

# KONTRIBUSI EFEKTIVITAS KEUANGAN DALAM STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN IMPLIKASINYA PADA NILAI PERUSAHAAN

**Jeudi Agustina Taman Parulian Sianturi<sup>1</sup>, Diana Hasyim<sup>2</sup>,  
Rasmulia Sembiring<sup>3</sup>, Marlyna Infryanty Hutapea<sup>3</sup>, Dianty Putri Purba<sup>4</sup>**

<sup>1</sup>Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi (STIE) ITMI, Medan, Indonesia

<sup>2</sup>Universitas Negeri Medan, Sumatera Utara, Indonesia

<sup>3</sup>Universitas Methodist Indonesia, Medan, Indonesia

<sup>4</sup>Universitas Prima Indonesia, Medan, Indonesia

Email: [jeudisianturi@yahoo.co.id](mailto:jeudisianturi@yahoo.co.id)

DOI: <https://doi.org/10.46880/methoda.Vol10No3.pp153-165>

## ABSTRAK

Studi ini bertujuan untuk menguji kontribusi efektivitas keuangan dalam memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia untuk periode waktu mulai dari 2010-2017 dengan mengacu pada kriteria sampel yang telah ditetapkan. Setelah dilakukan pengujian secara empiris dengan menggunakan SEM-PLS (WarpPls 5.0) maka diperoleh beberapa temuan, dimana salah satu temuan mengungkapkan bahwa efektivitas keuangan (ROA) memediasi pengaruh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) terhadap nilai perusahaan (tobin q). Dengan demikian hasil empiris yang diperoleh memberikan kontribusi terhadap teori agensi dan memperluas literatur GCG (*good corporate governance*).

**Kata Kunci:** *Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Nilai Perusahaan*

## PENDAHULUAN

Nilai perusahaan ditentukan oleh berbagai faktor. Salah satunya adalah efektivitas keuangan. Melalui efektivitas ini akan terlihat apakah keadaan suatu perusahaan itu sehat atau tidak. Selain itu, menjadi salah satu dasar penilaian bagi para investor dalam memutuskan akan berinvestasi atau tidaknya pada perusahaan tersebut.

Efektivitas keuangan merupakan output dari tindakan dan kebijakan yang diambil oleh sang pengambil keputusan sehingga manajer sebagai agen dari pemilik perusahaan sudah seharusnya mempertimbangkan kepentingan dari

pemegang saham dalam membuat keputusan yang menyangkut peningkatan nilai perusahaan. Namun terkadang keputusan yang dibuat justru cenderung mendasarkan pada kepentingan manajer sendiri. Situasi ini menimbulkan suatu konflik yang dikenal dengan konflik agensi. Jika tidak segera diatasi maka tujuan perusahaan dalam memaksimalkan nilai perusahaan tidak akan terwujud.

Dalam rangka meminimalkan konflik agensi, maka perlu adanya sistem pengawasan yang dikenal dengan GCG (*good corporate governance*). Adapun sistem ini terdiri dari tiga unsur yaitu prinsip, mekanisme dan struktur. Dari ketiga unsur

tersebut, mekanisme merupakan komponen yang dapat diterapkan untuk mengurangi konflik keagenan. Melalui penerapan mekanisme GCG diharapkan kepentingan pemegang saham dan manajer menjadi selaras dan agen akan semakin bertindak lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan atau kebijakan dengan adanya pengawasan dari kepemilikan institusional. Kedua mekanisme tersebut diharapkan dapat memberikan dan menciptakan nilai tambah bagi perusahaan.

Studi ini menggambarkan dan membuat proposisi profitabilitas sebagai proksi dari efektivitas keuangan dalam meningkatkan pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan (Wajeetongratana, Sriyakul, & Jermisittiparsert, 2019). Oleh karena itu, makalah ini akan dibagi menjadi 5 bagian, dimana bagian yang pertama berisi suatu pendahuluan. Bagian kedua berisi tentang tinjauan pustaka dan pengembangan hipotesis. Bagian ketiga merupakan metode penelitian. Bagian keempat merupakan hasil empiris. Bagian kelima merupakan kesimpulan.

## **LITERATUR REVIEW DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan**

Teori agensi merupakan turunan dari teori ekonomi neoklasik yang menguraikan tentang seorang agen yang dipekerjakan oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan yang dimilikinya (Smith, 1776). Namun ternyata dalam proses pelaksanaannya, agen tersebut tidak bisa diandalkan sepenuhnya untuk memberikan kinerja yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan asumsi yang menyatakan bahwa prinsipal dan agen adalah seseorang yang mempunyai pemikiran rasional dan ekonomis yang

didorong oleh kepentingan pribadi. Selain itu, baik pemegang saham maupun manager memiliki preferensi atas rasa, keyakinan, dan informasi yang tidak sama (Smith, 1776).

Teori agensi kemudian semakin populer ketika mempublikasikan hasil risetnya tentang teori perusahaan. Penelitian tersebut mengintegrasikan unsur-unsur dari teori keagenan, teori hak milik dan teori keuangan untuk mengembangkan teori struktur kepemilikan (Jensen & Meckling, 1976). Hasilnya memperlihatkan bagaimana hubungan keagenan dalam teori agensi merupakan sekumpulan kontrak antara pemilik sumber daya modal dan manajer sebagai pengelola sumber daya tersebut. Selain itu, dampak dari adanya masalah “pemisahan” dan “kontrol” yang menjadi penyebab timbulnya konflik agensi. Untuk mengatasi konflik tersebut, lahirlah konsep biaya agensi sebagai upaya dalam mengurangi konflik agensi.

Biaya agensi terdiri atas *monitoring cost*, *contracting cost* dan *bonding cost* (Jensen dan Meckling, 1976). *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul untuk mengawasi, mengukur, mengamati, dan mengontrol perilaku agen. Salah satu unsur *monitoring* adalah struktur kepemilikan yang terdiri atas kepemilikan manajerial sebagai bentuk *monitoring* internal dan kepemilikan institusional sebagai mekanisme *monitoring* eksternal. Meskipun agen diberikan saham dengan tujuan untuk menyelaraskan kepentingan dengan pemegang saham, tidak menjamin bahwa manajer akan bertindak sesuai atau untuk kepentingan pemegang saham. Hal ini bergantung pada proporsi saham yang dimiliki oleh agen. Terbukti dari studi empiris sebelumnya yang menemukan bahwa ketika prosentase saham manajerial berada pada 0-13% atau di atas dari 50% maka justru memberikan efek yang negatif

bagi kinerja perusahaan (Demsetz dan Lehn, 1985). Hasil ini sejalan dengan penelitian lain yang menemukan adanya hubungan yang tidak linier antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan (Short dan Keasey, 1999). Hasil lainnya menemukan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Rizqia *et al.*, 2013; Putranto dan Elan, 2018). Demikian juga untuk pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan, hasil riset empiris lainnya menemukan pengaruh positif dari kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan (Thanatawee, 2014). Ditemukan pula bahwa mekanisme monitoring eksternal ini akan efektif dalam mengawasi perilaku oportunistik manajerial, ketika proporsi kepemilikan institusional semakin besar (Maug, 1998).

Adanya inkonsistensi hasil penelitian mengindikasikan bahwa *montoring* secara internal saja tidaklah cukup sehingga diperlukan juga mekanisme *monitoring* eksternal melalui kepemilikan institusional. Dengan adanya mekanisme *monitoring* eksternal ini diharapkan agen yang juga sebagai pemilik perusahaan untuk lebih berhati-hati dalam membuat keputusan yang memaksimalkan nilai perusahaan. Berdasarkan kajian teoretis dan studi empiris di atas maka dapat dihipotesiskan:

**Hipotesis 1a:** Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

**Hipotesis 1b:** Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

### **Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Efektivitas Keuangan**

Teori agensi menjabarkan tentang kerangka kerja umum untuk menganalisis

perilaku manajerial. Melalui bentuknya yang sangat sederhana mengusulkan bahwa prinsipal mempekerjakan agen dan mendelegasikan pengelolaan perusahaan kepada agen. Teori ini juga mengasumsikan bahwa agen-prinsipal berupaya memaksimalkan utilitas pribadinya. Prinsipal berkepentingan dalam memaksimalkan nilai perusahaan, sedangkan agen lebih fokus pada laba jangka pendek sesuai dengan masa kerjanya yang tersisa di perusahaan itu daripada pertumbuhan laba jangka panjang yang mengarah pada maksimalisasi kekayaan pemegang saham. Kontradiksi kepentingan melahirkan isu-isu tata kelola.

Isu mengenai tata kelola dalam perspektif keuangan dikemukakan pertama kali dalam teori agensi (Jensen dan Meckling, 1976). Tata kelola perusahaan (*corporate governance*) mencakup proses arah tujuan perusahaan ditetapkan dan dicapai dengan menghubungkannya pada lingkungan sosial, peraturan, dan pasar. Hal ini termasuk memantau tindakan, kebijakan, praktek, keputusan perusahaan, agennya, dan pemangku kepentingan yang juga ikut terkena dampak. Jadi praktek tata kelola ini dapat dilihat sebagai upaya untuk menyelaraskan kepentingan.

Konsep *good corporate governance* (GCG) pada dasarnya ditujukan untuk mengurangi konflik kepentingan yang terjadi antara prinsipal dan agen. Salah satu unsur GCG yang dapat mengurangi konflik tersebut adalah mekanisme internal dan eksternal (Kuo *et al.*, 2011). Kedua mekanisme merujuk pada struktur kepemilikan. Untuk mekanisme internal diprosikan oleh kepemilikan manajerial dan untuk mekanisme eksternal diwakili oleh kepemilikan institusional. Dengan adanya pengawasan yang dilakukan oleh kepemilikan institusional, diharapkan

manajer yang juga sebagai pemegang saham akan dapat mengurangi tindakan oportunistiknya dan akan berhati-hati dalam membuat keputusan ataupun kebijakan yang dapat meningkatkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Riset empiris sebelumnya (Gugong *et al.*, 2014) membuktikan bahwa struktur kepemilikan yang diproksikan oleh kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap efektivitas keuangan yang diproksikan oleh profitabilitas (ROA). Di lain pihak, riset empiris lainnya (Gugong *et al.*, 2014) menemukan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap efektivitas keuangan yang diproksikan oleh profitabilitas (ROA). Berdasarkan tinjauan literatur dan riset empiris di atas maka dapat dihipotesiskan:

**Hipotesis 2a:** Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap efektivitas keuangan

**Hipotesis 2b:** Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap efektivitas keuangan

### **Pengaruh Efektivitas Keuangan terhadap Nilai Perusahaan**

Teori *signalling* pertama kali dikembangkan oleh Spence (1973) untuk menjelaskan perilaku di pasar tenaga kerja. Teori ini menguraikan perilaku dua pihak ketika mengakses informasi yang berbeda. Teori sinyal menjelaskan tindakan yang diambil oleh pemberi sinyal untuk mempengaruhi perilaku penerima sinyal. Teori ini juga dapat menjelaskan bagaimana efektivitas keuangan yang diukur oleh profitabilitas (ROA) dapat memberikan sinyal kepada investor terkait prospek perusahaan, sehingga investor tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan yang pada

akhirnya dapat memberikan nilai tambah bagi nilai perusahaan.

Pandangan teoretis di atas, dijustifikasi oleh riset empiris sebelumnya yang membuktikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, selain itu ditekankan bahwa ROA merupakan faktor penentu utama dalam menjelaskan nilai perusahaan (Asiri dan Hameed, 2014). Berdasarkan tinjauan literatur dan riset empiris di atas maka dapat dihipotesiskan.

**Hipotesis 3:** Efektivitas keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

### **Efektivitas Keuangan Memediasi Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan**

Teori agensi menjabarkan bahwa dengan adanya pemisahan kepemilikan dan kontrol memicu terjadinya konflik antara prinsipal dan agen. Untuk memitigasi konflik, mekanisme *corporate governance* diterapkan dalam tujuan menyelaraskan kepentingan agen dan prinsipal. Salah satu bentuk mekanisme tersebut adalah struktur kepemilikan yang diproksikan oleh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Kepemilikan manajerial berperan sebagai mekanisme internal, sedangkan kepemilikan institusional berperan sebagai mekanisme eksternal.

Kepentingan yang selaras antara agen dan prinsipal akan berdampak pada semakin efektifnya keuangan perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Riset empiris sebelumnya (Gugong *et al.*, 2014) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap efektivitas keuangan yang diproksikan oleh profitabilitas (ROA).

Di lain pihak, riset empiris lainnya (Gill dan Obradovich, 2012) membuktikan terdapat pengaruh positif dari efektivitas keuangan (profitabilitas) terhadap nilai perusahaan (tobin's q). Hasil-hasil empiris ini mengindikasikan bahwa terdapat hubungan berjenjang (tidak langsung) antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan melalui efektivitas keuangan yang diproksikan oleh profitabilitas (ROA).

Sejalan dengan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional juga berpengaruh positif terhadap efektivitas keuangan dan pada akhirnya juga akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan oleh riset empiris sebelumnya (Gugong *et al.*, 2014) yang menemukan pengaruh positif dari kepemilikan institusional terhadap efektivitas keuangan (yang diproksikan oleh ROA). Di sisi lain, riset empiris lainnya (Gill dan Obradovich, 2012) memperoleh hasil bahwa terdapat pengaruh positif dari efektivitas keuangan (ROA) terhadap nilai

perusahaan (tobin's q). Hasil-hasil empiris ini mengindikasikan adanya hubungan berjenjang atau tidak langsung antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan melalui efektivitas keuangan yang diproksikan oleh profitabilitas (ROA).

Berdasarkan tinjauan literatur dan uraian di atas maka dapat dihipotesiskan:

**Hipotesis 4a:** Efektivitas keuangan memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

**Hipotesis 4b:** Efektivitas keuangan memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan tinjauan literatur dan pengembangan hipotesis di atas maka dapat disusun suatu model teoretis seperti yang terlihat pada gambar 1 berikut ini:



**Gambar 1.** Model Teoritis

## METODOLOGI

### Data Sampel Penelitian

Sampel pada penelitian ini terdiri dari 51 perusahaan manufaktur yang telah tercatat di Bursa Efek Indonesia dengan periode waktu 2010-2017. Sampel yang terpilih dilakukan melalui tehnik *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: 1) perusahaan yang secara rutin menyajikan dan mempublikasikan laporan keuangan dan laporan tahunan secara berturut-turut mulai dari tahun 2010 sampai dengan 2017; 2) perusahaan yang memiliki informasi yang relevan dengan variabel yang akan diteliti

pada laporan keuangan tahunan, seperti: prosentase kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, efektivitas keuangan (profitabilitas), dan nilai perusahaan secara lengkap dan terperinci; 3) Perusahaan tersebut memiliki informasi tentang pengukuran variabel yang akan diteliti pada *annual report* dan *financial report* untuk tahun 2010 hingga 2017.

Bentuk data yang digunakan dalam riset ini berupa data panel yaitu gabungan antara data *times series* (periode waktu) dan data *cross section* (beberapa perusahaan yang telah dipilih menjadi sampel). Sumber data

diperoleh dari Institut Pasar Modal Indonesia.

Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah dokumentasi, dimana setelah dilakukan teknik *purposive sampling* terdapat 51 perusahaan yang tergolong dalam sektor industri manufaktur dengan periode waktu mulai dari tahun 2010 hingga 2017 (8 tahun). Hal ini berarti total pengamatan untuk penelitian ini adalah sebanyak 408 yang diperoleh dari hasil perkalian antara periode waktu (8) dan jumlah perusahaan (51).

### **Pengukuran Variabel**

#### **Variabel Dependen**

Nilai perusahaan pada penelitian ini berperan sebagai variabel dependen, yang diukur berbasis nilai pasar yaitu tobin's q (Nguyen *et al.*, 2015). Tobin's q merupakan perhitungan nilai pasar saham ditambah dengan total nilai hutang dibagi dengan total aset.

#### **Variabel Mediator**

Variabel mediasi dalam riset ini adalah efektivitas keuangan yang diproksikan oleh profitabilitas (ROA). Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang dapat dihitung dengan cara membandingkan laba setelah pajak (EAT) dan total aset (Gugong *et al.*, 2014)

#### **Variabel Independen**

Struktur kepemilikan dalam penelitian ini berperan sebagai variabel independen. Struktur kepemilikan diproksikan oleh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional (Gugong *et al.*, 2014). Kepemilikan manajerial sebagai mekanisme internal dan kepemilikan institusional sebagai mekanisme eksternalnya. Kepemilikan manajerial merupakan jumlah

kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dibagi dengan total saham beredar (Ruan *et al.*, 2011). Demikian juga untuk kepemilikan institusional diperoleh dengan membagikan jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi dengan total saham beredar (Agrawal dan Knoeber, 1996).

#### **Model Analisis**

Riset ini menggunakan teknik analisis SEM-PLS dalam proses pengujian datanya. Adapun *software* yang digunakan adalah WarpPLS 5.0. Untuk menguji hipotesis yang telah dikembangkan dalam penelitian ini maka secara matematis model empiris dari riset ini dapat ditulis sebagai berikut:

$$ROA_{it} = \alpha_1 + \beta_1 MO_{it} + \beta_2 IO_{it} + e_1 \quad (1)$$

$$\text{Tobin } q = \alpha_2 + \beta_3 MO_{it} + \beta_4 IO_{it} + \beta_5 ROA_{it} + e_2 \quad (2)$$

#### **Hasil Empiris**

Untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini, digunakan analisis *Structural Equation Modelling* (SEM) yang berbasis varian atau *Partial Least Squares* (PLS) dan programnya adalah WarpPLS versi 5.0. Alasan mendasar menggunakan teknik analisis ini adalah terkait dengan tujuannya yang bersifat eksplorasi, asumsi distribusi data yang relatif lebih longgar, dan kemampuan menguji hubungan antar variabel yang menggambarkan fenomena sosial, keperilakuan dan bahkan alam yang sifatnya nonlinier (Sholihin dan Ratmono, 2013).

Tahapan analisis SEM-PLS setidaknya harus melalui lima tahapan yaitu: konseptualisasi model, penentuan model analisis algoritma, penentuan metode *resampling*, menggambar diagram jalur, dan evaluasi model (Latan dan Ghozali, 2017).

Konseptualisasi model mendefinisikan secara konseptual konstruk yang diteliti dan menentukan dimensionalitas untuk masing-masing konstruk serta indikator pembentuk

konstruk laten harus ditentukan akan berbentuk formatif, reflektif atau kombinasi keduanya. Kemudian menentukan arah kausalitas antar konstruk berdasarkan hubungan yang telah dihipotesiskan.

Penentuan model analisis algoritma akan dilakukan untuk mengestimasi model. Dalam SEM-PLS terdapat dua pengaturan algorithm yang harus dilakukan sebelum analisis yaitu *outer model* dan *inner model* (Kock, 2012). Penelitian ini menggunakan PLS *Regression* untuk *outer model* karena memiliki keunggulan dalam menangani kolinieritas data (Latan dan Ghozali, 2017). Sementara untuk *inner model* menggunakan *warp 3 algorithm* yang secara *default* memang digunakan dalam *software* ini.

Algorithm ini mengidentifikasi hubungan antar variabel laten yang didefinisikan dari fungsi *derivative U-curve*. Penentuan metode resampling dilakukan untuk mengetahui nilai signifikansi dari estimasi model PLS. Adapun metode yang digunakan adalah *stable* yang merupakan *default* metode *resampling* pada program WarpPLS 5.0. Pilihan *stable* diambil untuk menghasilkan standard error dengan nilai kecil yang relatif sama dengan hasil yang “*fair*”.

Menggambar diagram jalur dari model yang akan diestimasi dengan menggunakan

prosedur *nomogram reticular action modelling* (RAM) dengan ketentuan yang telah diatur (Falk dan Miller, 1992). Tahap kelima yaitu evaluasi model. Pada tahap ini model siap untuk diestimasi dan dievaluasi hasilnya secara keseluruhan. Adapun tahapannya ada dua yaitu evaluasi model pengukuran dan evaluasi model struktural.

Evaluasi model pengukuran dilakukan untuk menilai reliabilitas dan validitas indikator pembentuk konstruk laten. Sementara evaluasi model struktural bertujuan untuk memprediksi hubungan antara variabel laten dengan melihat seberapa banyak varians yang dapat dijelaskan dan mengetahui signifikansi *p-value* (Latan dan Ghozali, 2017). Namun dalam penelitian ini, tidak dilakukan evaluasi model pengukuran karena variabel yang digunakan adalah variabel manifest. Oleh karena itu, tidak perlu menilai reliabilitas dan validitas pengukuran konstruk.

Setelah lima tahap di atas dilakukan maka akan dilanjutkan dengan mengevaluasi *goodness of fit* (GoF) dari model penelitian ini. Kemudian barulah dapat dilakukan pengujian model struktural utama. Adapun output *goodness of fit* (GoF) dari model penelitian ini dapat dilihat tabel 1 berikut ini:

**Tabel 1.** Goodnes of Fit Model Struktural (Kinerja Perusahaan = ROA)

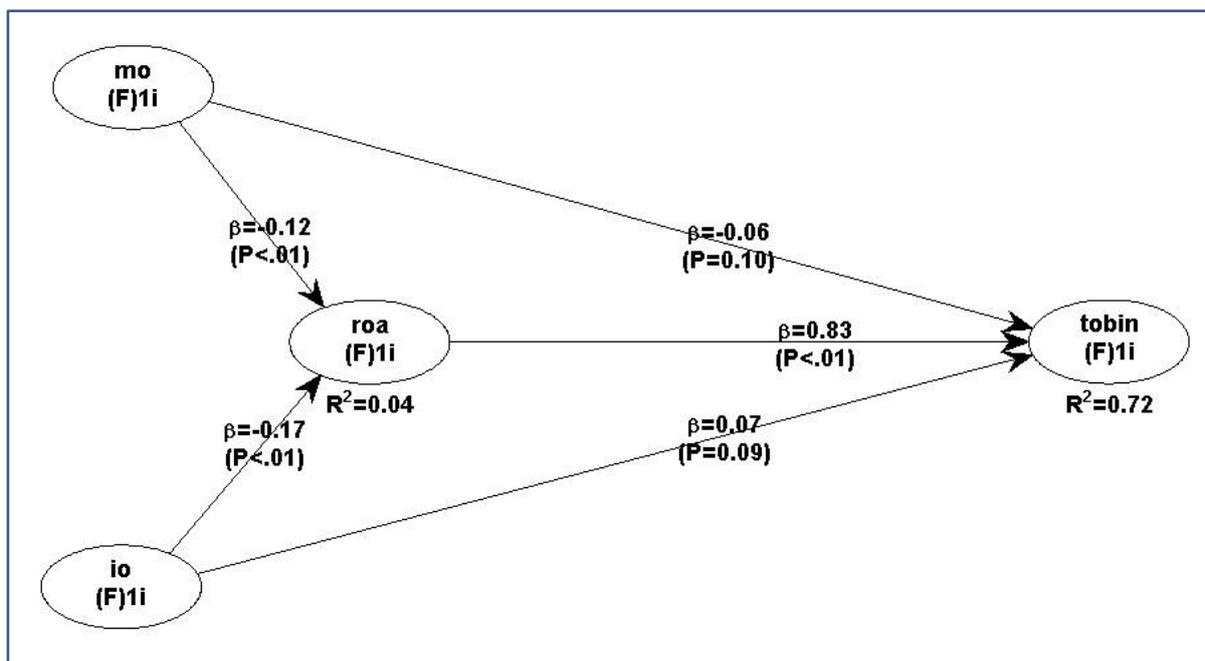
Kriteria	Parameter
Average path coefficient (APC)	0.249***
Average R-squared (ARS)	0.384***
Average adjusted R-squared (AARS)	0.381***
Average block VIF (AVIF)	1.040
Average full collinearity VIF (AFVIF)	1.328
Tenenhaus GoF (GoF)	0.620
Sympson's paradox ratio (SPR)	1.000
R-squared contribution ratio (RSCR)	1.000
Statistical suppression ratio (SSR)	1.000
Nonlinear bivariate causality direction ratio (NLBCDR)	0.900

\*\*\*, \*\*, \* denotes significance levels at 0.001, 0.05 and 0.1, respectively.

Berdasarkan tabel 1 di atas maka dapat dilihat model penelitian ini mempunyai fit yang baik, dimana *p-value* untuk APC, ARS dan dan AAR < 0.001 dengan nilai APC = 0.249, nilai ARS = 0.384, dan nilai AARS = 0.381. Demikian juga dengan nilai AVIF dan AFVIF yang dihasilkan yaitu < 3.3, yang berarti tidak ada masalah multikolinieritas antar indikator dan antar variabel eksogen. GoF yang dihasilkan yaitu 0.620 > 0.36 menunjukkan fit model yang sangat baik karena tergolong dalam kategori besar. SPR dan RSCR tergolong ideal karena memiliki nilai 1.000, SSR dapat diterima karena

memiliki nilai lebih dari 0.7 yaitu sebesar 1.000, dan NLBCDR menghasilkan nilai yang dapat diterima karena menghasilkan nilai sebesar 0.9000. Keempat kriteria SPR, RSCR, SSR dan NLBCDR menunjukkan tidak adanya masalah kausalitas di dalam model (Latan dan Ghazali, 2017).

Kemudian untuk pengujian model struktural utama yang juga merupakan pengujian hipotesis dan sekaligus merupakan model empiris dari penelitian ini dapat dilihat pada gambar 2 berikut ini:



**Gambar 2.** Model Pengujian Hipotesis

Selanjutnya untuk melihat hasil estimasi hubungan antar konstruk serta besarnya

*variance* dan *effect size* dapat dilihat pada tabel 2 berikut ini:

**Tabel 2.** Hasil Pengujian Model Struktural

Description Path	Path Coefficient	R <sup>2</sup>	Q <sup>2</sup>	Effect Size	Standar Error
MO → ROA	-0.121**	0.039	0.046	0.015	0.049
IO → ROA	-0.166***			0.028	0.048
MO → Tobinq	-0.063*			0.012	0.049
IO → Tobinq	0.067*			0.013	0.049
ROA → Tobinq	0.829***	0.723	0.650	0.700	0.044

\*\*\*, \*\*, \* denotes significance levels at 0.001, 0.05 and 0.1, respectively

All estimates influence between variables with a robust standard error.

Source: secondary data in though

Berdasarkan tabel 2 di atas, terlihat nilai *adjusted R-squared* ( $R^2$ ) yang dihasilkan oleh ROA adalah 0.039. Nilai ini termasuk dalam kategori kecil ( $\leq 0.25$ ) dan menunjukkan variasi yang bisa dijelaskan oleh variabel independen sebesar 3.9%. Selanjutnya nilai *adjusted R-squared* ( $R^2$ ) yang dihasilkan oleh tobin's q sebesar 0.723. Ini berarti termasuk dalam kategori kuat ( $\leq 0.70$ ) dan menunjukkan variasi yang dapat dijelaskan oleh variabel independen dan mediasi sebesar 72.3%.

Nilai Q-squared yang dihasilkan untuk ROA dan Tobin's q adalah  $0.046 > 0$  dan  $0.650 > 0$  yang berarti model memiliki validitas prediktif. *Effect size* dari variabel kepemilikan manajerial (MO) dengan Tobin's q menghasilkan 0.012. Mengacu pada tiga kategori *effect size* (Hair *et al.*, 2013; Kock, 2013) yaitu lemah (0.02), medium (0.15), dan besar (0.35) maka kepemilikan manajerial tergolong memberikan *effect size* yang lemah terhadap tobin's q. Demikian juga dengan kepemilikan institusional (IO) memberikan *effect size* yang lemah terhadap tobin's q. Sementara nilai dari ROA terhadap *effect size* Tobin's q sebesar 0.700 merupakan nilai yang terbesar dari variabel lainnya sehingga dapat dinyatakan bahwa secara empiris efektivitas keuangan (ROA) memiliki peran penting dalam menentukan nilai perusahaan (tobin's q).

Hasil estimasi hubungan antara konstruk di atas menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial (MO) berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (tobin's q) dengan nilai koefisien jalurnya sebesar 0.063. Hasil ini menolak hipotesis 1a. Dengan demikian, temuan ini mendukung hasil riset empiris sebelumnya yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif

terhadap nilai perusahaan ketika kepemilikan manajerial tidak mencapai 18% atau di atas 64% (Ruan *et al.*, 2011).

Hasil estimasi hubungan antar konstruk untuk variabel kepemilikan institusional menunjukkan pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan (Tobin's q) dengan nilai koefisien jalur sebesar 0.067. Hasil ini mendukung hipotesis 1b sehingga sejalan dengan hasil riset empiris yang menyatakan kepemilikan institusional (IO) berpengaruh positif terhadap tobin's q (Thanatawee, 2014).

Hasil estimasi hubungan antar konstruk untuk variabel kepemilikan manajerial (MO) terhadap efektivitas keuangan (ROA) menunjukkan pengaruh yang negatif dengan nilai koefisien jalur sebesar 0.121. Hasil ini menolak hipotesis 2a. Dengan demikian, temuan ini mendukung hasil riset empiris sebelumnya (Saidu dan Gidado, 2018) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial (MO) berpengaruh negatif terhadap efektivitas keuangan (ROA).

Hasil estimasi hubungan antar konstruk untuk variabel kepemilikan institusional (IO) terhadap efektivitas keuangan (ROA) menunjukkan pengaruh yang negatif dengan nilai koefisien jalur sebesar 0.166. Hasil ini menolak hipotesis 2b sehingga temuan ini mendukung riset empiris sebelumnya (Lusi dan Agoes, 2019) yang menyatakan kepemilikan institusional (IO) berpengaruh negatif terhadap efektivitas keuangan (ROA).

Hasil estimasi hubungan antar konstruk untuk variabel efektivitas keuangan terhadap nilai perusahaan (tobin's q) menunjukkan pengaruh yang positif dengan nilai koefisien jalur sebesar 0.829. Hasil ini mendukung hipotesis 3 sehingga sejalan dengan riset empiris sebelumnya (Tahu dan Susilo, 2017) yang menyatakan efektivitas keuangan

(ROA) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (tobin's q).

Selanjutnya untuk menguji hipotesis 4 maka perlu dilakukan pengujian mediasi untuk membuktikan apakah efektivitas keuangan (ROA) memediasi pengaruh struktur kepemilikan yang diproksikan oleh kepemilikan manajerial (MO) dan kepemilikan institusional (IO) terhadap nilai perusahaan (tobin's q). Untuk itu, pengujian mediasi pada penelitian ini menggunakan metode VAF (*variance accounted for*). Hal ini mengacu pada pendapat Hair et al. (2013) yang menyatakan bahwa metode VAF dipandang lebih sesuai dan tepat dari metode lainnya untuk menguji mediasi dalam SEM-PLS.

Prosedur pengujian mediasi dengan metode ini terdiri dari 3 tahapan, yaitu: **pertama**, menguji pengaruh langsung variabel eksogen terhadap variabel endogen tanpa memasukkan variabel mediasi; **kedua**, jika pengaruh langsung variabel eksogen

terhadap variabel endogen adalah signifikan maka dapat dilanjutkan dengan menguji pengaruh tidak langsung variabel eksogen terhadap variabel endogen dengan memasukkan variabel mediasi; **ketiga**, jika pengaruh tidak langsung dari variabel eksogen terhadap variabel endogen adalah signifikan maka langkah selanjutnya adalah menghitung besarnya nilai VAF untuk menentukan efek mediasi dengan kriteria sebagai berikut: a)  $VAF > 80\%$  berarti memediasi penuh (*full mediation*); b)  $20\% \leq VAF \leq 80\%$  berarti memediasi sebagian (*partial mediation*); c)  $VAF < 20\%$  berarti tidak ada efek mediasi.

VAF dapat dihitung dengan cara membagi *indirect effect* dengan *total effects*. Untuk mengetahui seberapa besar nilai *indirect effect* dan *total effect* serta koefisien signifikansi dapat dilihat pada hasil *output indirect* dan *total effect*, sebagaimana terangkum pada tabel 3 berikut ini.

**Tabel 3.** Output Indirect, Total Effect dan P-value

Indirect effects for paths with 2 segments				
	mo	io	tobin	roa
Mo				
Io				
Tobin	-0.100	-0.137		
Roa				
P values of indirect effects for paths with 2 segments				
	mo	io	tobin	roa
Mo				
Io				
Tobin	0.002	<0.001		
roa				
Total effects				
	mo	io	tobin	roa
Mo				
Io				
Tobin	-0.163	-0.071		0.829
roa	-0.121	-0.166		
P values for total effects				

	mo	io	tobin	roa
Mo				
Io				
Tobin	<0.001	0.075		<0.001
roa	0.007	<0.001		

Mengacu pada tabel 3 di atas maka dapat dihitung VAF pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui efektivitas

keuangan sebagai pemediasi seperti yang terlihat pada tabel 4 berikut ini:

**Tabel 4.** Perhitungan VAF untuk Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan melalui Efektivitas Keuangan sebagai Variabel Mediasi

ROA sebagai Pemediasi untuk MO terhadap Tobin's q		ROA sebagai Pemediasi untuk IO terhadap Tobin's q	
Indirect effect	-0.100	Indirect effect	-0.137
Total Effect	-0.121	Total effect	-0.166
VAF (Indirect effect/total effect)	0.826	VAF (indirect effect/total effect)	0.825

Berdasarkan tabel 4 di atas maka dapat dilihat nilai VAF sebesar 0.826 atau 82.6% dari ROA sebagai pemediasi untuk MO terhadap Tobin's q mengindikasikan bahwa efektivitas keuangan dapat memediasi secara penuh (VAF > 80%) pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Demikian juga, ROA sebagai pemediasi untuk IO terhadap Tobin's q tergolong dalam full mediasi yang ditunjukkan dari nilai VAF-nya sebesar 0.825 atau 82.5%. Secara keseluruhan hasil VAF ini menunjukkan efektivitas keuangan memediasi penuh pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Artinya, pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan akan lebih besar jika merupakan pengaruh tidak langsung daripada pengaruh langsung. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional mampu meningkatkan nilai perusahaan melalui maksimalisasi efektivitas keuangan perusahaan.

## KESIMPULAN

Studi ini bertujuan untuk menguji secara empiris kontribusi dari efektivitas keuangan dalam memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa efektivitas keuangan memediasi penuh pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan insitutisonal terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional akan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan meningkatkan efektivitas keuangan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A., dan C. R. Knoeber. 1996. "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders". *Journal of Financial and Quantitative analysis*, Vol. 31, No. 3, hlm: 377-397.
- Asiri, B. K., dan S. A. Hameed. 2014. "Financial ratios and firm's value in the Bahrain Bourse". *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 5, No. 7, hlm: 1-9.

- Demsetz, H., dan K. Lehn. 1985. "The structure of corporate ownership: Causes and consequences". *Journal of political economy*, Vol. 93, No. 6, hlm: 1155-1177.
- Falk, R., dan N. Miller. 1992. "A primer for soft modelling. Ed". *Univ of Akron Pr, Akron, Ohio*, Vol., No., hlm.
- Gill, A., dan J. Obradovich. 2012. "The impact of corporate governance and financial leverage on the value of American firms". *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol., No. 91, hlm.
- Gugong, B. K., L. O. Arugu, dan K. I. Dandago. 2014. "The impact of ownership structure on the financial performance of listed insurance firms in Nigeria". *International journal of academic research in accounting, finance and management sciences*, Vol. 4, No. 1, hlm: 409-416.
- Hair, J. F., C. M. Ringle, dan M. Sarstedt. 2013. "Partial least squares structural equation modeling: Rigorous applications, better results and higher acceptance". *Long range planning*, Vol. 46, No. 1-2, hlm: 1-12.
- Jensen, M. C., dan W. H. Meckling. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No., hlm: 305-360.
- Kock, N. 2012. "WarpPLS 5.0 user manual". *Laredo, TX: ScriptWarp Systems*, Vol., No., hlm.
- . 2013. "Using WarpPLS in e-collaboration studies: What if I have only one group and one condition?". *International Journal of e-Collaboration (IJeC)*, Vol. 9, No. 3, hlm: 1-12.
- Kuo, C. C., Y.-Y. Lai, S. Y. Huang, dan C.-J. Fu. 2011. "Internal Corporate Governance Mechanisms: Evidence from Taiwan Electronic Companies". *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 5, No. 4, hlm: 57-74.
- Latan, H., dan I. Ghozali. 2017. *Partial Least Squares: Konsep, Metode dan Aplikasi menggunakan Program WarpPLS 5.0 (Third Edit)*.
- Lusi, D. N. L., dan S. Agoes. 2019. "PENGARUH INSTITUTIONAL OWNERSHIP DAN FIRM SIZE TERHADAP FINANCIAL PERFORMANCE DENGAN EARNING MANAGEMENT SEBAGAI VARIABEL INTERVENING PADA PERUSAHAAN RITEL". *Jurnal Muara Ilmu Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 3, No. 2, hlm: 364-374.
- Maug, E. 1998. "Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?". *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 1, hlm: 65-98.
- Nguyen, T., S. Locke, dan K. Reddy. 2015. "Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter?". *International review of financial analysis*, Vol. 41, No., hlm: 148-161.
- Putranto, P., dan K. Elan. 2018. "Effect of Managerial Ownership and Profitability on Firm Value (Empirical Study on Food and Beverage Industrial Sector Company 2012 to 2015)". *European Journal Bussiness and Management*, Vol. 10, No. 25, hlm: 2018.
- Rizqia, D. A., S. Aisjah, dan Sumiati. 2013. "Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value". *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 4, No. 11, hlm: 120-130.
- Ruan, W., G. Tian, dan S. Ma. 2011. "Managerial ownership, capital structure and firm value: Evidence from China's civilian-run firms". *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol. 5, No. 3, hlm: 73-92.
- Saidu, S. A., dan S. Gidado. 2018. "Managerial Ownership and Financial

- Performance of Listed Manufacturing Firms in Nigeria". *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, Vol. 8, No. 9, hlm: 1227-1243.
- Sholihin, M., dan D. Ratmono. 2013. *Analisis SEM-PLS Dengan WarpPLS 3.0*.
- Short, H., dan K. Keasey. 1999. "Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5, No., hlm: 79-101.
- Smith, A. 1776. "The wealth of nations". *New York: The Modern Library*, Vol., No., hlm.
- Spence, M. 1973. "Job market signaling". *Quarterly Journal of Economics*, Vol., No., hlm: 355-374.
- Tahu, G. P., dan D. D. B. Susilo. 2017. "Effect of Liquidity, Leverage and profitability to The Firm Value (Dividend Policy as Moderating Variable) in Manufacturing Company of Indonesia Stock Exchange". *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 8, No. 18, hlm: 2222-1697.
- Thanatawee, Y. 2014. "Institutional ownership and firm value in Thailand". *Asian Journal of Business and Accounting*, Vol. 7, No. 2, hlm.
- Wajeetongratana, P., T. Sriyakul, dan K. Jermisittiparsert. 2019. "Financial effectiveness, investment efficiency, and quality of financial reporting: Evidence from ASEAN states". *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 8 (8), 334, Vol. 350, No., hlm.