61.

Sudana, I. M. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Prkatik*. Jakarta: Erlangga.

**Internet:**

[www.market.bisnis.com](http://www.market.bisnis.com)