

PENGARUH *MULTIPLE LARGE SHAREHOLDER* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN: STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN *PROPERTY* DAN *REAL ESTATE* TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Annisa Hastriyana¹, Salma Taqwa²

¹Alumni Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Padang

²Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Padang

*Korespondensi: acnisa17@gmail.com

Abstract *This study aims to examine the effect of multiple large shareholder on the firms value. This study is classified as causative research. The population in this study are property and real estate companies listed on the Indonesian Stock Exchange period of 2015 to 2017. By using purposive sampling method, there were 37 companies as the research's sample. Multiple large shareholder variable are measured by the number and percentage of multiple large shareholder. The type of data used is secondary data obtained from www.idx.co.id and used is panel regression analysis. The results of this study indicate that percentage of multiple large shareholder has a negative and significant effect on firms value, and number of multiple large shareholder there is not effect on firms value.*

Keywords : *number of multiple large shareholder; percentage of multiple large shareholder; firms value.*

How to cite (APA 6th style)

Hastriyana, A., & Taqwa, S. (2019). Pengaruh *Multiple Large Shareholder* terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan *Property* dan *Real Estate* Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 1(3), Seri B, 1080-1095.

PENDAHULUAN

Berdirinya suatu perusahaan memiliki tujuan, yaitu untuk mendapatkan pandangan terbaik dari pihak-pihak yang akan menanamkan modalnya. Pandangan terbaik yang menjadi tujuan utama suatu perusahaan akan terlihat dari meningkatnya nilai perusahaan itu sendiri. Nilai perusahaan merupakan persepsi dari para investor yang sering dikaitkan dengan harga saham. Menurut Brigham dan Gapenski (2011) nilai perusahaan yang tinggi merupakan gambaran bahwasanya kemakmuran pemegang saham juga tinggi, maka dari itu nilai perusahaan yang tinggi merupakan keinginan para pemilik perusahaan.

Maury (2005) berpendapat bahwasanya *multiple large shareholder* berpengaruh terhadap naik turunnya nilai perusahaan. Kepemilikan yang dikuasai oleh pemegang saham pengendali akan tergabung pada *multiple large shareholder*. Pemegang saham besar memiliki wewenang dalam rangka pelaksanaan pengawasan terhadap perusahaan. Pemegang saham besar mencakup

pihak-pihak yang persetujuannya diperlukan terhadap keputusan dan kebijakan yang dikeluarkan manajemen perusahaan, hal ini diatur dalam RUU OJK mengenai pemegang saham pengendali atau pemegang saham yang memiliki hak suara mayoritas.

Tata kelola perusahaan akan menjadi gambaran penting bagi *shareholder* sebagai dasar keputusan melakukan investasi. Jiang (2018) menjelaskan kehadiran *shareholder* dalam perusahaan bersifat sebagai pengawas untuk tata kelola perusahaan, agar tujuan jangka panjang dan jangka pendek perusahaan dapat tercapai. *Shareholder* yang tergabung dengan manajemen pada sebuah perusahaan dapat memantau secara langsung jalannya perusahaan tersebut. Koalisi *shareholder* dengan manajemen ini akan menjadi salah satu mekanisme untuk mengurangi konflik kesenjangan tujuan antara manajemen dengan *shareholder*.

Menurut Jamil (2019) manajemen akan memiliki sifat oportunistik terhadap perusahaan yang dikelolanya, yang mana sifat manajemen yang ingin mengambil keuntungan pribadi dari kesempatan yang ada, akan menjadi salah satu hambatan untuk memajukan perusahaan dalam jangka panjang. Asimetri informasi dapat mempengaruhi kinerja manajemen, dimana manajemen akan memanfaatkan perannya sebagai pengelola perusahaan yang lebih mengetahui informasi tentang perusahaan tersebut dibandingkan dengan informasi yang dimiliki oleh *shareholders* (Fosu, 2016). Pengawasan para *shareholder* terhadap manajemen yang memiliki sifat oportunistik ini sangat dibutuhkan, hal ini dilakukan agar manajemen dan *shareholder* tetap dalam satu visi yang sama yaitu untuk memajukan nilai perusahaan.

MLS selaku pemegang saham yang tidak dominan namun cukup (Adelopo, 2019) dapat mengendalikan manajemen perusahaan dengan bebas. *Multiple large shareholder* dilihat melalui dua sisi yaitu jumlah dan persentase kepemilikan *shareholder* yang diungkapkan. Jumlah MLS yang memiliki saham berguna untuk menarik perhatian regulator & sebagai persyaratan hukum untuk mengungkapkan identitas kepemilikan mereka sendiri. Identitas MLS terlihat dari persentase kepemilikan yang diungkapkan oleh perusahaan melalui *annual report*, sebagaimana diatur dalam OJK no 11 tahun 2017 tentang laporan kepemilikan atau perubahan kepemilikan yang harus diungkapkan.

Jumlah *multiple large shareholder* mengindikasikan ukuran MLS yang dimiliki oleh perusahaan (Nisitasari, 2015). Semakin besar MLS yang dimiliki oleh perusahaan, maka pengawasan terhadap kinerja manajemen semakin meningkat. Attig (2009) menjelaskan bahwa dengan adanya jumlah MLS yang dominan untuk mengawasi kinerja manajemen, maka laba yang diungkapkan oleh perusahaan akan semakin informatif. Hal ini menunjukkan bahwasanya laba yang diungkapkan oleh manajemen dapat menjadi dasar pengambilan keputusan oleh calon investor. Semakin banyak investor yang menanamkan modalnya pada perusahaan, maka hal ini menunjukkan tingkat kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut juga semakin meningkat. Menurut Aries (2011) keputusan investasi yang dilakukan oleh calon investor, merupakan salah satu hasil kinerja manajemen, maka dari itu semakin banyak investor menanamkan modalnya pada perusahaan, maka investor semakin percaya terhadap kesejahteraan yang akan diraihinya dimasa yang akan datang.

Persentase *multiple large shareholders* mengindikasikan identitas MLS dalam perusahaan (Nisitasari, 2015). Persentase kepemilikan yang dimiliki oleh MLS akan meningkatkan pengawasan terhadap tata kelola perusahaan. Semakin besar persentase kepemilikan saham oleh MLS maka peran MLS akan semakin dilihat oleh manajemen (Jiang, 2018). Persentase kepemilikan MLS yang besar akan memiliki peluang untuk lebih dekat dalam mengawasi tata kelola perusahaan. Tata kelola perusahaan yang dipantau langsung oleh *shareholders* akan mengurangi sifat oportunistik manajemen terhadap perusahaan itu sendiri.

Tata kelola perusahaan yang baik menggambarkan keadaan yang baik pula dalam perusahaan. Menurut Jiang (2018) manajemen akan mengikuti aturan tata kelola perusahaan yang telah disepakati bersama untuk tujuan perusahaan dalam waktu jangka panjang maupun jangka pendek jika pengawasan terhadap tata kelola perusahaan semakin erat.

Pengawasan para *shareholder* terhadap manajemen membutuhkan satu visi yang sama yaitu untuk memajukan nilai perusahaan. Jika para pemegang saham mayoritas memiliki tujuan yang berbeda, hal ini akan mempengaruhi kinerja manajemen. Manajemen akan mendapatkan celah untuk melakukan berbagai cara guna pengambilan keuntungan pribadi, hal ini akan menyebabkan manajemen dan *shareholder* menghadapi konflik yaitu biasa dikenal sebagai *agency conflict*. *Agency conflict* terjadi antara pemegang saham dan manajer yang kemudian menyebabkan timbulnya biaya *agency* (Noni, 2017). Menurut Jensen dan Meckling (1976), kebijakan perusahaan dapat dipengaruhi oleh proporsi kepemilikan saham yang dikendalikan oleh manajemen. Manajemen akan mendapatkan bagian dalam kepemilikan tergantung sifat interaksi para pemegang saham besar perusahaan, sebagaimana menurut Adelopo (2019) pemegang saham besar akan bertindak dalam koalisi yang adil atau mengikuti persaingan kepemilikan dengan pemegang saham besar lainnya. Menurut Adelopo (2019) jika manajemen yang memiliki kepemilikan dalam jumlah besar, serta turut berkoalisi dengan para *shareholder* dan memiliki saham dengan batas minimal 3% maka *shareholder* tersebut tergabung pada *multiple large shareholder* (MLS).

MLS selaku pemegang saham yang tidak dominan namun cukup (Adelopo, 2019) dapat mengendalikan manajemen perusahaan dengan bebas. *Multiple large shareholder* dilihat melalui dua sisi yaitu jumlah dan persentase kepemilikan *shareholder* yang diungkapkan. Jumlah MLS yang memiliki saham berguna untuk menarik perhatian regulator & sebagai persyaratan hukum untuk mengungkapkan identitas kepemilikan mereka sendiri. Identitas MLS terlihat dari persentase kepemilikan yang diungkapkan oleh perusahaan melalui *annual report*, sebagaimana diatur dalam OJK no 11 tahun 2017 tentang laporan kepemilikan atau perubahan kepemilikan yang harus diungkapkan. Barca dan Becht (2001) dalam Maury (2005) berpendapat bahwasanya kepemilikan biasanya terkonsentrasi ditangan sejumlah kecil pemegang saham besar (mayoritas), maka dari itu munculnya konflik kepemilikan ketika pemegang saham minoritas dirugikan.

Barca dan Becht (2001) dalam Maury (2005) berpendapat bahwasanya kepemilikan biasanya terkonsentrasi ditangan sejumlah kecil pemegang saham besar (mayoritas), maka dari itu munculnya konflik kepemilikan ketika pemegang saham minoritas dirugikan. Berbagai pihak tertarik untuk berebut dalam struktur kepentingan, dikarenakan nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham akan menjadi simbol kesejahteraan mereka, sehingga para pemangku kepentingan dapat melakukan berbagai cara untuk mendapatkan keuntungan diri mereka sendiri. Menurut Adelopo (2019) persaingan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas dapat terjadi dalam koalisi MLS. Oleh sebab itu MLS akan berperan sebagai dewan yang independen dalam menengahi masalah antar pemegang saham.

Penelitian sebelumnya menjelaskan bahwa para pemegang saham besar bersaing untuk menjadi *controller* bagi pemegang saham besar lainnya (Bloch dan Hege, 2001) dan membentuk pengendalian koalisi (Maury, 2005), hal ini membuktikan bahwa pengaruh dari MLS dalam keputusan perusahaan dibatasi. Maury (2005) berpendapat bahwasanya ada alokasi kontrol antara MLS dengan dampaknya terhadap nilai perusahaan. Alokasi kontrol tersebut akan dilihat dari kepemilikan saham besar yang dikuasai oleh *shareholders* yang tergabung dengan kelompok pemegang saham besar (MLS).

Penelitian mengenai MLS telah banyak dilakukan di negara maju, seperti Inggris dan Amerika Serikat. Maury (2005) menjadi salah satu yang melakukan penelitian ini menemukan bahwasanya MLS berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan alokasi kontrol tertentu, dimana meningkatnya nilai perusahaan akan terjadi jika didorong oleh ukuran dan identitas MLS. Pada penelitian Adelopo (2019) menghasilkan semakin besar perbedaan kepemilikan saham yang dimiliki oleh MLS maka semakin tidak independen *shareholder* tersebut. Pada penelitian Jiang (2018) menemukan bahwasanya MLS berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, karena MLS akan meningkatkan kinerja investasi dimasa depan. Pada penelitian Banjarnahor (2013) menghasilkan bahwasanya MLS berpengaruh positif signifikan dalam mengontrol tata kelola perusahaan, sehingga berpengaruh pada keinformatifan laba perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yang pernah dilakukan di berbagai negara, penulis mendapatkan ruang untuk membahas pengaruh MLS terhadap perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia. Penelitian mengenai *multiple large shareholder* belum banyak dilakukan di Indonesia. Sejauh ini penelitian MLS oleh Banjarnahor (2013) yang membahas pengaruh monitoring MLS terhadap keinformatifan laba, dan Nisitasari (2015) mengenai pengaruh MLS terhadap biaya audit.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian yang telah dilakukan oleh Maury (2005) di Finlandia, dimana Negara Finlandia adalah salah satu negara maju terhadap ekonomi industri yang masih tergolong baru di Eropa. Penulis tertarik untuk membahas topik ini di Indonesia karena ingin menguji pengaruh hadirnya MLS pada perusahaan yang berada di negara berkembang seperti negara Indonesia, selain itu negara Indonesia merupakan negara yang sedang merintis dalam memajukan pembangunan infrastruktur.

Peneliti tertarik untuk meneliti pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI, karena perusahaan *property* dan *real estate* merupakan perusahaan yang berkaitan langsung dengan pembangunan infrastruktur yang sedang digalakkan oleh Negara Indonesia, dan bisnis ini berkaitan dengan kepentingan masyarakat. Perusahaan *property* dan *real estate* juga dikenal sebagai suatu bisnis yang kepemilikannya tergolong eksklusif dimana kepemilikannya dimiliki oleh individu perorangan dan berkelompok. Namun pada tahun yang bersangkutan perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI mengalami penurunan pada penjualan sahamnya, sehingga perusahaan *property* dan *real estate* cocok untuk dijadikan objek penelitian.

Berdasarkan pemaparan diatas, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis bagaimana pengaruh kehadiran *multiple large shareholder* (MLS) terhadap nilai perusahaan *real estate* dan *property* yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia, dimulai pada tahun 2015 hingga tahun 2017. Variable independen pada penelitian ini adalah *multiple large shareholder* dengan proksi yang merujuk pada penelitian Nisitasari (2015) yaitu jumlah MLS dan persentase MLS yang dimiliki perusahaan itu sendiri. Variabel dependen pada penelitian ini adalah nilai perusahaan dengan proksi menggunakan unsur utang dan modal perusahaan dari total kekayaan perusahaan (Tobin's Q).

REVIU LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Keagenan

Teori agensi, dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976). Teori agensi menjelaskan dan membenarkan pentingnya mekanisme kontrol dalam perusahaan (Adelopo, 2019; Jensen dan Meckling, 1976). Pemisahan kendali dan kepemilikan perusahaan sangat dibutuhkan karena konflik kepentingan yang tidak terhindarkan dan perilaku oportunistik oleh manajemen (Bazerman et al., 1997; Adelopo 2019). Sisharini (2013) menjelaskan bahwa tujuan pihak

manajer perusahaan seringkali bertentangan dengan meningkatnya kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Hal tersebut menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Pendekatan yang dilakukan oleh *shareholder* berbeda untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen, yaitu masuk dalam struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada pemegang saham mayoritas, namun konsentrasi kepemilikan akan menjadi masalah, dikarenakan akan lebih dekat dengan kontrol atas manajemen (Adelopo, 2019; Shleifer dan Vishny, 1997) , sehingga struktur yang terkonsentrasi pada MLS akan memfasilitasi pengambilalihan oleh pemegang saham mayoritas itu sendiri sehingga merugikan pemegang saham lainnya. Untuk meminimalisir konflik kepentingan tersebut, perusahaan dapat melakukan suatu mekanisme pengawasan yang dapat meyelaraskan kepentingan-kepentingan antara *principal* dan *agent*.

Nilai Perusahaan

Perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual (Husnan, (2002) dalam Doni F, et al (2017)). Nilai perusahaan sering dikaitkan dengan harga saham. Semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi pula nilai perusahaan (Brigham dan Houston). Menurut Aries (2011), nilai perusahaan merupakan hasil kerja manajemen dari beberapa dimensi dsalah satunya keputusan investasi.

Pengukuran nilai perusahaan dalam penelitian ini dengan menggunakan rasio Tobin's Q. Rasio Tobin's Q dinilai bisa memberikan informasi paling baik, karena dalam Tobin's Q memasukkan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa saja dan tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh asset perusahaan (Sukamulja, 2004). Memasukkan seluruh asset perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada satu tipe investor saja yaitu investor yang membeli saham namun juga untuk kreditur karena sumber pembiayaan operasional perusahaan bukan hanya dari ekuitasnya saja tetapi juga dari pinjaman yang diberikan oleh kreditur (Sukamulja, 2004). Nilai Tobin's Q yang tinggi akan menimbulkan kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan saat ini baik dan akan memiliki prospek yang baik juga di masa yang akan datang.

Multiple Large Shareholder

MLS dalam perusahaan memiliki beberapa peran, salah satu diantaranya yaitu sebagai *efficient-monitoring* atau memiliki kemampuan untuk memonitor pemegang saham besar dalam mengambil keuntungan pribadi, sehingga dapat mencegah terjadinya profit. Perusahaan dikatakan memiliki MLS, apabila perusahaan tersebut memiliki lebih dari satu pemegang saham besar dengan kepemilikan lebih dari 10% (Maury, 2005). Facio dan Lasfer (2000); dalam Adelopo (2019) membandingkan kegiatan pemantauan terhadap kepatuhan manajemen yang memiliki kepemilikan 3% dari total jumlah saham biasa yang dikeluarkan oleh perusahaan. Dari pemantau kepemilikan institusional mereka tidak menemukan hubungan dengan kepatuhan manajemen. Adelopo (2019) menguji dengan kepemilikan saham sebesar 3% berdasarkan ambang batas terendah sebagai persyaratan pengungkapan hukum perusahaan di Inggris. Adelopo (2019) menunjukkan bahwasanya semakin besar perbedaan kepemilikan oleh MLS, maka tingkat independen dewan semakin rendah.

Penelitian Attig (2009) dalam Jiang (2018) mengatakan bahwa keberadaan MLS 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 MLS 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 menurunkan nilai perusahaan. Pemegang saham akan merebut keuntungan pribadi dengan cara saling berkoalisi sehingga merugikan pemegang saham minoritas (Selly A, Fitriany, Eliza F (2015)).

Jumlah *Multiple Large Shareholder* dan Nilai Perusahaan

Menurut Maury (2005) terkait hadirnya pemegang saham besar (MLS) pada sebuah perusahaan, bersifat sebagai *monitoring* untuk mengurangi adanya *agency conflict*. MLS akan berpengaruh dengan adanya alokasi kontrol, dimana nilai perusahaan akan meningkat didorong oleh ukuran MLS itu sendiri. Ukuran MLS yang diindikasikan oleh jumlah MLS yang dapat menjadi pengawas kinerja manajemen dan tata kelola perusahaan secara langsung. Kontrol terhadap manajemen sangat diperlukan agar tujuan perusahaan dapat tercapai. Pengawasan yang dilakukan tidak hanya bagi manajemen namun juga terhadap pemegang saham besar lainnya, hal ini dilakukan agar semua yang memiliki kepentingan dapat tercapai.

Pada penelitian Jiang (2017) memaparkan bahwasanya hadirnya MLS dapat mengurangi *overinvestment* dan dapat meningkatkan kinerja investasi dimasa depan, dimana dampak dari jumlah MLS akan menonjol pada tata kelola perusahaan yang akan mengurangi biaya agensi dan asimetri informasi pada perusahaan. Asimetri informasi dapat dinilai mempengaruhi nilai perusahaan dimana informasi yang lebih dimiliki oleh manajer akan mengancam kesejahteraan pemilik. Koalisi persaingan pemilik perusahaan dinilai memiliki kekuatan untuk memantau perolehan keuntungan pribadi oleh pemegang saham mayoritas, dimana akan mengancam pemegang saham minoritas.

Menurut Maury (2005) keberadaan yang paling berpengaruh adalah manajer yang tergabung pada *multiple large shareholder*, dimana manajer memiliki bagian dalam kepemilikan perusahaan atas sifat interaksi para pemegang saham besar yang berkoalisi dengan adil. Boubaker (2011) yang menjelaskan bahwasanya kontrol dari jumlah MLS meningkatkan keinformatifan laba terhadap pemegang saham, sehingga konflik agensi dapat diminimalisir.

H₁: Jumlah *multiple large shareholder* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Persentase *Multiple Large Shareholder* dan Nilai Perusahaan

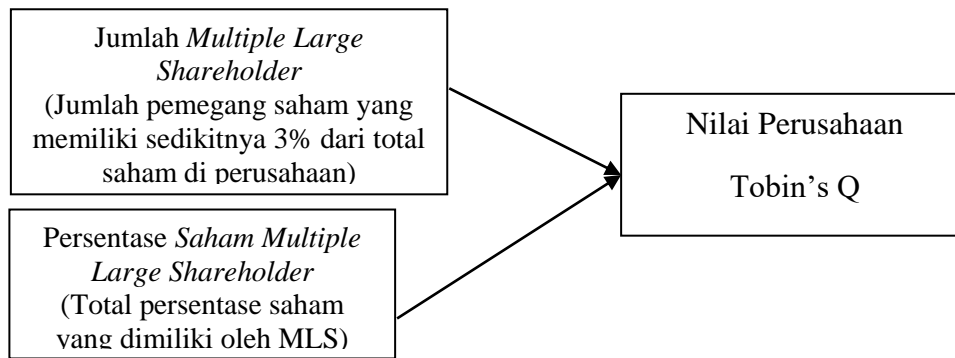
Identitas kepemilikan perusahaan yang diindikasikan oleh persentase kepemilikan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Adelopo (2019) menjelaskan bahwa pada perusahaan yang memiliki pemegang saham mayoritas, kehadiran MLS atau pemegang saham besar dapat membatasi kemampuan pemegang saham mayoritas untuk mengambil manfaat pribadi karena mereka dapat bertindak sebagai cek atas kegiatan mereka. Tingkat independen dewan akan tinggi jika persentase kepemilikan yang dimiliki bersifat cukup, hal ini akan membuat suatu keterikatan bagi pemegang saham besar untuk mengawasi tata kelola perusahaan.

Menurut Maury (2005) identitas pemegang saham besar akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan alokasi tertentu, dimana alokasi kepemilikan akan dilihat apakah kepemilikan cenderung bersifat kelompok atau individu. Persentase kepemilikan yang bersifat individu akan lebih cenderung independen dalam pengawasan kinerja manajemen dan pemegang saham besar lainnya. Hal ini sependapatan dengan Adelopo (2019) yang menjelaskan bahwa MLS akan dapat bertindak dalam koalisi yang adil untuk kepentingan para *stakeholder* maupun manajemen jika kepemilikan yang dikuasi tidak bersifat kelompok.

Kepemilikan saham yang tinggi akan menjadi sebuah pertimbangan bagi manajemen perusahaan untuk melakukan pengambilan keuntungan pribadi, sehingga manajemen laba juga dapat dikurangi (Nisitasari, 2015). Manajemen laba yang akan mungkin terjadi diakibatkan oleh asimetri informasi antara pemegang saham besar dengan manajemen, oleh sebab itu dengan pengawasan MLS terhadap tata kelola perusahaan secara langsung, dimana *shareholder* akan masuk dalam koalisi MLS, asimetri informasi akan dapat diminimalisir. Hal ini sependapat dengan Attig (2008) yang menjelaskan bahwa persaingan pengawasan yang dilakukan oleh MLS akan bersifat positif terhadap kualitas informasi yang akan disampaikan oleh perusahaan kepada *stakeholder*.

H₂: *Persentase multiple large shareholder berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan*

Kerangka Konseptual



Gambar 1
Kerangka Konseptual

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan jenis penelitian kuantitatif, karena data yang digunakan dalam penelitian ini menguji beberapa hipotesis yang diungkapkan. Jenis data adalah data sekunder. Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah laporan tahunan perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar pada tahun 2015-2017. Sumber data berasal dari situs resmi Bursa Efek Indonesia yaitu www.idx.co.id. Data ini berbentuk *time series* dan *cross section* sehingga data yang digunakan adalah data panel.

Populasi yang diamati dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang terdaftar pada tahun 2015-2017. Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini adalah *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, memiliki data lengkap terkait variabel yang digunakan dalam penelitian, dan menyajikan mata uang rupiah (Rp) yang konsisten selama periode pengamatan, yaitu tahun 2015-2017. Sehingga didapatkan sampel untuk penelitian sebanyak 37 perusahaan.

Tabel 1
Kriteria Pemilihan Sampel Penelitian

No	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> yang terdaftar di BEI tahun 2015-2017.	48
2	Perusahaan yang tidak menerbitkan dan memiliki laporan tahunan yang lengkap dan berakhir pada 31 Desember selama periode pengamatan 2015-2017 dan memiliki ekuitas positif ataupun negatif	(8)
3	Perusahaan yang tidak memiliki <i>multiple large shareholder structure</i> (memiliki minimal 3% kepemilikan saham)	0
4	Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap terkait dengan variable-variabel yang digunakan dalam penelitian	(3)
	Jumlah Sampel	37
	Periode Penelitian	3
	Total Sampel Selama Periode Penelitian	111

Sumber: Diolah peneliti (2019)

Varibel Penelitian dan Pengukurannya

Nilai Perusahaan

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Mengikuti penelitian Maury (2005), nilai perusahaan diukur dengan Tobin'Q, dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market value of equity} + \text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

Jumlah Multiple Large Shareholder

Variabel independen dalam penelitian ini adalah jumlah *multiple large shareholder*. Mengacu pada penelitian Maury (2005), di dalam persamaan regresi, variabel ini akan dilambangkan dengan MLS dan diukur dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Jumlah MLS} = \frac{\text{Jumlah MLS yang menguasai (min 3\%)}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

Persentase Kepemilikan Multiple Large Shareholder

Variabel independen dalam penelitian ini adalah persentase *multiple large shareholder*. Mengacu pada penelitian Maury (2005), di dalam persamaan regresi, variabel ini akan dilambangkan dengan SHARE dan diukur dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Persentase Saham MLS} = \frac{\text{Jumlah persentase saham yang ditahan pemilik (min 3\%)}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Model Penelitian

Uji Pengaruh *Multiple Large Shareholder* terhadap Nilai Perusahaan

Adapun untuk menguji pengaruh *multiple large shareholder* dan nilai perusahaan menggunakan persamaan regresi *moderated regression analysis* (MRA) dimana model regresinya sebagai berikut:

***Multiple Regression Analysis* (MRA).**

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + e$$

Dimana, $\beta_1 X_1$ menggambarkan besaran pengaruh jumlah *multiple large shareholder* dan $\beta_2 X_2$ persentase *multiple large shareholder* terhadap nilai perusahaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Sebelum variabel penelitian dianalisis dengan melakukan pengujian rumus statistik SPSS, data dari masing-masing variabel penelitian dideskripsikan terlebih dahulu. Hal ini dimaksudkan agar dapat memberikan gambaran tentang masing-masing variabel yang diteliti. Tabel 2 Analisis Deskriptif akan menggambarkan statistik deskriptif dari 37 perusahaan *property* dan *real estate* yang dijadikan sampel penelitian yang akan dianalisis lebih lanjut. Pada Tabel 2 Analisis Deskriptif, diketahui nilai perusahaan memiliki rata-rata 1,1819 dengan standar deviasi 1,01136, nilai perusahaan yang diukur dengan tobin's Q tertinggi terjadi pada angka 6,51 dan terendah pada 0,20. Variabel jumlah MLS dan persentase MLS memiliki rata-rata 0,000 dengan standar deviasi 0,000.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Nilai Perusahaan	111	0,20	6,51	1,1819	1,01136
MLS	111	0,00	0,00	0,0000	0,00000
SHARE	111	0,00	0,00	0,0000	0,00000
Valid N	111				

Sumber: Data olahan 2019

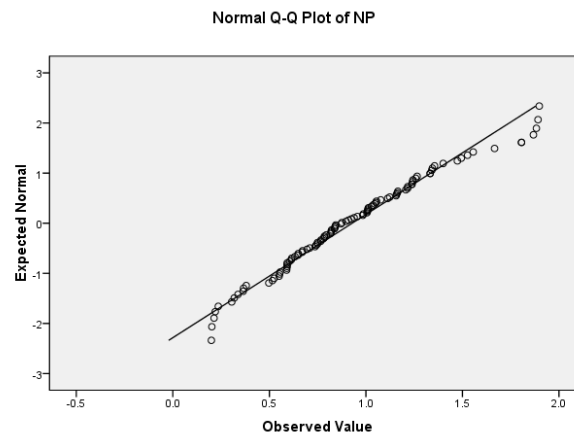
Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan hasil Uji Normalitas (Tabel 3 dan Gambar 2), Uji Multikolinearitas (Tabel 4), Uji Heteroskedasitas (Gambar 3), dan Uji Autokorelasi (Tabel 5) dengan menggunakan SPSS, tidak terjadi adanya multikolinearitas, heteroskedasitas dan autokorelasi, dan nilai variabel yang digunakan dalam pengujian regresi terdistribusi normal.

Tabel 3
Uji Kolmogorov-Smirnov setelah *Outlier*

	Unstandardized Residual
N	102
Kolmogorov-Smirnov Z	0,568
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.903

Sumber : Data olahan 2019

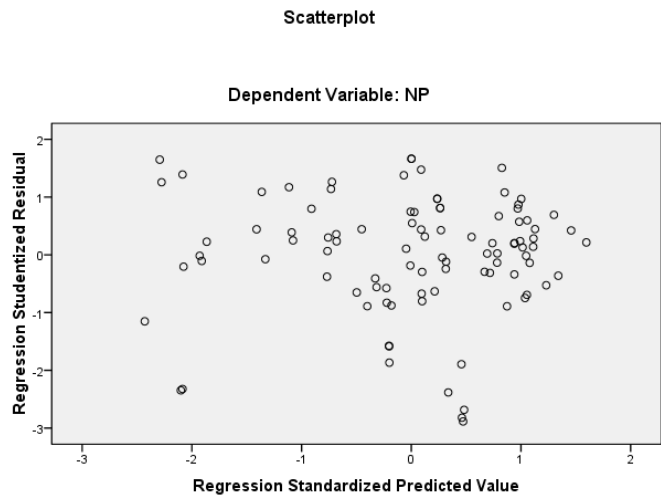


Gambar 2

Uji Normalitas
Tabel 4
Uji Multikolinearitas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
MLS	0.965	1.036
SHARE	0.965	1.036

Sumber : Data olahan 2019



Sumber: Data olahan 2019

Gambar3
Hasil Uji Heterokedastisitas

Tabel 5
Uji Durbin-Watson

Model	Durbin-Watson
1	1.112

Sumber: Data olahan2019

Uji Model

Pada tabel 4.12 diketahui nilai adjusted R square adalah 0,054 atau 5,4% variabel nilai perusahaan dijelaskan oleh jumlah MLS, dan jumlah persentase MLS, dan sisanya yaitu sebesar 94,5% dijelaskan oleh variabel-variabel lain diluar persamaan. Berdasarkan hasil analisis data yang diperoleh menguji hipotesis ini, maka dilakukan uji F. dengan membandingkan nilai F_{hitung} dengan F_{tabel} . Pada level signifikansi 0,05, besar F_{tabel} untuk $n=102$ adalah 3,09. Pada tabel 4.13 hasil pengolahan statistik analisis regresi menunjukkan nilai $F = 3,907$ dan signifikan pada level 0,023. Jadi $F_{hitung} > F_{tabel}$ yaitu $3,907 > 3,09$ (sig. 0,023 < 0,05), Hal ini menunjukkan bahwa model regresi dapat digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Uji t statistik (t-test) bertujuan untuk mengetahui hubungan yang signifikan dari masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikatnya. Pengujian hipotesis secara parsial dilakukan dengan cara membandingkan nilai t_{hitung} dengan nilai t_{tabel} . Berdasarkan tabel 4.14 nilai t_{tabel} adalah $\alpha=0,05$ dengan derajat bebas (db) adalah 1,98422, maka dapat diketahui pengaruh jumlah MLS memiliki nilai $0,465 < 1,98422$ dan nilai sig $0,643 > 0,05$ dengan nilai koefisien β dari variabel Jumlah MLS bernilai positif yaitu 1,261. Hal ini menunjukkan bahwa Jumlah pemegang saham besar atau MLS tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, **H₁ ditolak**. Berdasarkan variabel persentase MLS memiliki nilai $-0,275 < 1,98422$ dan nilai sig $0,006 < 0,05$ dengan nilai koefisien β dari variabel interaksi bernilai negative yaitu -6,431. hal ini menunjukkan bahwa persentase MLS tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan demikian **H₂ ditolak**.

Pembahasan

Pengaruh Jumlah *Multiple Large Shareholder* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa variabel jumlah *multiple large shareholder* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Variabel jumlah MLS diukur dengan menggunakan perbandingan matrik antara jumlah MLS dan saham beredar. Dalam hal ini nilai perusahaan tidak dapat dipengaruhi oleh rasio yang diberikan oleh jumlah MLS. Jumlah kepemilikan yang cenderung dikuasai oleh kelompok pemegang saham pengendali akan mempengaruhi kurangnya pengawasan terhadap kinerja manajemen. Koalisi yang terbentuk akan dimanfaatkan untuk persaingan antara pemegang saham mayoritas (Adelopo, 2019), sehingga hal ini akan menjadi kesempatan bagi pemegang saham mayoritas untuk pengambilan keuntungan pribadi dimana kepentingan pemegang saham minoritas tidak diperhatikan.

Berdasarkan hasil penelitian pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI pada tahun 2015-2017, ditemukan bahwaanya hipotesis (H_1) dimana jumlah MLS belum mampu menjadi mekanisme pengawasan nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari hasil uji hipotesis t (t -test) pada tabel 4.11 bahwa koefisien β_{MLS} menunjukkan $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $0,4650 < 1,98422$ dengan tingkat signifikan $0,643$ yang mana lebih besar dari $\alpha=0,05$.

Jumlah MLS merupakan pemegang saham besar yang menguasai kepemilikan saham lebih dari 3%. Namun kepemilikan ini lebih terkonsentrasi pada sebagian besar kelompok, sehingga koalisi ini dimanfaatkan untuk pengambilan keuntungan pribadi oleh manajemen dan MLS. MLS akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan jika memiliki alokasi control kepemilikan yang merata. Alokasi tersebut terlihat dari besarnya kepemilikan yang dikuasai oleh individu atau kelompok MLS itu sendiri. Koalisi yang terbentuk akan bersaing untuk meraih keuntungan bagi kelompoknya sendiri, sehingga hal ini akan mengurangi tingkat independen bagi pemegang saham mayoritas terhadap kinerja manajemen dan kepemilikan MLS. Dibuktikan dalam tiga tahun berturut dari tahun 2015-2017 jumlah MLS mengalami fluktuatif, hal ini dikarenakan jumlah MLS yang cenderung berkelompok dan kepemilikan yang dikuasai cukup besar, sehingga pengawasan yang harusnya dilakukan MLS terhadap kinerja manajemen berubah menjadi koalisi yang merugikan pemegang saham minoritas.

Hasil ini sependapat dengan Adelopo (2019) dan Becht (2001) dalam Maury (2005) yang menjelaskan bahwasanya pemegang saham besar (MLS) akan bertindak dalam koalisi dan mengikuti persaingan kepemilikan dengan pemegang saham besar lainnya, sehingga MLS memiliki kecenderungan untuk berpihak kepada manajemen dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Hasil ini juga sependapat dengan Selly A (2015) yang menjelaskan bahwasanya sejumlah pemegang saham yang kepemilikan yang besar mungkin akan menurunkan nilai perusahaan, dikarenakan pemegang saham akan merebut keuntungan pribadi dengan cara saling berkoalisi, sehingga merugikan pemegang saham minoritas.

Teori agensi yang dikemukakan oleh Jansen dan Meckling (1976) menjelaskan dan membenarkan bahwasanya mekanisme pengawasan terhadap kepemilikan dalam perusahaan sangatlah penting. Pemisahan kendali dan kepemilikan perusahaan sangat dibutuhkan karena konflik kepentingan yang tidak terhindarkan dan perilaku oportunistik oleh manajemen (Bazerman et al., 1997). Pengawasan dapat dilakukan dengan cara masuk ke dalam struktur kepemilikan yang berkelompok. Namun kepemilikan yang berkelompok akan menjadi masalah, dikarenakan kontrol yang dekat manajemen akan memfasilitasi pengambilalihan oleh pemegang saham mayoritas (Ntim, 2013 ; Adelopo 2019).

Persentase *Multiple Large Shareholder* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa variabel persentase *multiple large shareholder* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Variabel persentase MLS diukur dengan menggunakan perbandingan matrik antara jumlah persentase kepemilikan yang dimiliki oleh MLS dengan total ekuitas perusahaan. Dalam hal ini nilai perusahaan berpengaruh negatif oleh rasio yang diberikan oleh jumlah persentase MLS. Persentase kepemilikan yang membentuk koalisi akan dimanfaatkan untuk persaingan antara pemegang saham mayoritas (Adelopo, 2019), sehingga hal ini akan menjadi kesempatan bagi pemegang saham mayoritas untuk pengambilan keuntungan pribadi dimana kepentingan pemegang saham minoritas tidak diperhatikan.

Berdasarkan hasil penelitian pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI pada tahun 2015-2017, ditemukan bahwa hipotesis (H_2) dimana persentase MLS tidak dapat menjadi mekanisme pengawasan terhadap meningkatnya nilai perusahaan secara signifikan. Hal ini dapat dilihat dari hasil uji hipotesis t (*t-test*) pada tabel 4.11 bahwa koefisien β SHARE menunjukkan negative yaitu -0,275 dengan tingkat signifikan 0.006 atau lebih kecil dari $\alpha=0,05$. Dapat disimpulkan bahwasanya SHARE berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga H_2 ditolak yang mana hipotesis berbunyi “Persentase Kepemilikan MLS Berpengaruh Positif terhadap Nilai Perusahaan”

Persentase kepemilikan MLS merupakan pemegang saham besar yang menguasai kepemilikan saham lebih dari 3%. Namun kepemilikan ini lebih terkonsentrasi pada sebagian besar kelompok, sehingga koalisi ini dimanfaatkan untuk pengambilan keuntungan pribadi oleh manajemen dan MLS. Terkonsentrasinya kepemilikan ditangan pemegang saham besar mengakibatkan terjadinya koalisi yang akan merugikan pemegang saham minoritas. Koalisi yang terbentuk tidak hanya terjadi antar pemegang saham besar, namun melibatkan manajemen untuk pengambilan keuntungan pribadi. Identitas MLS yang dilihat dari persentase kepemilikan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dikarenakan persaingan kelompok yang terjadi pada pemegang saham mayoritas.

Alokasi yang terbentuk tidak lagi untuk mengawasi kinerja manajemen, namun untuk meraih keuntungan pribadi oleh pemegang saham mayoritas dengan cara melalui pendekatan pengawasan yang dilakukan dengan pihak manajemen. Hal ini mencerminkan bahwa tingkat independen bagi pemegang saham mayoritas terhadap kinerja manajemen dan kepemilikan MLS sangat rendah. Dibuktikan dalam tiga tahun berturut dari tahun 2015-2017 persentase kepemilikan MLS dalam kelompok sangatlah besar, hal ini dikarenakan jumlah MLS yang cenderung berkelompok, sehingga kegiatan pengawasan yang harusnya dilakukan MLS terhadap kinerja manajemen berubah menjadi koalisi yang merugikan pemegang saham minoritas.

Hasil ini sependapat dengan Adelopo (2019) yang melakukan perbandingan antara kegiatan pengawasan terhadap manajemen dengan tingkat kepatuhan manajemen yang menemukan bahwa tidak adanya hubungan antara keduanya. Adelopo (2019) menjelaskan bahwa semakin besar perbedaan kepemilikan oleh MLS, maka tingkat independen dewan pemegang saham mayoritas semakin rendah. Maury (2005) juga menjelaskan bahwasanya pemegang saham besar (MLS) akan bertindak dalam koalisi dan mengikuti persaingan kepemilikan dengan pemegang saham besar lainnya, sehingga MLS memiliki kecenderungan untuk berpihak kepada manajemen dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas.

Hal ini sependapat dengan Jamil (2019) bahwa anggapan manajemen akan sering mengambil tindakan atau kebijakan yang non-optimal dan cenderung mengarah pada kepentingan pribadi sehingga mengakibatkan terjadinya strategi aliansi antara pemegang saham

dengan pihak manajemen, hal ini akan ditanggapi negatif oleh pasar, oleh sebab itu akan berdampak pada penurunan harga saham di pasar modal.

La Porta dan Silanez (1999) menjelaskan bahwasanya struktur kepemilikan di negara berkembang cenderung terkonsentrasi oleh sebagian kecil individu atas kelompok, sehingga kelompok tersebut memiliki saham yang dominan, maka dari itu struktur kepemilikan yang cenderung terkonsentrasi dan berkelompok dapat ditemui di Indonesia, dikarenakan Indonesia adalah salah satu negara berkembang.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk melihat apakah *multiple large shareholder* yang diproksikan oleh jumlah MLS dan persentase kepemilikan MLS berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan studi empiris pada perusahaan *property* dan *real estate* tahun 2015-2017. Berdasarkan hasil temuan penelitian dan pengujian hipotesis yang telah dilaksanakan, maka hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa:

- a. Hipotesis pertama ditolak, dimana jumlah *multiple large shareholder* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, yang artinya jumlah *multiple large shareholder* belum mampu menjadi mekanisme pengawasan kinerja manajemen maupun pemegang saham pengendali. Jumlah *multiple large shareholder* diukur melalui data matrik perbandingan antara jumlah MLS terhadap total saham beredar.
- b. Hipotesis kedua ditolak, dimana persentase kepemilikan *multiple large shareholder* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan bukanlah berpengaruh positif, yang artinya jika persentase kepemilikan MLS semakin besar, maka nilai perusahaan akan menurun. Persentase kepemilikan MLS diukur melalui data matrik jumlah persentase MLS terhadap total ekuitas perusahaan.

Keterbatasan

Meskipun peneliti telah berusaha merancang dan mengembangkan penelitian sedemikian rupa, namun masih terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian yaitu:

- a. Nilai *Adjusted R²* relatif rendah yaitu hanya 5,4% sehingga masih terdapat variabel-variabel lain yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan diluar model regresi.
- b. Sampel untuk penelitian ini hanya dilakukan pada perusahaan *property* dan *real estate*.
- c. Tidak semua perusahaan *property* dan *real estate* yang mengungkapkan MLS secara individual.
- d. Tahun pengamatan yang digunakan dalam pengambilan sampel hanya mencakup 3 tahun yaitu dari tahun 2015-2017. Hal ini dikarenakan keterbatasan informasi dan keterbatasan data yang tidak lengkap.

Saran

Berdasarkan kesimpulan dari hasil penelitian yang telah dijelaskan diatas dapat Peneliti selanjutnya diharapkan dapat menggunakan variabel independen lain yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan seperti GCG, perusahaan keluarga, ukuran perusahaan dan lain sebagainya.

- a. Bagi perusahaan, diharapkan lebih memerhatikan sifat-sifat MLS yang dimiliki, agar koalisi persaingan tidak terjadi
- b. Bagi perusahaan sebaiknya lebih memerhatikan kepentingan pemegang saham minoritas.

- c. Bagi perusahaan, diharapkan untuk membatasi kepemilikan yang dikuasi oleh pemegang saham besar, agar tidak muncul sifat oportunistik antar pemegang saham besar .
- d. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan jenis perusahaan yang berbeda-beda dan memakai ruang lingkup sampel yang lebih luas.
- e. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah tahun pengamatan dengan meneliti lebih dari 3 tahun agar hasil yang diperoleh lebih berkualitas.

DAFTAR PUSTAKA

- Aries, Heru P. 2011. *Valuasi Perusahaan*. Jakarta: PPM
- 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.
- Adelopo Ismail. et al. 2019. *The Impacts of Multiple Large Ownership Structure on Board Independence*. *Int. Journal Accounting, Auditing and Performance Evaluation*. Vol. 15, No. 1
- Banjarnahor, Melisa N. (2013). Pengaruh Multiple Large Shareholder terhadap Keinformatifan Laba pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI
- Bennedsen, M. and D.Wolfenzon. 2000. *The Balance Of Power In Closely Held Corporation*. *Journal Of Financial Economics*, 58, 113-139
- Bloch, Francis & Hege. 2001. *Multiple Shareholders and Control Contest*. France: Greqam. Groupment de Recherche en Economie Journal Quantitative d'Aix-Marseille-UMR-CNRS 6579.
- Boubaker Sabri, Hind Sami. 2011. *Multiple Large Shareholders and Earnings Informativeness*. *Review of Accounting and Finance*. Vol 10, No 3:246-266
- Brigham, Eugene F, dan Gapenski, Louis C. 2011. *Intermediate Finance Management* (5th Edition). *Harbor Drive: The Dryden press*.
- Brigham dan Houston. 2006. *“Fundamentals of financial management”*. Edisi ke Sepuluh, Jakarta: Salemba Empat
- Bursa Efek Indonesia. Laporan keuangan dan tahunan. <http://www.idx.co.id/id-id/beranda/perusahaantercatat/laporankeuangandantahunan.aspx>. Diakses tanggal 15 April 2019.
- Doni F, Dheasey A, Aziz F. 2017. *Analysis Of Effect Of Capital Structure, Liquidity, Profitability, Total Assets Turnover And Firm Size To The Value Of Companies With Net Sales As A Moderating Variable*.
- Fosu. 2013. *Capital Structure, Product Market Competition And Firm Performance: Evidence From South Africa. The Quaterly Review Of Economics And Finance*, 53, 140-151.
- Ghozali dan Chariri, 2007. *Teori Akuntansi*. Semarang: Badan Penerbit Undip. h: 1-10
- Husnan, Suad. 2013. *Manajemen Keuangan* Edisi Keempat. Yogyakarta : BPF.
- Ikin S, Mimin W, Sofie D; “Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Sektor Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia”. Bandung: *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 2015; 3 (2).
- Jensen, M., dan W. Meckling. 1976. *“Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”*. *Journal of Financial Economics* 3: 305.
- JiangFuxiu. et al. 2018. *Multiple Large Shareholders And Corporate Investment: Evidence from China*. *Journal of Corporate Finance*.

- Kallapur, Sanjay and Trombley, Mark A. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Bussines Finance And Accounting*. 26 (3)(4), pp: 505–519.
- Maury B. and A. Pajuste. 2005. *Multiple Large Shareholders And Firm Value*. *Journal Of Banking Dan Finance*, 29, 1813-1834.
- Nisitasari W. 2015. “Pengaruh Multiple Large Shareholder dan Aktivitas Komite Audit terhadap Biaya Audit”
- Noni A, Nadia A. 2017; *Capital Expenditure, Leverage, Good Corporate Governance, Corporate Social Responsibility: Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan*. Surabaya: Jurnal Ekonomi dan Bisnis
- Pandey MI; *Financial Management*. (9th ed.). New Delhi: *Vikas Publishing House Ltd*, 2006.
- Robert K, Suleiman M, Onemus M; *Capital Structure, Ownership Structure and Firm Value: An Econometric Panel Analysis of Firms Listed in Kenya*. *Scholars Journal of Economics, Business and Management*, 2015
- Ross S; *The Determination Of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach*. *Bell Journal Of Economics*, 1977; 8 (1):319-328.
- Selly A, Fitriany, Eliza F. 2017. “Pengaruh Struktur Modal Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan”. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. Universitas Indonesia
- Sisharini, N. K. 2013. “Analisis Pengaruh Tingkat Kesehatan Bank Dan Faktor Fundamental Makro Ekonomi Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Perbankan Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia”. *Disertasi*. Universitas Negeri Malang.
- Sugiyono. (2012). *Metode Penelitian Pendidikan (Pendekatan Kualitatif, Kuantitatif, dan R&D)*. Bandung: Alfabeta.
- Sukamulja, S. (2004). Good Corporate Governance di sektor keuangan: Dampak GCG terhadap kinerja perusahaan. *Benefit*, 8(1), 125.
- Tran TQ; *Ownership structure and firm performance in transition countries: The case of European Union new members*. *Dans FMA European Conference*, 2005.
- Wahyudi, Untung. Pawestri, hartini prasetyaning.2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi IX Padang*, 23–26