

**LAPORAN AKHIR
PENELITIAN BERBASIS KOMPETENSI**



JUDUL PENELITIAN

**PERAN INVESTMENT *BASED ON DEBT* TERHADAP KINERJA KEUANGAN,
RISERCH AND DEVELOPMENT PADA INDUSTRI FARMASI GUNA Mendukung
PENGEMBANGAN DAN KEMANDIRIAN OBAT DI INDONESIA**

TIM PENGUSUL

Ketua Tim Peneliti Dr. Eka Handriani, SE.,MM

NIDN : 0607047601

**UNIVERSITAS DARUL ULUM ISLAMIC CENTRE SUDIRMAN GUPPI
SEMARANG
2018**

DAFTAR ISI

DAFTAR ISI.....	2
RINGKASAN	4
BAB I	5
1.1 Latar Belakang	5
1.2 Research Gap.....	15
BAB II.....	18
2.1 Pengembangan Proposisi.....	18
2.1.1 Struktur modal dalam konteks teori	18
2.1.2 Teori Keagenan	20
2.1.3 Teori Modigliani Miller (MM Theory)	29
2.1.4 Teori Peking Order (Pecking Order Theory)	33
2.1.5 Teori Pensinyalan (Signaling Theory)	39
2.2 Usulan Model Teoritikal Dasar	41
Gambar 2.4.....	42
2.3 Pengaruh Struktur Corporate Governance, terhadap Nilai Perusahaan.....	42
2.3.1 Pengaruh <i>Boards Independent</i> , terhadap kinerja keuangan perusahaan	43
2.3.2 Pengaruh <i>Board Size</i> , terhadap KinerjaPerusahaan.	45
2.3.3 Pengaruh <i>Institutional Ownership</i> , terhadap kinerja perusahaan.....	48
2.4 Pengaruh Struktur Modal, terhadap kinerja perusahaan	51
2.4.1 Pengaruh Ukuran Perusahaan (<i>Firm Size</i>) terhadap kinerja perusahaan	52
2.4.2 Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap kinerja perusahaan	56
2.4.3 Pengaruh Profitabilitas terhadap kinerja perusahaan	60
2.4.4 Pengaruh profitabilitas terhadap <i>Invesment Based on Debt</i> (HUBI)	62
2.4.5 Pengaruh <i>invesment based on debt</i> terhadap kinerja perusahaan.....	67
2.4.6 <i>Invesment based on debt</i> memediasi pengaruh profitabilitas terhadap kinerja perusahaan.....	70
BAB III	75
3.1 Jenis dan Sumber Data	76
3.1.1 Populasi dan Sampel.....	77
3.1.2 Sampel	78
3.2 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	78
3.3 Metode Analisis Data.....	81
3.3.1 Analisis Deskriptif	82
3.3.2 Screening Data.....	82
3.3.3 Menilai Goodness of Fit Model	83
BAB IV	85
4.1 Analisis Deskriptif.....	85
Descriptive Statistics	85
4.2 Pengujian Asumsi Model Penelitian Empiris.....	86
4.2.1 Uji Multikolinieritas.....	86
4.2.2 Uji <i>Goodness of Fit</i> Model Penelitian Empiris	88

4.3	Pengujian dengan SmartPLS 3.0	89
4.3.1	Pengujian Full Model	89
4.3.2	Hasil Estimasi Model	93
4.4	Pengujian Model Mediasi.....	101
	Tabel 4.11.....	101
4.4.1	Hasil Pengujian Model Mediasi dengan <i>Importance–Performance Map Analysis (IPMA) for construct</i>	102
4.4.2	Pengujian Hipotesis.....	105
BAB V	111
5.1	Hasil Pengujian.....	111
5.1.1.1	Pembahasan hasil pengujian hipotesis 1	112
5.1.1.2	Pembahasan hasil pengujian hipotesis 2	116
5.1.1.3	Pembahasan hasil pengujian hipotesis 3	119
5.1.1.4	Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 4	122
5.1.1.5	Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 5	129
5.1.1.6	Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 6	131
5.1.1.7	Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 7	133
5.1.1.8	Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 8	136
Daftar Pustaka	140

RINGKASAN

Penelitian bertitik tolak dari adanya permasalahan berupa kontra diksi hasil penelitian empiris yaitu menurut teori biaya agensi, ada dua pengaruh yang saling bertentangan antara hutang terhadap profitabilitas, Pertama pengaruh positif dari hutang terhadap profitabilitas Kedua pengaruh negative dari hutang terhadap profitabilitas. Sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958, teka-teki struktur modal tampaknya, masih belum terselesaikan.

Penelitian ini akan menghasilkan Novelty yaitu menemukan formulasi (Rumus Keuangan hutang berbasis investasi (HUBI). Menggunakan pendekatan *agency theory*, dan *pecking order theory*. Peran konsep ini akan memberikan pemahaman bagi bagi masyarakat yang akan mengetahui kinerja keuangan, *riset and development (RnD)* untuk produksi obat kebutuhan obat ditinjau air .

Target yang ingin dicapai dalam penelitian ini, yaitu sebagai berikut: **Pertama**, Untuk mensintesis dan menguji secara empiris pengaruh ukuran perusahaan berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan farmasi di Indonesia. **Kedua**, Untuk mensintesis dan menguji secara empiris pengaruh inovasi perusahaan berupa *riset and development* berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan farmasi. **Ketiga**, Untuk mensintesis dan menguji secara empiris pengaruh inovasi mampu memediasi pengaruh pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas perusahaan farmasi. **Keempat**, Untuk mensintesis dan menguji secara empiris pengaruh pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan farmasi.

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI tahun 2005 – 2016. Variabel penelitian yaitu Ukuran Perusahaan yang diproksi oleh *Natural Logarithm of Total Asset* dan *Leverage* yang diproksi oleh *Debt to Asset ratio*,

Penelitian ini menggunakan alat analisis LISREL (*Linear Structural Relationships*).

Hasil penelitian ini akan dipublikasikan pada 2 jurnal internasional bereputasi, yaitu pada **Tahun 1 (Thn. 2018) dan tahun 2 (Thn. 2019)**.

Kata Kunci : *Asset, Leverage, Debt, profitabilitas*

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Industri farmasi merupakan industri yang sangat mengandalkan modal intelektual. Lebih lanjut Sharabati *et al* (2010) memandang bahwa industri farmasi merupakan industri yang intensif melakukan penelitian, industri yang inovatif dan seimbang dalam penggunaan sumber daya manusia serta teknologi. Pembaharuan produk dan inovasi sangat penting bagi keberlangsungan hidup perusahaan farmasi. Pembaharuan produk dan inovasi yang penting tersebut sangat bergantung pada modal intelektual yang dimiliki perusahaan.

Perusahaan farmasi merupakan perusahaan yang memiliki pangsa pasar yang besar di Indonesia. Rata-rata penjualan obat di tingkat nasional selalu tumbuh 12% -13% setiap tahunnya dan lebih dari 70% total pasar obat di Indonesia dikuasai oleh perusahaan nasional. Oleh karena itu perusahaan farmasi harus memiliki modal kerja yang besar, karena biaya bahan baku dan produksi yang diperlukan oleh perusahaan farmasi relatif mahal.

Biaya inovasi atau *R and D* memainkan peran penting dalam perusahaan farmasi, keputusan untuk mengembangkan obat, baik obat baru dan modifikasi obat yang ada melalui *R & D* Perusahaan. akan berusaha mempertahankan pangsa pasar dan membuat barrier bagi pendatang baru untuk mengembangkan produk dan teknologi produksi (Breitzman *et al*, 2002). Ketika perusahaan mengembangkan obat baru, diperlukan biaya yang besar dan waktu yang relatif lama, sebelum mampu

menjual di pasar. Setiap tahun biaya *R & D* senantiasa bertambah cepat, karena saat ini banyak perusahaan memilih untuk menginvestasikan uang mereka pada aktivitas *R & D*, untuk memperoleh profitabilitas sesuai dengan harapan. Struktur modal perusahaan sebagai salah satu alat yang digunakan oleh banyak perusahaan untuk memaksimalkan profitabilitas, namun variasi struktur modal yang diyakini dapat memaksimalkan keuntungan perusahaan akan sangat tergantung pada kualitas manajemen dan tatakelola perusahaan (Singapurwoko,2011).Tata kelola perusahaan (*Good corporate governance*) yang baik merupakan faktor penting dalam meningkatkan profitabilitas perusahaan (Black, 2001; Gompers *et al*, 2003; Klapper dan Love, 2004; Mak dan Kusnadi, 2005 ; Sharma, 2006; Pattanayak, 2008;Rouf, 2011; Gill and Mathur, 2011; Ryu danYoo, 2011; Ruan, *at al*, 2011 ; Cheng dan Tzeng, 2011; Adeyemi dan Oboh, 2011; serta Cuong dan Canh,2012).

Tatakelola perusahaan merupakan fungsi control dalam perusahaan untuk menjamin bahwa perusahaan memiliki kemampuan pengelolaan keuangan yang akurat, jika suatu keputusan keuangan diambil maka akan berdampak pada kondisi keuangan yang lain, hal ini akan berujung pada kondisi nilai perusahaan, antara lain keputusan memilih sumber pendanaan, meningkatkan pertumbuhan penjualan dan mekanisme tata kelola perusahaan (*Good Corporate Governance*) yang selanjutnya disingkat GCG. Optimalisasi kinerja keuangan perusahaan diperlukan suatu kombinasi dari ketiganya. Jadi kombinasi optimal ketiganya saling berhubungan satu dengan lainnya. Cerminan dari pengelolaan keuangan perusahaan yang dilakukan dengan baik adalah meningkatnya harga pasar sahamnya Fama, (1978); Wright dan Ferris, (1997) ;

Mai, (2010) ; Wright, *at al*, (1998) dan Chhaochharia dan Grinstein, (2007). Fungsi-fungsi pengelolaan keuangan menyangkut pengelolaan atas keputusan penting yang diambil perusahaan.

Upaya Meningkatkan kinerja keuangan perusahaan secara umum bertujuan untuk memaksimalkan kekayaan atau kesejahteraan para pemegang saham Fraering dan Minor (1994). Ada beberapa faktor yang dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan antara lain, ukuran perusahaan (SIZE), Hutang (DAR), Pertumbuhan Penjualan, dan tatakelola perusahaan yang baik.

Ukuran perusahaan (*Firm Size*) Merupakan ukuran dari besarnya jumlah seluruh kekayaan (*total assets*) yang dimiliki perusahaan. Penelitian mengenai (*Firm Size*) Ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan telah banyak dilakukan. Diawali oleh penelitian yang dilakukan Marcus, (1969), Studi ini menemukan suatu hubungan yang positif. Dalei, (2012) membuktikan secara empiris di India dengan menggunakan data sampel perusahaan industri tahun 1996 hasilnya menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan kinerja keuangan. Perusahaan yang lebih besar kurang memiliki dorongan untuk melakukan manajemen laba dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil, karena perusahaan besar dipandang lebih kritis oleh pemegang saham dan pihak luar. Perusahaan besar memiliki basis investor yang lebih besar, sehingga mendapat tekanan yang lebih kuat untuk menyajikan pelaporan keuangan yang dapat dipercaya (*credible*). Ammar *et al*. (2003) penelitian ini menggunakan data keuangan dari *National Bureau of Economic Research* untuk tahun 1985 sampai tahun 1996, menunjukkan bahwa perusahaan-

perusahaan yang kecil, menengah, dan besar adalah berbeda secara signifikan untuk masing-masing dalam hal pencapaian tingkat profitabilitas mereka; profitabilitas mengalami penurunan (*drops*) ketika perusahaan-perusahaan bertumbuh lebih besar dari \$50 million dalam penjualan. Argumen yang dapat diberikan bahwa ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai indikator peningkatan kinerja perusahaan. Semakin besar ukuran (*size*) perusahaan maka akan semakin tinggi pula kebutuhan perusahaan terhadap modalnya. Semakin besar kebutuhan perusahaan terhadap modal, maka manajemen akan berusaha untuk memenuhinya dengan memanfaatkan dana eksternal melalui hutang.

Hutang (DAR) Merupakan ukuran (proporsi) dari penggunaan total hutang untuk membiayai seluruh investasi perusahaan. Upaya peningkatan kinerja keuangan perusahaan juga dapat di pandang dari sudut sumber pendanaan untuk operasional perusahaan. Diawali dengan kondisi *asimetri* informasi antara hubungan manajer dengan pemilik dalam khazanah teori keagenan digambarkan sebagai hubungan antara principal dan agen. Sebagai agen manajer harus mampu mengelola keuangan melalui kombinasi berbagai keputusan untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Keputusan manajer dalam pengelolaan keuangan ini menggambarkan komposisi pembiayaan dalam struktur keuangan perusahaan. Peningkatan pendanaan melalui hutang juga merupakan salah satu alternatif untuk mengurangi biaya keagenan. Hutang dapat mengendalikan manajer untuk mengurangi tindakan yang tidak efisien dan kinerja perusahaan menjadi lebih efektif sehingga penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat.

Semakin besar ukuran (*size*) perusahaan maka akan semakin tinggi pula kebutuhan perusahaan terhadap modalnya. Semakin besar kebutuhan perusahaan terhadap modal, maka manajemen akan berusaha untuk memenuhinya dengan memanfaatkan dana eksternal melalui hutang. Dalam komposisi tertentu hutang akan meningkatkan produktivitas perusahaan yang secara langsung akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Namun jika komposisi hutang terlalu berlebihan maka akan menurunkan kinerja keuangan perusahaan. Bahkan jika hutang jangka panjang sama dengan ekuitas maka perusahaan akan mengalami defisit. Oleh karena itu manajer harus berhati-hati dalam menentukan kebijakan hutang untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Semakin besar investasi yang dilakukan perusahaan maka pendanaan perusahaan juga semakin tinggi, untuk mencapai pertumbuhan penjualan perusahaan.

Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan, karena perusahaan besar cenderung memiliki volatilitas penghasilan dan arus kas netto yang lebih rendah (Fama dan French 2000). Konsep ukuran perusahaan cukup banyak digunakan untuk mengungkapkan kinerja keuangan (Homaifar, 1994 ; Bhaduri, 2002 ; Barney 2001; Elyasiani, *et al*, 2010 ; García-Herrero, *et al* , 2009 ; Mirzaei dan Mirzaei, 2011; Guo *et al*. 2013).

Pertumbuhan Penjualan, Merupakan tolok ukur keberhasilan suatu perusahaan dalam melakukan kegiatannya. Pertumbuhan penjualan diharapkan akan meningkat jika kesempatan investasi (*investment opportunity*) yang dimiliki oleh perusahaan juga meningkat, hal sangat penting dalam menentukan bagaimana

pertumbuhan penjualan perusahaan dimasa yang akan datang. Pada saat perusahaan memiliki sejumlah investasi potensial yang dapat dilakukan dimasa depan maka hal ini diharapkan berpengaruh terhadap tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan. Secara teoritis, pertumbuhan perusahaan berdasarkan merupakan manifestasi dari peningkatan pendapatan dan sales.

Teori yang menyatakan hubungan antara besar perusahaan dan pertumbuhannya pertama kali di populerkan oleh Robert Gibrat, (1904). Menurutnya besar perusahaan dan pertumbuhan merupakan variabel yang tidak saling mempengaruhi satu sama lain. Sedangkan Jovanovic menyatakan bahwa ada hubungan terbalik antara pertumbuhan dan umur perusahaan. Evans dalam studinya mengenai firm level di amerika serikat tahun 1976 juga hendak membuktikan kedua teori tersebut. Hasil yang diperoleh tidak sejalan dengan pendapat Gibrat, jadi sebenarnya ada korelasi negatif antara besar perusahaan dan pertumbuhannya. Sedangkan teori yang diungkap Jovanovic terbukti konsisten karena memang variabel umur memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan, kemampuan serta variabilitas pertumbuhan perusahaan.

Evans, (1987) hubungan antara tiga aspek dinamisnya suatu industri, yaitu pertumbuhan perusahaan, kemampuan perusahaan untuk bertahan, serta variabilitas pertumbuhan perusahaan. Dengan tiga karakteristik perusahaan yaitu besarnya, umurnya dan jumlah pabrik yang diopersionalkannya. Pertumbuhan perusahaan dihitung dengan melogaritma naturalkan selisih besar usaha perusahaan ditahun t' dengan di tahun t . besar perusahaan di proksi dengan banyaknya tenaga kerja di

perusahaan tersebut.

Pertumbuhan perusahaan merupakan manifestasi dari **pertama**, peningkatan jumlah modal perusahaan. **Kedua**, peningkatan jumlah tenaga kerja. **Ketiga**, peningkatan nilai tambah (*value added*) yang dihasilkan. **Keempat**, peningkatan keuntungan bersih (*net profit*). Dan **Kelima**, peningkatan output produksi. Pertumbuhan perusahaan salah satunya diketahui dari meningkatnya output produksi yang akan meningkatkan pendapatan (*net income*) melalui kenaikan penjualan (*sales*). Dengan pertumbuhan output maka Dapat memperoleh tambahan keuntungan melalui tercapainya *economic of scale* dalam memproduksi pada jumlah tertentu yang akan memaksimalkan keuntungan perusahaan. Sumber keuntungan lain adalah *bargaining position* terhadap pemasok sehingga memperoleh *second degree price discrimination*.

Pertumbuhan perusahaan pada dasarnya dipengaruhi oleh faktor internal, dan eksternal. **Pertama**, Faktor internal merupakan faktor yang berasal jadi dalam perusahaan termasuk segala hal yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, yang dapat diatur dan dikendalikan oleh perusahaan, misalnya keputusan untuk menambah modal perusahaan, penambahan tenaga kerja, penentuan proporsi laba ditahan, penentuan tindakan strategis perusahaan seperti : merger, akuisisi, penentuan hutang untuk investasi, struktur managerial dll. **Kedua**, Faktor eksternal merupakan faktor luar perusahaan yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan, seperti harga bahan baku, perilaku kompetitor, kondisi makro ekonomi dan politik, suku bunga kredit, iklim usaha serta struktur pasar apakah monopoli, duopoli, monopoli, persaingan

sempurna, duopsoni dan monopsoni. Faktor faktor tersebut apabila positif maka akan meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

Sementara itu, Aharony *et al*, (2003) mendeskripsikan ciri-ciri perusahaan dalam tiap tahapan daur hidup sebagai berikut: Tahapan *start-ups* ditandai dengan terbatasnya asset yang dimiliki, adanya kesempatan untuk bertumbuh, *earning* dan arus kas dari aktivitas operasi yang rendah dan umur yang relative muda. Pada tahapan *growth* ditandai dengan lebih banyak asset yang dimiliki, pertumbuhan yang pesat, *earning* dan arus kas dari Laba operasi yang mulai tumbuh, dan umur yang memasuki tahap medium. Pada tahapan *mature* ditandai oleh pertumbuhan yang rendah dan perusahaan menjadi *cash cow*. Pada tahapan *decline* ditandaidengan penurunan pertumbuhan, financing cost yang tinggi dan kompetisi yang intensif.

Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar mengindikasi bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek ke depan yang cerah, sehingga akan berdampak positif pada nilai perusahaan. Hal ini sebagaimana yang dikemukakan Modigliani dan Miller, (1958b) bahwa nilai perusahaan lebih ditentukan oleh kemampuan untuk menghasilkan profitabilitas dan kesempatan investasi yang tinggi.

Myers, (1976) mendeskripsikan bahwa nilai pasar perusahaan saat ini merupakan kombinasi dari aset yang ada saat ini ditambah dengan kesempatan tumbuh di masa yang akan datang. Myers menyatakan bahwa semakin besar proporsi dari nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan kesempatan investasi yang besar, maka semakin besar pula nilai ekuitas perusahaan.

Perusahaan merupakan lembaga legal yang melakukan kegiatan produksi

dalam operasionalnya untuk menghasilkan laba. Menurut teori shareholder, laba atau keuntungan ini digunakan sepenuhnya untuk kepentingan pemilik. Meningkatkan laba merupakan cerminan dari pertumbuhan perusahaan (*firm Growth*). Kemampuan perusahaan untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dipengaruhi pula oleh tatakelola (*corporate governance*) yang baik.

Tata kelola yang baik, mampu meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. *Corporate governance* yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah diinvestasikan. Oleh karena itu, struktur *corporate governance* diharapkan dapat digunakan para maneger korporasi untuk memilih kesempatan investment based debt untuk memilih serangkaian investasi memiliki NPV positif dalam upaya memaksimalkan perolehan profitabilitas perusahaan yang diharapkan mampu meningkatkan kinerja keuangan perusahaan hal ini disebut agency problem.

Adanya *agency problem* dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional). Struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh karena adanya kontrol yang mereka miliki.

Mintzberg (1983) mengemukakan dua dimensi dari kepemilikan yaitu: (1) berdasarkan keterlibatan (*involvement*) atau ketidakterlibatan (*detachment*) yang

membedakan pemilik perusahaan yang mampu mempengaruhi keputusan atau tindakan perusahaan dan yang tidak mampu mempengaruhi keputusan atau tindakan perusahaan; (2) berdasarkan konsentrasi (*concentration*) atau ketersebaran (*dispersion*) yang membedakan perusahaan yang sahamnya dipegang terpusat pada satu pihak dengan perusahaan yang sahamnya dipegang secara luas oleh banyak pihak. Semakin terlibat pemilik dan semakin terkonsentrasinya kepemilikan, semakin besar kekuatan pemegang saham dalam mempengaruhi perusahaan (Chaganti dan Damanpour, 1991). Dengan demikian apabila pengaruh pemegang saham semakin kuat maka masalah keagenan akan semakin dapat ditekan. *Corporate governance* tidak dapat dilepaskan dari perspektif kekuasaan (*power*) seperti terefleksikan pada kebutuhan pengambilan keputusan. Tindakan manajerial muncul jika ada informasi yang relevan, akurat dan tepat waktu, dan tindakan tersebut akan dapat terlaksana jika ada kekuasaan yang mendukungnya. Selanjutnya perspektif kekuasaan memberikan landasan untuk memperhatikan pentingnya pemisahan kekuasaan dan pengendalian di dalam perusahaan secara tepat untuk menciptakan mekanisme *check and balance* yang efektif. Cara yang paling efisien dalam rangka untuk mengurangi terjadinya konflik kepentingan dan memastikan pencapaian tujuan perusahaan, diperlukan keberadaan peraturan dan mekanisme pengendalian yang secara efektif mengarahkan kegiatan operasional perusahaan serta kemampuan untuk mengidentifikasi pihak-pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda. Mekanisme pengendalian internal dalam perusahaan terdiri dari struktur kepemilikan dan pengendalian yang dilakukan oleh dewan komisaris dalam hal ini komposisi dewan. Tata kelola perusahaan (*Good*

corporate governance) yang baik merupakan faktor penting dalam meningkatkan profitabilitas perusahaan (Black, 2001; Gompers *et al*, 2003; Klapper dan Love, 2004; Mak dan Kusnadi, 2005 ; Sharma, 2006; Pattanayak, 2008; Rouf, 2011; Gill and Mathur, 2011; Ryu dan Yoo, 2011; Ruan, *at al*, 2011 ; Cheng dan Tzeng, 2011; Adeyemi dan Oboh, 2011; serta Cuong dan Canh, 2012).

1.2 Research Gap

Telaah mendalam terhadap hasil penelitian telah banyak dilakukan di bidang keuangan guna merumuskan suatu teori untuk menjelaskan Faktor keuangan dapat dianggap sebagai variabel perilaku strategis karena akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

Penelitian yang menunjukkan adanya hubungan antara *keputusan pendanaan* dengan *asymmetric information* diantaranya dilakukan oleh Myers & Majluf (1984) yang menunjukkan bahwa pengaruh informasi asimetris cenderung mendorong perilaku *pecking order* sehingga perusahaan-perusahaan yang profitabel lebih menggunakan laba ditahan sebagai prioritas utama pendanaannya akibatnya menurunkan rasio hutang perusahaan. Berbeda dengan Myers & Majluf (1984), hasil studi Ojah & Manrique (2005), Chen *at al* (2006) mengungkapkan adanya korelasi positif antara *keputusan pendanaan* dengan informasi asimetris atau peluang kebangkrutan. Dengan kata lain, *keputusan pendanaan* meningkat sejalan dengan meningkatnya informasi asimetris.

Grossman & Hart (1992) menjelaskan bahwa hutang dapat menciptakan suatu insentif bagi para manajer untuk bekerja lebih keras dan membuat keputusan investasi

lebih baik. Pembiayaan perusahaan untuk menambah modal baru melalui hutang, membuat manajer harus lebih berhati-hati menggunakannya. Jensen & Meckling (1976) berpendapat bahwa penggunaan hutang dapat mengurangi kebutuhan terhadap *outside stock*, dan membantu menekan konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Jensen (1986), Klein *et al* (2002) dan Mao (2003) berpendapat bahwa hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* berlebihan oleh manajer pada proyek-proyek investasi dengan NPV negatif yang menyebabkan ketidak-efisienan dalam pengelolaan perusahaan oleh manajemen. Dari paparan ini nampak kebijakan hutang memiliki peranan penting dalam mengurangi konflik keagenan.

Jensen (1986) menjelaskan bahwa konflik kepentingan manajer dengan pemegang saham terjadi dengan asumsi pemilik (*shareholder*) dan agen (*manager*) masing-masing menginginkan *return* yang tinggi terhadap proyek-proyek investasi tetapi dengan kepentingan yang berbeda terhadap risiko. Perbedaan terhadap risiko dijelaskan oleh Amihud & Lev (1981) dalam Sulastrri (2006) bahwa pemegang saham lebih berkepentingan terhadap risiko sistematis, sedangkan manajer lebih berkepentingan terhadap risiko tidak sistematis. Dijelaskan oleh Pawlina & Renneboog (2005) bahwa konflik keagenan seperti ini terjadi dalam perusahaan dengan *free cash flow* yang besar, dimana manajer akan melakukan investasi atas kelebihan kas yang diperoleh dari sumber dana eksternal untuk mengoptimalkan keuntungan dengan pembayaran kas kepada pemegang saham.

Lebih lanjut, Jensen & Meckling (1976), Mao (2003), Pawlina & Renneboog

(2005), serta Chen *et al* (2006) mengungkapkan bahwa untuk mengurangi *agency problem*, pihak pemegang saham dapat membatasi kegiatan agen melalui pemberian insentif yang tepat, seperti peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Hal ini dapat diartikulasikan bahwa proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan adalah untuk mengatasi konflik agensi di dalam perusahaan, karena dengan melakukan pendanaan eksternal untuk meningkatkan proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan dapat memberi insentif bagi manajer.

Penelitian bertitik tolak dari adanya permasalahan berupa kontradiksi hasil penelitian empiris yaitu menurut teori biaya agensi, ada dua pengaruh yang saling bertentangan antara hutang terhadap profitabilitas, Pertama pengaruh positif dari hutang terhadap profitabilitas dikonfirmasi oleh (Bos dan Fetherston, 1993; Abor, 2005; Kwandinata, 2005; Berger dan Bonaccorsi, 2006; Baum *at al*, 2006a; 2007b; Margaritis dan Psillaki, 2007a; 2010b ; Priharyanto, 2009; Alkhatib, 2012; Pirashanthini dan Nimalathasan, 2013). Kedua pengaruh negatif dari hutang terhadap profitabilitas dikonfirmasi oleh (Majumdar dan Chhibber, 1999; Eriotis *at al*, 2002; Bardosa dan Louri, 2003; Ngobo dan Capiez, 2004; Goddard *at al*, 2005; Rao *at al*, 2007; Zeitun dan Tian, 2007; Nunes *at al* 2009 ;Tharshiga Velnampy dan J Niresh, 2012; Arastehat *at al*, 2013; Murugesu, 2013; Kebewar, 2013).

BAB II

TELAAH PUSTAKA

PENGEMBANGAN MODEL TEORITIS DAN EMPIRIS

2.1 Pengembangan Proposisi

2.1.1 Struktur modal dalam konteks teori

Penelitian ini diarahkan untuk menjelaskan dan mengeksplorasi model yang menunjukkan bagaimana keputusan pendanaan difokuskan pada usaha optimal perusahaan, dalam rangka mendapatkan dana tambahan untuk mendukung kebijakan investasi, yang didasarkan pada landasan *agency theory*. Masalah utama dalam mengoptimalkan keputusan pendanaan adalah menetapkan struktur modal yang optimal, sebagai asumsi dasar dalam memutuskan berapa jumlah dana yang ditambahkan untuk mendukung kebijakan investasi dan operasi perusahaan, sehingga kinerja keuangan perusahaan dapat tumbuh sehat dalam kompleksitas lingkungan persaingan dengan risiko. Kesuksesan organisasi untuk mendapatkan dana internal atau eksternal tergantung pada integrasi faktor internal dan eksternal perusahaan. Perhatian terhadap kondisi perusahaan dan lingkungannya dilakukan untuk memahami berbagai hubungan di dalam dan di antara organisasi dengan lingkungannya (Kast & Rosenzweig, 2002). Hal ini ditujukan untuk memberikan landasan mengapa perusahaan membuat keputusan struktur modal dengan tindakan manajerial yang paling cocok untuk mengatasi kompleksitas persaingan dengan membangun kekuatan *financial keputusan pendanaan*. Hubungan antara

lingkungan industri dan struktur modal dalam praktek bisnis dapat ditunjukkan dengan adanya perusahaan-perusahaan besar yang memiliki akses besar di pasar modal untuk memperoleh dana eksternal, dan keputusan *keputusan pendanaannya* dapat mempengaruhi keputusan *keputusan pendanaan* dan keputusan investasi perusahaan kompetitor. Interaksi struktur modal dengan konsentrasi industri dapat memberikan pengaruh pada perubahan pengeluaran investasi perusahaan (Jensen, 1993; Kovenock & Phillips, 1997). Sebaliknya, perubahan pengeluaran investasi yang dipengaruhi oleh situasi permintaan dan persaingan, konsentrasi industri atau *monopoly power*, jenis industri, produktivitas dan utilisasi kapasitas akan mempengaruhi perubahan *keputusan pendanaan* perusahaan. (Ross, 1977; Sullivan, 1974; Kovenock & Phillips, 1997; Low & Chen, 2004; Akhtar, 2005; Kuo & Wang, 2005). Dengan karakteristik industri yang terkonsentrasi seperti ini perusahaan akan lebih mudah mengendalikan *product market behavior* dimana struktur modal menjadi variabel pilihan strategi yang mempengaruhi persaingan antar perusahaan dalam suatu industri (Kim & Lyn, 1986; Jensen, 1993; Kim *et al*, 2005).

Argumentasi kedua, dengan pendekatan *agency theory* (Jensen & Meckling, 1976; Mao, 2003; Pawlina & Renneboog, 2005; Chen, Guo & Mande, 2006) menjelaskan bahwa sebagaimana perusahaan yang memerlukan dana tambahan untuk mendukung kebijakan investasinya sebagai organisasi yang dicirikan oleh perilaku individu atau kelompok yang diarahkan untuk mencapai sasaran, maka organisasi tidak terlepas dari persinggungan antar kepentingan

individu atau kelompok. Oleh karena itu, komposisi struktur modal harus pula mempertimbangkan hubungan antara perusahaan, kreditur maupun pemegang saham, sehingga tidak terjadi konflik antara ketiga pihak tersebut yang disebut *agency problem*. Jensen (1986, 1993) berargumen bahwa mengurangi laba ditahan dan *free cash flow* dengan cara meningkatkan *substitusi asset* seperti dividen dan komposisi kepemilikan saham manajerial, akan mendorong perusahaan menambah dana eksternal dari pasar modal untuk mengatasi atau meniadakan masalah keagenan.

2.1.2 Teori Keagenan

Adam Smith (1723-1790), dikenal sebagai bapak aliran ekonomi klasik dalam bukunya "*An Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*" telah meletakkan dasar teoritis untuk perkembangan etika kapitalis yang telah mendominasi pemikiran ekonomi di dunia Barat pada abad XVIII. Adam Smith (1776) berpendapat bahwa dengan memaksimalkan kepentingan diri sendiri maka setiap orang akan memberikan manfaat kepada masyarakat. Individu atau kelompok yang memaksimalkan nilai dan kepentingan pribadinya secara otomatis akan membuat alokasi sumberdaya sebaik mungkin.

Adam Smith lebih lanjut menekankan bahwa sebagai individu atau kelompok yang memaksimalkan nilai dan kepentingan pribadinya perlu menerapkan *efficiency* (efisiensi), selain prinsip *equality*, *certainty*, dan *convenience*. Sesuai prinsip efisiensi, pemaksimalan nilai hendaknya dilaksanakan dengan cara sehemat mungkin, dan biaya-biaya yang terkait

dengan pemaksimalan nilai tersebut tidak lebih tinggi daripada nilai manfaatnya.

Dalam rangka memaksimalkan nilai perusahaan maka kepentingan pribadi manager harus ditekan pada tingkat yang serendah-rendahnya. Idealnya, biaya-biaya transaksi yang dikeluarkan tidak memberatkan dan tidak menghambat perusahaan dalam melakukan pemaksimalan nilainya.

Dengan kata lain, perusahaan harus mampu melakukan pilihan atas kombinasi strategi antara kegiatan dan biaya transaksi yang memberikan hasil optimal, yakni kegiatan yang menghasilkan *outcome* tinggi (*strategizing*) dengan biaya transaksi murah (*economizing*). Mengingat bahwa manager cenderung berperilaku *opportunistic* dan *self interested* dalam melakukan pilihan atas strategi kombinasi antara kegiatan dan biaya transaksi, maka semua pertukaran ekonomi akan lebih efisien apabila dikelola dalam suatu kontrak atau perjanjian resmi secara hukum antara pihak-pihak yang melakukan suatu transaksi (William & Greeberg, 2000). Dengan demikian prinsip efisiensi ini dengan sendirinya akan membuat manager akan mengalokasikan sumberdaya sebaik mungkin.

Perkembangan dan transformasi etika kapitalis ini memunculkan paradigma *agency theory*, bagaimana individu atau kelompok yang terlibat dalam pengelolaan suatu organisasi berperilaku dalam mencapai sasaran (pemaksimalan nilai) bersinggungan dengan kepentingan yang memunculkan konflik organisasi (Kast & Rosenzweig, 2002). Dalam kerangka kerja

manajemen keuangan, hubungan keagenan terdapat diantara pemegang saham dan manajer, dan/atau diantara pemegang saham dan kreditur. Manajer-manajer dari perusahaan mungkin membuat keputusan investasi yang bertentangan dengan tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Keputusan investasi untuk memperluas bisnis mungkin didorong oleh keinginan manajer untuk membuat divisi mereka sendiri berkembang dengan maksud mendapatkan tanggung jawab dan kompensasi yang lebih besar. Konflik ini disebut dengan konflik keagenan (*agency problem*).

Di dalam disiplin ilmu keuangan, istilah *agency cost* menunjukkan kerugian sebagai dampak konflik keagenan yang terjadi antara pemilik (*principal*) sebagai pemberi amanat dengan pengelola (*agent*) sebagai perantara yang mewakili principal dalam keputusan investasi sebuah perusahaan. Pemilik akan selalu bertentangan dengan pengelola. Pengelola yang selalu ingin mengurangi pos pengeluaran karena ingin mengejar target pencapaian laba, biasanya selalu ditentang oleh pemilik. Idealnya, menurut prinsip *four maxims* Adam Smith (1776) bahwa target pencapaian laba pengelola entitas tidak perlu bertabrakan dengan kepentingan pemilik. Bila konflik keagenan tidak dapat dihindari, dalam kondisi apapun kepentingan pemilik haruslah lebih utama diprioritaskan kepentingannya di atas kepentingan pengelola. Pada intinya, kebijakan apapun yang akan diambil oleh pengelola sehubungan dengan kepentingan pemilik harus dibahas dengan pertimbangan yang matang dan komprehensif bersama para pemegang saham (Lumbantobing, 2010). Dalam hal

tabrakan kepentingan yang tidak bisa dihindari, pengelola harus lebih mendahulukan kepentingan pemilik dan harus berani mengorbankan target pencapaian laba bila memang harus terjadi, namun tetap memperhatikan kaidah ekonomi dengan prinsip efisiensi, dimana biaya-biaya transaksi yang dikeluarkan tidak memberatkan dan tidak menghambat pengelola entitas dalam mengejar target pencapaian laba. Kerugian atas keberanian mengorbankan target pencapaian laba untuk mengakomodasi kepentingan pemilik dalam hubungan keagenan ini disebut sebagai biaya keagenan. Menurut Ross (2001), biaya keagenan adalah biaya ekstra yang harus dikeluarkan untuk menyelesaikan konflik yang muncul antara pemegang saham dan manajer, seperti biaya pengawasan dan pengontrolan.

Jensen & Meckling (1976), menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan tidak berdasar pada pemaksimalan nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan pengambilan keputusan, risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham. Penyebab lain konflik ini adalah para pemegang saham hanya peduli pada risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan.

Pawlina & Renneboog (2005) menjelaskan bahwa masalah keagenan

terjadi karena adanya informasi asimetris antara pemegang saham dan manajer, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lainnya. Informasi asimetris terdiri dari dua tipe yakni *adverse selection* dan *moral hazard*. Pada tipe *adverse selection* pihak yang merasa memiliki informasi lebih sedikit dibandingkan pihak lain tidak akan mau melakukan perjanjian. Berbagai cara dapat dilakukan oleh manajer untuk memiliki informasi lebih dibandingkan investor, misalnya dengan menyembunyikan, memanipulasi informasi yang diberikan kepada investor. Akibatnya investor tidak yakin terhadap kualitas perusahaan dan tidak mau membeli saham perusahaan, atau membeli saham perusahaan dengan harga yang sangat rendah. Kondisi ini membuat pasar modal tidak berfungsi sebagaimana mestinya. *Moral hazard* terjadi kapanpun manajer melakukan tindakan tanpa sepengetahuan pemilik demi keuntungan pribadinya dan menurunkan kesejahteraan pemilik. Pada perusahaan korporasi yang relatif besar dengan terpisahnya kepemilikan dan pengendalian manajemen maka sulit bagi pemegang saham dan kreditur untuk melihat sejauh mana kinerja manajemen optimal.

Penelitian yang menunjukkan adanya hubungan antara *keputusan pendanaan* dengan *asymmetric information* diantaranya dilakukan oleh Myers & Majluf (1984) yang menunjukkan bahwa pengaruh informasi asimetris cenderung mendorong perilaku *pecking order* sehingga perusahaan-perusahaan yang profitabel lebih menggunakan laba ditahan sebagai prioritas utama pendanaannya akibatnya menurunkan rasio hutang perusahaan. Berbeda dengan

Myers & Majluf (1984), hasil studi Ojah & Manrique (2005), Chen *et al* (2006) mengungkapkan adanya korelasi positif antara *keputusan pendanaan* dengan informasi asimetris atau peluang kebangkrutan. Dengan kata lain, *keputusan pendanaan* meningkat sejalan dengan meningkatnya informasi asimetris.

Grossman & Hart (1992) menjelaskan bahwa hutang dapat menciptakan suatu insentif bagi para manajer untuk bekerja lebih keras dan membuat keputusan investasi lebih baik. Pembiayaan perusahaan untuk menambah modal baru melalui hutang, membuat manajer harus lebih berhati-hati menggunakannya. Jensen & Meckling (1976) berpendapat bahwa penggunaan hutang dapat mengurangi kebutuhan terhadap *outside stock*, dan membantu menekan konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Jensen (1986), Klein *et al* (2002) dan Mao (2003) berpendapat bahwa hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* berlebihan oleh manajer pada proyek-proyek investasi dengan NPV negatif yang menyebabkan ketidak-efisienan dalam pengelolaan perusahaan oleh manajemen. Dari paparan ini nampak kebijakan hutang memiliki peranan penting dalam mengurangi konflik keagenan.

Jensen (1986) menjelaskan bahwa konflik kepentingan manajer dengan pemegang saham terjadi dengan asumsi pemilik (*shareholder*) dan agen (*manager*) masing-masing menginginkan *return* yang tinggi terhadap proyek-proyek investasi tetapi dengan kepentingan yang berbeda terhadap risiko. Perbedaan terhadap risiko dijelaskan oleh Amihud & Lev (1981) dalam Sulastri

(2006) bahwa pemegang saham lebih berkepentingan terhadap risiko sistematis, sedangkan manajer lebih berkepentingan terhadap risiko tidak sistematis. Dijelaskan oleh Pawlina & Renneboog (2005) bahwa konflik keagenan seperti ini terjadi dalam perusahaan dengan *free cash flow* yang besar, dimana manajer akan melakukan investasi atas kelebihan kas yang diperoleh dari sumber dana eksternal untuk mengoptimalkan keuntungan dengan pembayaran kas kepada pemegang saham.

Lebih lanjut, Jensen & Meckling (1976), Mao (2003), Pawlina & Renneboog (2005), serta Chen *et al* (2006) mengungkapkan bahwa untuk mengurangi *agency problem*, pihak pemegang saham dapat membatasi kegiatan agen melalui pemberian insentif yang tepat, seperti peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Hal ini dapat diartikulasikan bahwa proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan adalah untuk mengatasi konflik agensi di dalam perusahaan, karena dengan melakukan pendanaan eksternal untuk meningkatkan proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan dapat memberi insentif bagi manajer.

Penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham (*managerial ownership*) dengan struktur modal perusahaan telah banyak dilakukan. Kim & Sorensen (1986), Agrawal & Knoeber (1996), Pawlina & Ronneboog (2005), Chen *et al* (2006) menunjukkan cukup bukti adanya hubungan positif antara kepemilikan manajer dengan rasio hutang perusahaan. Sedangkan Jensen *et al* (1992), Moh'd *et al* (1998), Chen & Strange (2006) menunjukkan bahwa

kepemilikan saham oleh pihak manajemen memiliki hubungan negatif dengan penggunaan hutang. Semakin tinggi konsentrasi kepemilikan saham perusahaan akan semakin rendah penggunaan hutang. Pendapat ini mendukung argumentasi Jensen & Meckling (1976) bahwa kompensasi eksekutif sebagai salah satu instrumen dibutuhkan untuk pengendalian perusahaan pada organisasi multi bisnis. Dengan demikian kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

Pada perusahaan modern, di mana kepemilikannya tersebar dan pengelolaannya dapat dikatakan terpisah, maka kebutuhan modal tidak hanya dipasok oleh pemilik atau pemegang saham (shareholders) tetapi dimungkinkan untuk menggunakan dana dari sumber lain yaitu pemberian pinjaman (debtholders), dalam hal ini masalah keagenan dapat menjadi lebih luas lagi. Watts dan Zimmerman (1990) secara implisit mengakui tiga bentuk hubungan keagenan, yaitu antara pemilik dengan manajemen, antara kreditor dengan manajemen, dan antara pemerintah dengan manajemen. Sehingga principal atau yang dimaksud dengan pemilik perusahaan, adalah bisa para pemegang saham, kreditor, maupun pemerintah.

Agency theory mengidentifikasi adanya potensi konflik kepentingan antara berbagai pihak yang berkepentingan di dalam perusahaan. Konflik tersebut disebabkan perbedaan tujuan masing-masing pihak berdasarkan posisi

dan kepentingannya terhadap perusahaan (Jensen dan Warner, 1988). Konflik seperti ini dikenal sebagai masalah keagenan (*agency problem*) yang sebenarnya muncul ketika principal kesulitan untuk memastikan bahwa agen bertindak yang terbaik untuk kepentingan (memaksimumkan kesejahteraan) principal. Upaya untuk mengatasi permasalahan keagenan ini akan menimbulkan konsekuensi biaya yang disebut biaya keagenan (*agency cost*) yang akan ditanggung baik oleh prinsipal maupun agen. Jensen dan Meckling (1976) membagi biaya keagenan menjadi tiga kelompok, yaitu *monitoring cost*, *bonding cost* dan *residual cost*. *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul dan ditanggung oleh principal untuk memonitoring perilaku agen. *Bonding cost* merupakan biaya yang ditanggung oleh agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan principal. Sedangkan *residual cost* timbul dari kenyataan bahwa tindakan agen kadangkala berbeda dari tindakan yang memaksimumkan kepentingan principal.

Pengendalian atas masalah keagenan di dalam proses pengambilan keputusan adalah penting bilamana manajer pada saat melakukan dan melaksanakan suatu keputusan penting tersebut bukan merupakan pemegang *klaim residual* yang utama dan selanjutnya tidak menjadi bagian lain yang utama atas efek kesejahteraan dari keputusan mereka. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hal ini merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan. Untuk mengatasi masalah keagenan ini dan untuk mengurangi *agency cost* yang muncul, diperlukan suatu mekanisme

control dan penyelarasan kepentingan antara manajer, *stockholders*, dan *stakeholders*.

2.1.3 Teori Modigliani Miller (MM Theory)

Teori Modigliani Miller, (1958b) ini berusaha menjelaskan hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Teori ini digunakan sebagai dasar teori investasi yang memberikan suatu definisi operasional dari biaya modal yang digunakan investasi, yang secara eksplisit mengakui adanya ketidakpastian dalam investasi dan pentingnya memaksimalkan nilai pasar, dengan asumsi 1) Perusahaan menguasai semua *asset* fisik. 2) Tidak ada biaya apapun dalam bertransaksi di pasar modal, seperti tidak ada pajak perusahaan atau pajak pendapatan personal, tidak ada biaya membeli maupun menjual sekuritas dan tidak ada biaya kebangkrutan. 3) Perusahaan hanya dapat mengeluarkan 2 jenis sekuritas yaitu ekuitas yang berisiko dan (*risk equity*) dan hutang yang bebas risiko (*risk free debt*). 4) Individu maupun perusahaan dapat meminjam dan meminjamkan dana pada tingkat bunga bebas risiko (*risk free interest rate*) 5) Investor memiliki ekspektasi yang homogen mengenai pergerakan *profit* perusahaan dimasa depan. 6) Tidak ada pertumbuhan, sehingga semua pola arus kas (*cash flow*) bersifat anuitas sampai jangka waktu yang tidak terbatas. 7) Semua perusahaan dapat digolongkan menjadi satu dari beberapa kelas *return* yang sama sehingga *return* semua perusahaan dikelas yang sama adalah proporsional dan berkorelasi dengan sempurna dengan perusahaan lain sekelasnya.

Teori ini juga mengakui adanya hubungan (*irrelevance*) antara pendanaan dan investasi. Berkaitan sumber dana untuk membiayai investasi, apakah menggunakan modal sendiri atau menggunakan dana eksternal. Menurut Modigliani Miller selama jumlah aliran kas perusahaan tetap, maka nilai perusahaan tidak akan berubah. Modigliani Miller ini berpandangan bahwa sumber pendanaan investasi melalui hutang maupun modal sendiri tidak akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dengan ada atau tidaknya perjanjian yang *protective* dengan aliran kas yang tetap, keuntungan yang hilang dari *bondholder* akan hilang ke pemegang saham dan sebaliknya . Teori ini dijelaskan oleh Miller dan Modigliani (1961) dengan analogi sederhana bahwa :

“Think of the firm as gigantic tub of whole milk. The farmer can sell the whole milk as it is. Or he can separate out the cream, dan sell it at a considerably higher price than the whole milk brings.” He continues, “ The Modigliani-miller, proposition says that if there were no cost of separation, (dan of course, no government dairy support program), the cream plus the skim milk would bring the same price as the whole milk”.

Analogi diatas menggambarkan bahwa sebuah perusahaan itu sebagai sebuah bak raksasa yang berisi susu. Para petani dapat menjual semua susu yang ada, atau memisahkan *cream* dan menjualnya dengan harga yang lebih tinggi dibandingkan semua susu yang ada. Berdasarkan ilustrasi ini Miller tersebut, intinya bahwa dengan meningkatkan hutang akan menurunkan nilai dari saham yang berdampak pada nilai ekuitas perusahaan akan menjadi lebih

kecil dan pada dasarnya nilai perusahaan adalah tetap.

Teori Modigliani Miller memiliki dua proposisi yaitu **pertama**, bahwa perusahaan_j, yang berasal dari kelas_c, diharapkan akan memperoleh pendapatan operasional (*Net Operating Income*, NOI) rata rata NOI_j setiap periode kondisi dimasa yang akan datang dapat diprediksi. Kita akan memberikan notasi nilai pasar dari hutang (*debt*) sebagai D_j dan nilai ekuitas dengan S_j dan nilai total dari sekuritas yang beredar sebagai V_j sehingga :

$$V_j = (S_j + D_j) = \text{Noi}_j / k$$

artinya bahwa nilai pasar perusahaan adalah independen terhadap struktur modal yang diberikan kepada *capitalising expected return* pada tingkat sesuai dengan kelasnya.

Proposisi nya ini dibuktikan oleh Modigliani Miller dengan menggunakan argumen arbitrase bahwa dalam kondisi arbitrase proses membeli barang disuatu pasar dengan harga yang rendah dan kemudian menjual dipasar lain dimana barang yang identik dijual dengan harga yang lebih tinggi. Kesempatan *arbitrase* akan terbuka jika nilai pasar dari kombinasi hutang dan saham dari perusahaan yang levered, berbeda dari perusahaan yang memiliki ekuitas yang identik. Sejalan dengan penelitiannya Stiglitz, (1982) dimana ia mengatakan bahwa nilai pasar tidak dipengaruhi oleh keputusan pendanaan, dengan kondisi struktur modal yang optimum jika nilai pasar perusahaan kurang daripada nilai dengan struktur modal optimum tersebut maka investor akan memperoleh keuntungan arbitrase. Karena setiap investor memiliki insentif

untuk exploit dan karena biaya eksplisit tidak ada maka keberadaan mereka tidak konsisten dalam keseimbangan pasar.

Proposisi Modigliani Miller **kedua**, bahwa *require return* hutang adalah tetap. Walaupun ada peningkatan biaya ekuitas namun tidak akan mengubah biaya rata-rata modal berubah sebagai dampak keputusan struktur modal, maka adanya konsep arbitrase akan mengembalikan biaya rata-rata modal ke kesimbangan. Dengan mengasumsikan K_j sebagai *expected return*, tingkat ekuitas perusahaan adalah fungsi linear dari rasio hutang terhadap ekuitas yang akan menghasilkan persamaan : $K_j = r_c + (r_c - r)D_j/S_j$. Makna persamaan tersebut adalah bahwa ekspektasi yield satu lembar saham sama dengan tingkat kapitalisasi r_c yang sesuai dengan ekuitas yang berada dalam satu kelas ditambah premium yang berhubungan dengan risiko keuangan sama dengan *debt to ekuitas* dikali selisih antara r_c dan r .

Proposisi Modigliani Miller **ketiga**, Jika sebuah perusahaan di kelas k bertindak dalam kepentingan terbaik para pemegang saham pada saat keputusan, ia akan memanfaatkan peluang investasi jika $r_k > r_c$ dan hanya jika tingkat pengembalian investasi, r_k , adalah sebagai besar atau lebih besar dari r_c . Artinya, *cut-off point* untuk investasi dalam perusahaan akan dalam semua kasus akan r_k dan akan benar-benar terpengaruh oleh jenis keamanan yang digunakan untuk membiayai investasi. Ekuivalen, kita dapat mengatakan bahwa terlepas dari pembiayaan yang digunakan, biaya marjinal modal ke perusahaan adalah sama dengan rata-rata biaya modal, yang pada gilirannya

sama dengan tingkat kapitalisasi untuk aliran di kelas mana perusahaan berada.

Keberadaan industri sangat mempengaruhi strategi organisasi dengan kemampuan adaptabilitas lingkungan akan mendorong organisasi menjadi suatu sistem terbuka. System terbuka tersebut dapat diciptakan alternatif-alternatif inovasi yang lebih baik dan lebih kreatif. Lebih lanjut dijelaskan, dalam sistem terbuka organisasi dapat berinteraksi dengan lingkungan sebagai fasilitas terjadinya *generative learning* yang dapat mendorong organisasi untuk meningkatkan kompetensi dalam upaya mempengaruhi struktur industri atau struktur pasar. Struktur pasar ditentukan oleh struktur industri yang terbentuk dari organisasi yang bersaing, homogenitas produk dan biaya *exit* dan *entry* (Salvatore, 2004; Baye, 2006).

2.1.4 Teori Peking Order (Pecking Order Theory)

Modigliani dan Miller, (1958b) adalah pelopor dalam teori pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Di pasar modal yang sempurna, struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hal Ini berarti bahwa dalam teori struktur modal *irrelevance* bahwa nilai perusahaan tergantung pada kemampuan asetnya untuk menciptakan nilai, dan tidak relevan jika aset berasal dari kas internal atau modal eksternal. Modigliani dan Miller, (1963) mengambil efek pajak yang harus dipertimbangkan dan mengusulkan bahwa perusahaan harus menggunakan utang sebanyak mungkin. Perusahaan memiliki keuntungan jika menggunakan hutang daripada menggunakan kas internal, karena dapat manfaat dari utang pajak. *Tax shield* ini memungkinkan perusahaan untuk

membayar pajak lebih rendah dari yang seharusnya, bila menggunakan hutang daripada menggunakan hanya modal sendiri.

Jensen dan Meckling, (1976) mengidentifikasi adanya masalah keagenan. Konflik antara manajer dan pemegang saham menyebabkan biaya agensi ekuitas, dan konflik antara pemegang saham yang merepresentasikan pemilik dan manajer. Akibat dari konflik ini muncul biaya agensi. Biasanya, manajer tertarik dalam mencapai target mereka sendiri yang mungkin berbeda dari target pemilik yang terkadang tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan. Pemilik memantau dan mengontrol perilaku para manajer tersebut. Hal ini menyebabkan biaya agensi.

Teori ini di populerkan oleh Myers, (1984), dengan asumsi **pertama**, kebijakan dividen adalah kaku. Manajer akan berusaha menjaga tingkat pembayaran yang konstan. Dan tidak akan menaikkan atau menurunkan dividen sebagai bentuk respon akan fluktuasi laba sekarang yang bersifat sementara. **Kedua**, perusahaan lebih menyukai pendanaan internal (laba ditahan dan penyusutan) dibandingkan dengan pendanaan eksternal seperti hutang dan saham. **Ketiga**, jika perusahaan memperoleh pendanaan eksternal, maka hutang akan dipilih perusahaan terlebih dahulu. **Keempat**, jika perusahaan harus menggunakan pendanaan eksternal yang lebih banyak maka perusahaan akan memilih dengan memakai hutang yang aman, kemudian dengan hutang yang berisiko, convertible securities, *preferred stock* dan terakhir adalah saham umum.

Tirole (1988); Shapiro, (1989); dan Allen *et al.* (1994) melalui studi empiris mereka berargumen bahwa efek strategis struktur modal akan mempengaruhi perilaku investasi perusahaan rival dimana peningkatan hutang perusahaan berkorelasi positif dengan keputusan investasi dan profitabilitas perusahaan itu sendiri, namun diperkirakan berpengaruh negatif pada laba dan perilaku investasi perusahaan rival untuk melakukan rekapitalisasi.

Baskin, (1989) dan Fama, *et al* (2000) dalam model *pecking order theory* menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki investasi besar cenderung memiliki *keputusan pendanaan* yang tinggi, dimana semakin besar kesempatan investasi semakin besar perusahaan menggunakan dana eksternal, khususnya hutang apabila dana internal tidak mencukupi. Pendapat ini mendukung pendapat Ross, (1977) yang mengatakan bahwa interaksi antara investasi dengan struktur modal mengakibatkan profitabilitas berpengaruh positif pada *keputusan pendanaan*. Namun bila dikaitkan dengan studi Kovenock dan Phillips, (1997) secara implisit hubungan tingkat *keputusan pendanaan* dengan investasi perusahaan akan signifikan dengan keberadaan variabel organisasi industri atau konsentrasi industri, yakni ketika industri semakin terkonsentrasi.

Model ini memfokuskan pada motivasi manajer perusahaan dibandingkan prinsi valuasi dari pasar modal. Dalam bentuknya yang paling sederhana, teori pecking order sebenarnya telah ada selama beberapa tahun sebelumnya, namun banyak ditolak oleh banyak ekonom modern karena dirasa tidak rasional. Konsep teori pecking order yang sederhana menganggap bahwa

ada pengaruh yang buruk dari ketidaksempurnaan pasar seperti biaya transaksi tinggi, investor yang tidak memiliki informasi, dan manajer yang sangat tidak sensitif terhadap valuasi pasar saham perusahaan yang sulit menerima sebagai gambar yang akurat dari pasar modal yang modern. Myers memberikan berusaha menjelaskan pandangan teori ini dengan menggunakan asumsi asimetris **pertama**, manajer perusahaan lebih mengetahui penghasilan perusahaan sekarang dan kesempatan investasinya dibandingkan investor luar. **Kedua**, manajer bertindak berdasarkan kepentingan terbaik dari pemegang saham yang ada.

Asumsi asimetris yang dijelaskan Myers, (1984) mengandung makna bahwa manajer yang mengembangkan atau menemukan kesempatan investasi yang bagus dengan *Net Present Value* positif tidak akan menyampaikan informasi tersebut kepada investor karena pernyataan tersebut tidak akan dipercaya. Kemudian semua tim manajemen berusaha mengumumkan proyek baru yang sedang dilakukan perusahaan dengan tujuan supaya harga beli saham naik. Sehingga mereka dapat menjual saham dengan harga yang lebih tinggi dan karena investor tidak mampu memverifikasi klaim tersebut dalam waktu yang lama terungkap, mereka akan member nilai rata-rata rendah terhadap semua saham perusahaan akan membeli saham baru yang diterbitkan hanya pada saat diskon besar dari nilai ekuilibrium tanpa informasi asimetris, manajer perusahaan memahami masalah ini dan pada kasus tertentu akan menolak untuk menerima kesempatan investasi dengan NPV positif jika dunia ini melibatkan

penerbitan saham baru karena ini akan memberikan nilai proyek yang terlalu banyak kepada pemegang saham baru dengan membebankan kepada pemegang saham yang lama.

Manajer tidak mudah dipercaya oleh investor sehingga mereka akan menempatkan nilai kecil pada saham biasa dan manajer akan dipaksa melepaskan kesempatan investasi yang bernilai karena tidak dapat menyampaikan informasi pribadi kepada investor lama secara kredibel. Ditambah lagi, masalah informasi dalam pasar keuangan adalah masalah yang disebabkan oleh sifat manusia, sehingga tidak dapat diatasi dengan pengurangan biaya transaksi atau pasar modal lainnya. Sehingga Myers dan Majluf, (1983) memberikan solusi dengan menahan *financial slack* yang cukup agar dapat mendanai proyek secara internal.

Financial slack merupakan kas perusahaan dan surat berharga yang dipegang perusahaan seperti kapasitas hutang yang tidak terpakai. Perusahaan yang memiliki *financial slack* yang cukup tidak akan pernah menerbitkan hutang berisiko atau sekuritas untuk mendanai investasinya. Sehingga perusahaan dapat mengatasi masalah informasi yang asimetris antara manajer dan investor. Selain itu, dalam aturan main investasi optimal dari Fisher menekankan bahwa manajer dapat menerima semua proyek dengan NPV Positif tanpa membahayakan investor lama. Jadi model ini memberikan penjelasan mengenai pola perusahaan yang profitabilitasnya tinggi dan berusaha menahan labanya sebagai ekuitas dan meningkatkan cadangan kas mereka dengan

membangun *financial slack* dan *financial flexibility*.

Model Myers dan Majluf, (1983) juga menjelaskan mengenai reaksi pasar saham terhadap peningkatan dan penurunan hutang, karena perusahaan yang memiliki kesempatan investasi berharga berusaha mendanai proyeknya secara internal menggunakan sekuritas yang rendah risiko jika harus memperoleh pendanaan eksternal, hanya perusahaan yang akan menerbitkan sekuritas adalah perusahaan dengan manajer yang menganggap saham perusahaan *overvalued*. Investor sangat paham akan adanya insentif ini dan sadar bahwa manajer memiliki informasi yang cukup baik tentang prospek perusahaan bila dibandingkan dengan dirinya sendiri, dan oleh sebab itu investor selalu berusaha menanggapi pengumuman penerbitan saham sebagai suatu berita buruk, sebagai tanda bahwa manajemen menganggap bahwa saham perusahaan akan *overvalued*.

Kelemahan teori pecking order ini adalah bahwa teori ini tidak dapat menjelaskan semua aturan main dalam struktur modal yang diamati serta sangat sarat dengan problem agency yang dapat meningkat signifikan ketika manajer perusahaan mengakumulasi begitu banyak *financial slack* sehingga mereka menjadi kebal terhadap peraturan pasar. Hal ini dapat terjadi jika perusahaan tidak memiliki kebutuhan untuk meningkatkan pendanaan eksternal yang baru, dan dengan demikian tidak dapat dihukum secara langsung melalui harga saham yang rendah, meskipun demikian *pecking order* teori terlihat lebih baik dalam menjelaskan aspek tertentu dari pola struktur modal yang diamati

dibandingkan dengan model lain, dan ini tentunya menjadi pilihan pendanaan perusahaan (sekuritas apa yang dipilih untuk diterbitkan) dan respon pasar terhadap penerbitan sekuritas.

2.1.5 Teori Pensinyalan (Signaling Theory)

Teori Signalling merupakan salah satu teori penting dalam ilmu manajemen, diawali dari kegiatan pendanaan, manajer dipercaya untuk merefleksikan nilai dari saham perusahaan. Pada umumnya pendanaan dengan hutang dianggap sebagai *signal* positif sehingga manajer percaya bahwa saham “*undervalued*”. Sebagai contoh anggap saja manajer menemukan adanya kesempatan investasi yang menguntungkan sehingga memerlukan adanya tambahan pendanaan. Manajer percaya bahwa prospek perusahaan kedepan sangat bagus yang diindikasikan dengan harga saham perusahaan sekarang. Dalam hal ini akan menguntungkan bagi para *stockholder* untuk menggunakan hutang dibandingkan dengan menerbitkan saham. Karena dengan penggunaan hutang ini merupakan sinyal positif. Sedangkan dengan adanya penerbitan saham dianggap sebagai sinyal negatif sehingga manajemen percaya bahwa saham “*overvalued*”. Hal ini akan mengakibatkan harga saham akan menurun, *underwriting cost* (menerbitkan saham) tinggi sehingga pendanaan dengan menerbitkan saham baru sangat mahal dibandingkan dengan penggunaan sumber pendanaan hutang.

Ross (1977) menyarankan perusahaan dengan *keputusan pendanaan* yang besar dapat dipakai manajer sebagai sinyal yang optimis akan masa depan

perusahaan. Teori signaling ini muncul karena adanya masalah asimetri informasi. Karena problem itu tetap ada dari waktu ke waktu maka perusahaan harus menjaga kapasitas cadangan pinjaman dengan menjaga tingkat pinjaman yang rendah. Adanya cadangan ini memungkinkan manajer untuk mengambil keuntungan dari kesempatan investasi tanpa harus menjual saham pada harga yang rendah. Dengan demikian akan mengirimkan sinyal yang sangat mempengaruhi harga saham.

Adanya asumsi pasar keuangan tidak merefleksikan semua informasi khususnya informasi yang belum tersedia ke publik, maka memungkinkan bagi manajer untuk memilih dalam menggunakan kebijakan pendanaan untuk menyampaikan informasi ke pasar. Manajer sebagai pihak dalam yang memiliki akses informasi tentang ekspektasi aliran kas perusahaan, akan memilih signal yang tidak terlalu ambigu tentang masa depan perusahaan. Jika mereka memiliki insentif yang tepat, untuk melihat bagaimana proses bekerja insentif ini, maka kita asumsikan manajer dilarang untuk memperdagangkan sekuritas dari perusahaan mereka. Hal ini menjaga mereka dari keuntungan dengan mengeluarkan *signal* yang salah, seperti mengumumkan berita buruk dan menjual singkat walaupun mereka tahu perusahaan bagus.

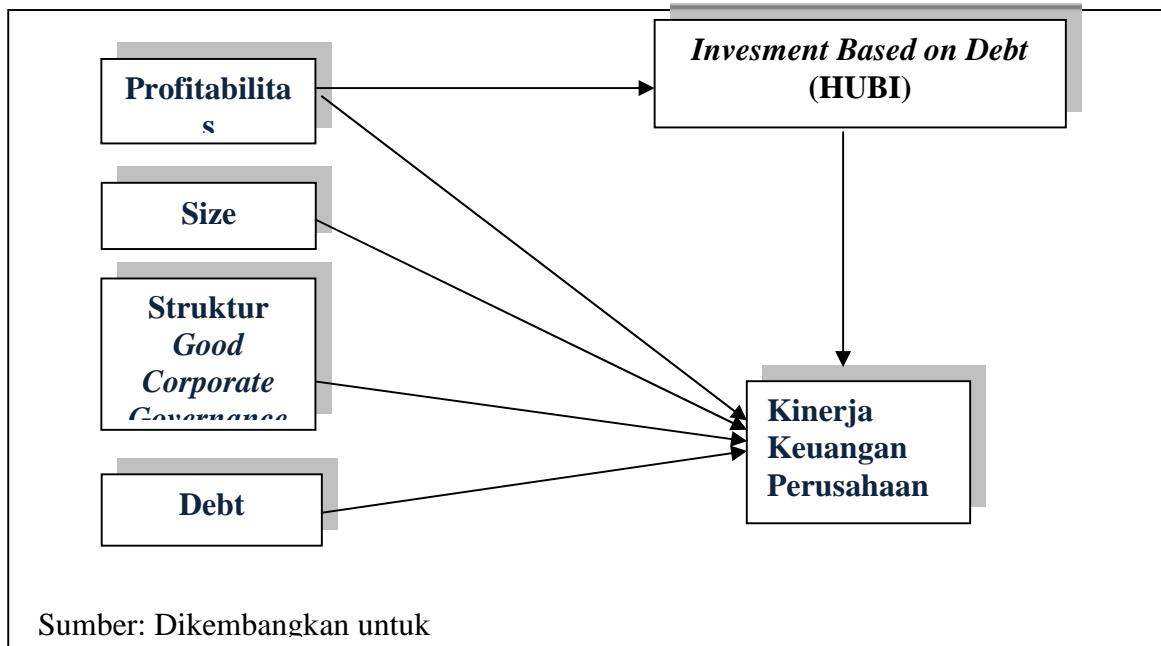
Myers dan Majluf (1983) juga membuat model *signaling* yang merupakan kombinasi dari keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Manajer mengetahui informasi lebih baik dari siapapun yang diasumsikan mengetahui nilai perusahaan sebenarnya dimasa depan. Selain itu manajer juga

di asumsikan bertindak sesuai dengan kepentingan dari pemegang saham lama, yaitu orang mempunyai saham di perusahaan ketika keputusan diambil. Pemegang saham lama juga diasumsikan pasif atau tidak melakukan apapun untuk mengubah portofolio mereka. Untuk lebih mudah maka kita asumsikan tingkat bunga adalah nol, dan tidak ada pajak, biaya transaksi, atau pasar tidak sempurna. Untuk memulai analisis kita anggap 2 kondisi yang sama (yaitu *good news* dan *bad news*). Perusahaan dengan *asset likuid* L_i dan *Tangible asset* A_i . Perusahaan tidak memiliki proyek dengan NPV positif dan tidak ada hutang. Informasi asimetris tercipta karena pihak dalam perusahaan yang diasumsikan mengetahui keadaan yang sesungguhnya terhadap perusahaan.

2.2 Usulan Model Teoritik Dasar

Model teoritik dasar ini dibentuk dengan cara menggabungkan pernyataan bahwa *investment based on debt* merupakan Kesempatan investasi yang ditunjukkan oleh besarnya varians pertumbuhan nilai pasar perusahaan dibandingkan dengan nilai asset riil perusahaan, dengan memperhatikan pertumbuhan hutang perusahaan. *investment based on debt* ini memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Usulan Model Teoritik Dasar untuk penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 2.4
Usulan Model Teoritikal Dasar
Peran investiment *based on debt* terhadap kinerja keuangan, *riset and development* pada industri farmasi guna mendukung pengembangan dan kemandirian obat di Indonesia



2.3 Pengaruh Struktur Corporate Governance, terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan pada telaah pustaka tentang hubungan kausalitas antara struktur *corporate governance* dalam perspektif teori keagenan (*agency theory*), maka dapat diajukan 3 hipotesis. Adapun pernyataan hipotesis tersebut adalah merupakan hubungan kausalitas antara variabel yang menjadi proksi dari struktur *corporate governance* yaitu *institutional ownership*; *boars independent*; dan *boars size* , terhadap nilai perusahaan di proxy oleh *tobinsq*. Dengan demikian, berdasarkan pada hubungan kausalitas antara *variabel-variabel* penelitian tersebut, maka dapat disusun beberapa sub bab yang menjelaskan hubungan antar variabel tersebut, yang akan diuraikan dibawah ini :

2.3.1 Pengaruh *Boards Independent* , terhadap kinerja keuangan perusahaan

Studi Beiner. *et al.* (2003) pada sekumpulan perusahaan yang terdaftar di *Swiss Stock Exchange*, dengan tujuan untuk menguji dampak dari *board size* terhadap kinerja perusahaan. Hasil studi Beiner. *et al.* (2003) menyarankan bahwa ukuran dari *board of directors* adalah suatu mekanisme pengendalian yang independen. Hipotesis 1 dalam penelitian ini sesuai dengan teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen (1986) menjelaskan bahwa konflik kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham terjadi dengan asumsi pemilik (*shareholders*) dan agen (*manager*) masing-masing menginginkan *return* yang tinggi terhadap proyek-proyek investasi tetapi dengan kepentingan yang berbeda terhadap risiko. Perbedaan terhadap risiko dijelaskan oleh Amihud dan Lev (1981) bahwa *boards independent* lebih berkepentingan terhadap risiko sistematis, sedangkan manajer lebih berkepentingan terhadap risiko tidak sistematis. Pawlina dan Renneboog (2005) menjelaskan bahwa konflik ini terjadi dalam perusahaan dengan *free cash flows* yang besar karena manajer akan melakukan investasi atas kelebihan kas yang diperoleh dari sumber dana internal ini untuk mengoptimalkan keuntungan pribadinya dengan tidak melakukan pembayaran dividen tunai kepada pemegang saham.

Pawlina dan Renneboog (2005) menjelaskan bahwa masalah keagenan terjadi karena adanya informasi asimetris antara pemegang saham dan manajer, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lainnya. Berbagai cara dapat dilakukan oleh manajer untuk memiliki informasi

lebih dibandingkan investor, misalkan dengan menyembunyikan, memanipulasi informasi yang diberikan kepada investor. Akibatnya investor tidak yakin terhadap kualitas perusahaan dan tidak mau membeli saham perusahaan, atau membeli saham perusahaan dengan harga yang sangat rendah. Penelitian pendukung tentang hubungan antara komisaris independen (*boards independent*) terhadap kinerja perusahaan (*Tobin's q*), dirangkum dalam tabel 2.2 berikut ini :

Tabel 2.2
Ihtisar dukungan Empirik Pengaruh *boards independent* terhadap Kinerja Perusahaan

No	Peneliti dan Tahun Penelitian	Hasil Penelitian	Arah Hubungan
1.	Lefort & Urzúa,(2008)	Peningkatan proporsi <i>boards independent</i> mempengaruhi kinerja perusahaan.	+
2.	Brick & Chidambaran, (2010)	Aktivitas <i>boards independent</i> memiliki dampak positif terhadap kinerja perusahaan .	+
3.	García-Ramos & García-Olalla, (2011)	<i>Boards independent</i> serta struktur kepemimpinan selalu mengarah pada kinerja perusahaan yang baik	+
4.	Sun, Yi, & Lin, (2012)	<i>Boards independent</i> berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.	+
5.	Black & Kim, (2012)	<i>Boards independent</i> yang anggotanya menampilkan berbagai peran yang berbeda secara positif terkait dengan kinerja Perusahaan.	+
6.	Min, (2013)	<i>Boards independent</i> berdampak positif pada kecenderungan memperoleh <i>abnormal return</i> yang bisa meningkatkan kinerja perusahaan.	+
7.	Saibaba, (2013)	<i>Boards independent, board size</i> memiliki dampak yang signifikan terhadap kinerja perusahaan.	+
8.	Q. Liang, <i>et al</i> , (2013)	proporsi <i>boards independent</i> berdampak positif signifikan pada kinerja bank dan kualitas <i>asset</i> yang akan meningkatkan kinerja perusahaan.	+

Sumber : Studi empirik yang di susun kembali untuk penelitian ini, 2016

Hipotesis 1:

Ukuran dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

2.3.2 Pengaruh *Board Size*, terhadap Kinerja Perusahaan.

Penelitian tentang dampak dari ukuran dewan komisaris terhadap kinerja perusahaan memiliki hasil positif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran dewan yang besar mampu melakukan pengambilan keputusan yang lebih baik sehingga mampu meningkatkan kinerja untuk pencapaian kinerja perusahaan. (Jensen, 1994 ; Lipton dan Lorsch, 1992; Yermack, 1996; Eisenberg. *et al.* 1998). Penelitian berikutnya yang sejalan dengan hasil di atas diantaranya adalah: Garg, (2007) menemukan bukti bahwa ukuran dewan komisaris (*board size*) dan independensi anggota dewan komisaris baik untuk perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan keluarga maupun kepemilikan non-keluarga mempunyai suatu pengaruh positif yang kuat dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Hipotesis 2 dalam penelitian ini sesuai dengan teori keagenan yang mengidentifikasi adanya potensi konflik kepentingan antara berbagai pihak yang berkepentingan di dalam perusahaan. Konflik tersebut disebabkan adanya perbedaan tujuan masing-masing pihak berdasarkan posisi dan kepentingannya terhadap perusahaan (Jensen dan Warner, 1988). Konflik seperti ini dikenal sebagai masalah keagenan (*agency problem*) yang sebenarnya muncul ketika mulai kompleksnya permasalahan yang dihadapi perusahaan. Pengendalian atas masalah keagenan di dalam proses pengambilan keputusan adalah penting bilamana manajer pada saat melakukan dan melaksanakan suatu keputusan

investasi. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hal ini merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan. Untuk mengatasi masalah keagenan ini dan untuk mengurangi *agency cost* yang muncul, diperlukan suatu mekanisme control dalam hal ini ukuran dewan komisaris dan penyelarasan kepentingan antara manajer, *stockholders*, dan *stakeholders*. Hipotesis 2 ini berdasarkan pada penelitian yang telah dilakukan Garg, (2007) menemukan bukti bahwa **Pertama**, terdapat suatu hubungan positif antara ukuran dewan komisaris dengan kinerja perusahaan; **Kedua**, ukuran dewan komisaris yang lebih besar adalah lebih efisien daripada yang lebih kecil, dan batas ukuran dewan ideal yang disarankan adalah 6 orang; **Ketiga**, suatu kinerja yang buruk mengikuti kepada ukuran dewan, yang pada gilirannya akan menghambat kinerja. Nguyen dan Faff, (2007) menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris yang lebih kecil terlihat menjadi lebih efektif dalam mewakili kepentingan para pemegang saham dengan demikian dewan komisaris yang lebih kecil berhubungan dengan kinerja perusahaan, yang diukur dengan *Tobin's q*, yang lebih tinggi. Mak dan Kusnadi, (2005) menemukan bukti yang konsisten bahwa terdapat suatu hubungan yang terbalik antara ukuran dewan dan *Tobin's q* pada perusahaan-perusahaan di Singapura dan Malaysia. Shaik *et al.* (2012) melakukan studi di *Tokyo Stock Exchange* dan menemukan bukti bahwa pengurangan ukuran dewan komisaris (*boards size*) adalah berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil studi yang berbeda telah ditunjukkan oleh beberapa peneliti lain, diantaranya Belkhir,

(2008) menemukan bukti yang bertentangan dengan prediksi teori yang menyatakan bahwa *boards of directors* yang lebih kecil adalah lebih efektif, tetapi ternyata kenaikan jumlah anggota dewan pada perusahaan-perusahaan perbankan tidak menurunkan kinerja. Sebaliknya, bukti yang ditemukan adalah bahwa terdapat kecenderungan adanya suatu hubungan positif antara *board size* dan *performance*, yang diukur dengan *Tobin's q* dan *return on assets*. Studi Mayur dan Saravanan, (2006) di India menemukan bukti bahwa ada pengaruh dari ukuran dewan terhadap kinerja perusahaan perbankan. Konsisten dengan konsep bahwa *corporate governance* adalah sebagai mekanisme kontrol terhadap kecenderungan manajer untuk berperilaku oportunistik, dimana variabel *board size* adalah sebagai salah satu proksinya. Penelitian pendukung tentang hubungan antara ukuran dewan komisaris (*boards size*) terhadap kinerja perusahaan, dirangkum dalam tabel 2.3 berikut ini :

Tabel 2.3
Ihtisar dukungan empirik pengaruh *boards size*, terhadap kinerja perusahaan

No	Peneliti dan Tahun Penelitian	Hasil Penelitian	Arah Hubungan
1.	Carter, <i>et al</i> (2003)	Terdapat hubungan positif yang signifikan antara <i>boards size</i> dan kinerja perusahaan.	+
2.	Kiel & Nicholson, (2003)	<i>Boards size</i> berkorelasi positif dengan kinerja perusahaan.	+
3.	Hovey, <i>et al</i> , (2003)	<i>Board size</i> , Kepemilikan saham berhubungan positif dengan kinerja perusahaan.	+
4.	Amedro & Attila, (2004)	<i>Board size</i> berdampak pada kinerja perusahaan	+
5.	Murphy & McIntyre, (2007)	<i>Board</i> sebagai instrumen penggerak korporasi ke depan, bertindak sebagai kontributor untuk menciptakan kinerja perusahaan.	+
6.	O'Connell & Cramer, (2010)	<i>Board size</i> memiliki dampak positif yang kuat terhadap profitabilitas, Tobin Q dan berbagai proksi keuntungan perusahaan.	+

Sumber : Studi empirik yang di susun kembali untuk penelitian ini, 2018

Dengan demikian, hipotesis 2 yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 2:

Ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan .

2.3.3 Pengaruh *Institutional Ownership*, terhadap kinerja perusahaan.

Penelitian-penelitian tentang pengaruh kepemilikan institusional terhadap harga saham atau kinerja perusahaan telah banyak dilakukan, namun hasil penelitian tersebut masih saling bertentangan. Hasil yang tidak konsisten tersebut membawa dugaan pada hubungan yang non-linier antara kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan. Pengaruh positif tingkat kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan akan menunjukkan pengaruh negatif setelah melampaui batas maksimal tertentu.

Hipotesis 3 dalam penelitian ini di dasarkan pada teori keagenan. Konsep *agency problem* dalam penelitian yang telah dilakukan Jensen dan Mackling (1976) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi *Institutional Ownership* atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk kepentingan dirinya dan tidak berdasar pada pemaksimalan kinerja perusahaan dalam pengambilan keputusan investasinya. Manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan pengambilan keputusan, risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham. Penyebab lain konflik ini adalah bahwa para pemegang saham hanya peduli pada risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik, sedangkan para manajer sebaliknya lebih peduli terhadap risiko perusahaan secara keseluruhan.

Pada *level* kepemilikan yang sangat tinggi terdapat kecenderungan investor institusional untuk memaksakan kebijakan tertentu yang tidak optimal, dengan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas melalui kekuatan voting yang dimiliki. Shleifer & Vishny. R, (1997) berpendapat bahwa tingkat kepemilikan institusional dalam proporsi yang cukup besar akan mempengaruhi kinerja pasar perusahaan. Dasar argumentasi ini adalah semakin besar *institutional ownership*, maka akan semakin efektif pula mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Penelitian lain dengan proporsi institusional ownership yang kecil memberikan hasil pengujian empiris berbeda, yang dilakukan oleh Wei, Xie, dan Zhang, (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan

institusi (*institutional ownership*) berpengaruh negatif dan signifikan pada tingkat 1% terhadap kinerja perusahaan. Shahid, (2003) yang melakukan studi di *Cairo* dan *Alexandria Stock Exchange* dalam tahun 2000.

Hasil analisis regresi yang telah dilakukan menunjukkan bahwa persentase kepemilikan yang dipecah (menjadi *Holding Company, Public Banks* dan *Insurance, Public Mutual Funds, Other Public Institutions, Private Banks* dan *Insurance, Private Mutual Funds*) tidak berpengaruh terhadap kinerja yang diukur dengan indikator-indikator pasar saham (*stock market performance indicators*) seperti rasio-rasio *price earning* (P/E) dan *price to book value* (P/BV), dengan indikasi bahwa di sana mungkin terdapat faktor-faktor lain (termasuk, ekonomi dan politik,) yang mempengaruhi kinerja perusahaan selain struktur kepemilikan. Konsisten dengan konsep bahwa *corporate governance* adalah sebagai mekanisme kontrol terhadap perilaku oportunistik manajerial, dimana variabel *institutional ownership* adalah sebagai salah satu proksinya. Penelitian pendukung hubungan antara Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) terhadap kinerja perusahaan, dirangkum dalam tabel 2. 4 berikut ini :

Tabel 2.4
Ihtisar Dukungan Empirik Pengaruh Kepemilikan Institusional
(*institutional ownership*), terhadap Kinerja Perusahaan

No	Peneliti dan Tahun Penelitian	Hasil Penelitian	Arah Hubungan
1.	Cornett, <i>et al</i> (2003))	Terdapat hubungan yang positif signifikan antara <i>institutional ownership</i> dengan arus kas hasil operasi perusahaan dan kinerja perusahaan.	+
2.	Wei, <i>et al</i> , (2005)	Saham milik negara dan <i>institutional ownership</i> secara positif signifikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.	+

3.	Yuan, <i>et al</i> , (2008)	<i>institutional ownership</i> yang lebih tinggi meningkatkan profitabilitas dan kinerja perusahaan.	+
4.	Kim Kim dan Lee (2008)	Kepemilikan keluarga, <i>institutional ownership</i> berhubungan positif dengan kinerja perusahaan.	+
5.	Liang, <i>et al</i> , (2011)	Pengaruh positif signifikan antara mekanisme kepemilikan Institusional terhadap kinerja perusahaan.	+
6.	Salehi, <i>et al</i> ,(2011)	Variabel tingkat pertumbuhan dan <i>institutional ownership</i> adalah faktor yang paling penting dan memiliki pengaruh positif pada kinerja perusahaan.	+
7.	Ruan & Tian, (2009)	Ada hubungan positif antara kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan.	+

Sumber : Studi empirik yang di susun kembali untuk penelitian ini, 2018

Dengan demikian, maka hipotesis 3 yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 3:

Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

2.4 Pengaruh Struktur Modal, terhadap kinerja perusahaan

Berdasarkan pada telaah pustaka tentang hubungan kausalitas antara struktur Modal dalam perspektif teori keagenan (*agency theory*), maka dapat diajukan 3 hipotesis. Adapun pernyataan hipotesis tersebut adalah merupakan hubungan kausalitas antara variabel yang menjadi proksi dari struktur modal yaitu ukuran perusahaan (*Firm Size*) ; *investment based on debt* ; profitabilitas terhadap kinerja perusahaan di proxy oleh *tobinsq*. Dengan demikian, berdasarkan pada hubungan kausalitas antara variabel-variabel penelitian tersebut, maka dapat disusun beberapa sub bab yang menjelaskan hubungan antar variabel tersebut, yang akan diuraikan dibawah ini :

2.4.1 Pengaruh Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) terhadap kinerja perusahaan

Penelitian mengenai (*Firm Size*) Ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan banyak memberikan hasil yang beragam. Diawali oleh penelitian yang dilakukan Marcus, (1969), Studi ini menemukan suatu hubungan yang positif. Dalei, (2012) membuktikan secara empiris di India dengan menggunakan data sampel perusahaan industri tahun 1996 hasilnya menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan kinerja perusahaan. Perusahaan yang lebih besar kurang memiliki dorongan untuk melakukan manajemen laba dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil, karena perusahaan besar dipandang lebih kritis oleh pemegang saham dan pihak luar. Perusahaan besar memiliki basis investor yang lebih besar, sehingga mendapat tekanan yang lebih kuat untuk menyajikan pelaporan keuangan yang dapat dipercaya (*credible*). Ammar *et al.* (2003) penelitian ini menggunakan data keuangan dari *National Bureau of Economic Research* untuk tahun 1985 sampai tahun 1996, menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang kecil, menengah, dan besar adalah berbeda secara signifikan untuk masing-masing dalam hal pencapaian tingkat profitabilitas mereka; profitabilitas mengalami penurunan (*drops*) ketika perusahaan-perusahaan bertumbuh lebih besar dari \$50 million dalam penjualan.

Smith, W., dan Watts (1992), menunjukkan dasar teori pada pengaruh dari ukuran (*size*) terhadap kinerja perusahaan sangat kuat. Ukuran untuk *Size* (ukuran) suatu perusahaan dapat di proxy-kan dengan kinerja kapitalisasi sahamnya dipasar modal. Saham-saham dengan kinerja kapitalisasi kecil dan

besar mempunyai perbedaan sensitivitas terhadap faktor risiko yang merupakan faktor penting untuk memberikan *pricing asset* (Chan, dan Lakonishok, 2002). Selain itu dikemukakan pula bahwa perusahaan-perusahaan kecil lebih terbuka terhadap penciptaan risiko dan perubahan-perubahan dalam menghadapi risiko. Sedangkan *return* dari perusahaan dengan variasi ukuran yang sama cenderung merespon faktor risiko dengan cara yang hampir yang sama, kemudian *return* mereka cenderung bergerak bersama. Perbedaan dalam karakteristik structural telah mengakibatkan ukuran perusahaan menjadi berbeda-beda, dimana tiap perusahaan berdasarkan ukurannya masing-masing bereaksi secara berbeda pula terhadap hasrat investasi. Perusahaan- perusahaan kecil memiliki kecenderungan untuk lebih sedikit didalam menghasilkan laba (Fama dan French 2000). Dalam penelitian ini, total penjualan digunakan sebagai alat ukur ukuran perusahaan, dengan mempertimbangkan bahwa kinerja penjualan relatif lebih stabil. Jika kinerja dari total aktiva, penjualan, atau modal itu besar, maka digunakan natural logaritma dari kinerja tersebut.

Ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh positif terhadap struktur modal, karena perusahaan besar cenderung memiliki volatilitas penghasilan dan arus kas netto yang lebih rendah (Fama dan French 2000). Konsep ukuran perusahaan cukup banyak digunakan untuk mengungkapkan struktur modal (Homaifar, 1994 ; Bhaduri, 2002 ; Barney 2001; Elyasiani, *et al*, 2010 ; García-Herrero, *et al* , 2009 ; Mirzaei dan Mirzaei, 2011; Guo *et al*. 2013). Diungkapkan bahwa perusahaan besar yang melakukan diversifikasi cenderung memanfaatkan

kapasitas hutang yang tinggi. Oleh karena itu, dapat diperkirakan perusahaan besar cenderung menerbitkan hutang lebih besar dibanding perusahaan kecil.

Ada banyak literatur yang luas tentang hubungan antara ukuran perusahaan (*size*) dan kinerja perusahaan. Acs dan Audretsch (2005) dan Rogers, (2004) menunjukkan bahwa perbedaan dalam kinerja perusahaan antara perusahaan dengan Ukuran (*size*) yang kecil dan besar disebabkan oleh perilaku yang berbeda terhadap investasi. Menggunakan output per unit R & D input, Acs, Audretsch, *at al*, (2000), telah menunjukkan hal yang sama.

Teori yang mendasari hubungan kedua variabel penelitian ini adalah teori keagenan, yang mengemukakan bahwa jika tindakan para manajer sesuai dengan harapan para pemegang saham, maka tidak terjadi permasalahan agensi. Mann dan Neil (1991) menyatakan apabila kepentingan manajer dengan pemegang saham adalah benar-benar sejalan, maka manajer akan mendistribusikan seluruh *free cash flow* kepada *shareholders*. Manajer cenderung untuk mengurangi kas yang ada di tangannya dan lebih berhati-hati dalam mengalokasikan dana yang tersedia, dan lebih ditujukan pada kepentingan peningkatan kesejahteraan pemegang saham.

Dengan demikian, maka besarnya ukuran perusahaan (*firm size*) akan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, Mueller & Rogers, (1980) melakukan pembuktian empirisnya dan menemukan bahwa ukuran perusahaan, yang diukur dengan jumlah karyawan, berkorelasi positif dengan investasi perusahaan manufaktur. Korelasi ini bervariasi dari industri ke industri. Lee dan

Jiung (2014) menunjukkan bahwa tidak ada hubungan antara produktivitas paten yang telah diperoleh dan ukuran perusahaan dalam industri farmasi tetapi bahwa ada korelasi positif dalam industri semi-konduktor. bahwa perusahaan kecil lebih banyak melakukan investasi dan lebih efisien dalam inovasi penelitian pendukung tentang hubungan (*firm size*) ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan dirangkum dalam tabel 2.6 berikut ini :

Tabel 2.6
Ihtisar dukungan empirik pengaruh (*Firm Size*) ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan

No	Peneliti dan Tahun Penelitian	Temuan	Arah Hubungan
1.	Vaona dan Pianta, (2006)	Produk inovasi, serta <i>size</i> perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.	+
2.	Heaney <i>et al.</i> (2007)	Terdapat hubungan positif antara struktur <i>good corporate governance</i> , dan ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan.	+
3.	Offenberg, (2009)	<i>size</i> perusahaan besar lebih berpotensi tinggi untuk dikontrol dalam tata kelola perusahaan, untuk pencapaian kinerja perusahaan yang maksimum.	+
4.	Symeou, (2011)	Kinerja perusahaan akan meningkat karena <i>size</i> Perusahaan juga berpotensi untuk terus tumbuh lebih tinggi apabila berada di Negara Besar.	+
5.	Humphery-Jenner dan Powell, (2011)	<i>Size</i> perusahaan pengakuisisi di Australia dapat meningkatkan kinerja perusahaan yang tinggi apabila melakukan perbaikan kinerja operasinya.	+
6.	Hou dan Dijk, (2012)	<i>size</i> perusahaan berpengaruh kuat dalam keputusan pengembalian investasi yang diharapkan investor untuk meningkatkan kinerja perusahaan.	+
7.	Tang, <i>at al.</i> , (2012)	<i>Size</i> perusahaan yang di proksi dengan ukuran dana yang dimiliki untuk kinerja perusahaan berhubungan positif signifikan dengan kinerja perusahaan.	+
8.	Pervan dan Visic, (2012)	<i>Size</i> perusahaan memiliki pengaruh yang positif yang signifikan terhadap kinerja perusahaan .	+

9.	Yildiz <i>et al.</i> (2013)	Ada hubungan positif antara investasi teknologi, <i>size</i> perusahaan, umur perusahaan dan inovasi terhadap kinerja perusahaan di Turki.	+
10.	Chen, (2013)	Terdapat pengaruh positif dan signifikan antara <i>size</i> perusahaan terhadap kinerja perusahaan .	+

Sumber : Studi empirik yang di susun kembali untuk penelitian ini, 2018

Dengan demikian, maka besarnya ukuran perusahaan (*firm size*) akan berpengaruh positif terhadap tingkat profitabilitas yang dicapai perusahaan. Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang diuraikan di atas, dapat dikemukakan bahwa apabila diasumsikan bila *size* perusahaan tinggi maka akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, maka hipotesis ke 4 yang dapat diajukan dalam hal ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis 4 :

Ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

2.4.2 Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap kinerja perusahaan

Hubungan manajer dengan pemilik dalam khazanah teori keagenan digambarkan sebagai hubungan antara principal dan agen. Sebagai agen manajer harus mampu mengelola keuangan melalui kombinasi berbagai keputusan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Keputusan manajer dalam pengelolaan keuangan ini menggambarkan komposisi pembiayaan dalam struktur keuangan perusahaan. Peningkatan pendanaan melalui hutang juga merupakan salah satu alternatif untuk mengurangi biaya keagenan. Hutang dapat mengendalikan manajer untuk mengurangi tindakan yang tidak efisien dan kinerja perusahaan menjadi lebih efektif sehingga penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat.

Semakin besar Ukuran (*size*) perusahaan maka akan semakin tinggi pula kebutuhan perusahaan terhadap modalnya. Semakin besar kebutuhan perusahaan terhadap modal, maka manajemen akan berusaha untuk memenuhinya dengan memanfaatkan dana eksternal melalui hutang.

Dalam komposisi tertentu hutang akan meningkatkan produktivitas perusahaan yang secara langsung akan meningkatkan kinerja perusahaan. Namun jika komposisi hutang terlalu berlebihan maka akan menurunkan kinerja perusahaan. Bahkan jika hutang jangka panjang sama dengan ekuitas maka perusahaan akan mengalami defisit. Oleh karena itu manajer harus berhati-hati dalam menentukan kebijakan hutang untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Tingkat hutang dihitung dari rasio total kewajiban (*liabilities*) terhadap total aktiva (Nekhili, *et al*, 2012; Cassar dan Scott 2003; Pao dan Chih 2005; Supanvanij 2006).

Struktur modal yang baik adalah struktur modal yang dapat memberikan keseimbangan antara marjinal manfaat penggunaan hutang dengan marjinal pengorbanan penggunaan hutang Miller dan Modigliani, (1961). Namun, dengan konsep biaya keagenan, struktur modal yang baik dapat diperoleh dengan mengimbangkan marjinal biaya keagenan hutang dengan marjinal biaya keagenan ekuitas (Jensen dan Meckling 1976 ; Mao, 2003). Teorinya mengasumsikan bahwa biaya keagenan penggunaan hutang meningkat sejalan dengan bertambahnya hutang. Proporsi penggunaan modal sendiri pada struktur

modal akan berkurang ketika hutang bertambah, sehingga biaya keagenan ekuitas menurun. Oleh karena itu untuk memperoleh rasio hutang atas modal sendiri yang optimal dapat dilakukan melalui perimbangan biaya keagenan hutang dengan manfaat hutang.

Meningkatkan penggunaan hutang akan meningkatkan biaya keagenan karena meningkatnya risiko keuangan dan peluang kebangkrutan (*financial distress*). Sepanjang manfaat penggunaan hutang masih besar, hutang akan ditambah, tetapi bila biaya keagenan menggunakan hutang sudah lebih besar daripada manfaat menggunakan hutang maka hutang tidak lagi baik untuk ditambah Stewart, (1984). Dengan demikian struktur modal yang baik menurut Stewart,(1984), dapat ditentukan dengan pengimbangan antara manfaat penggunaan hutang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan, yang disebut dengan model *balancing* atau *trade-off*. Ketika perusahaan mempertimbangkan *financial distress* dan *agency cost* karena hadirnya informasi asimetris, maka struktur modal optimal dapat ditentukan dengan pengimbangan manfaat penggunaan hutang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Implikasi model *trade-off* adalah semakin besar penggunaan hutang, semakin besar manfaat dari hutang, tapi hanya sampai titik tertentu.

Bringham, *et al* (1999) mengemukakan bahwa implikasi dari teori *trade-off* mengakibatkan perusahaan dengan risiko bisnis dan biaya keagenan yang tinggi menggunakan hutang yang rendah, sedangkan perusahaan yang terbebani tingkat pajak tinggi akan memperoleh manfaat penghematan pajak bila

menggunakan hutang. Penelitian pendukung tentang pengaruh Keputusan pendanaan terhadap kinerja perusahaan dirangkum dalam tabel 2.9 berikut ini :

Tabel 2.9
Ihtisar dukungan Empirik Pengaruh Keputusan pendanaan terhadap kinerja perusahaan

No	Peneliti dan Tahun Penelitian	Temuan	Arah Hubungan
1	Campello , (2006)	Terdapat pengaruh positif signifikan antara hutang rendah terhadap kinerja perusahaan.	+
2.	Ogawa, (2007)	Hutang yang dipergunakan untuk membiayai R & D ,berhubungan positif dan signifikan dengan kinerja perusahaan.	+
3.	Yuan, <i>et al.</i> (2008)	Total utang (pinjaman bank) memiliki dampak positif yang kuat terhadap kinerja perusahaan	+
4..	Fauzi dan Locke, (2012)	Utang Islam (sukuk), yaitu rasio hutang terhadap ekuitas dan ukuran perusahaan, memiliki dampak positif dan signifikan terhadap Kinerja Perusahaan.	+
5.	Ullah, <i>et al.</i> (2012)	<i>Keputusan pendanaan</i> yang diproksi oleh hutang jangka pendek terhadap <i>total aset</i> (STDTA) dan total hutang terhadap <i>total aset</i> (TDTA) memiliki hubungan positif signifikan dengan kinerja perusahaan diukur dengan <i>Return on Assets (ROA)</i> , <i>Gross Profit Margin (GM)</i> dan Tobin Q.	+
6.	Aygun, <i>et al.</i> (2014)	Struktur utang, tingkat investasi berpengaruh positif yang signifikan terhadap kinerja perusahaan.	+
7.	Chen, dan Jun, (2014)	Biaya hutang publik, heaging (lindung nilai) belanja modal komponen produksi berpengaruh positif signifikan terhadap Tobinsq.	+

Sumber : Studi empirik yang di susun kembali untuk penelitian ini, 2018

Dengan demikian, maka besarnya hutang perusahaan (*firm debt*) akan berpengaruh positif terhadap tingkat investasi perusahaan. Dengan demikian, hipotesis ke 5 yang diajukan adalah, sebagai berikut;

Hipotesis 5 :
Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan

2.4.3 Pengaruh Profitabilitas terhadap kinerja perusahaan

Miller dan Modigliani, (1961) dengan teori ketidakrelevanan dividen menyatakan bahwa kinerja perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan menghadapi risiko bisnisnya. Dengan kata lain, Miller dan Modigliani berpendapat bahwa kinerja perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan (Profitabilitas) yang dihasilkan oleh aktivasinya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi diantara dividen dan laba yang ditahan. Pernyataan ini didukung oleh (Black dan Kim, 2012; Miller, 1977). Hasil penelitian Utama and Santosa, (1998) yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta menemukan bukti bahwa dari empat faktor fundamental yang dianalisis hanya faktor profitabilitas (*return on asset*) yang mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diproksi dengan *price to book value* (P/BV), sedangkan ketiga faktor lainnya, seperti prospek pertumbuhan, tingkat risiko, dan kebijakan dividen memberikan hasil yang tidak signifikan.

Berbagai studi telah dilakukan untuk membuktikan bahwa profitabilitas adalah berhubungan positif dan signifikan dengan harga saham perusahaan (diantaranya hasil studi Garza-Gil *et al.* (2011); Brown dan Caylor, (2004), menganalisis pengaruh faktor fundamental dan risiko sistematis terhadap harga saham. Penelitian ini merupakan studi terhadap 16 perusahaan dalam industri barang konsumsi yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode tahun 1990

sampai tahun 1997 dengan mengasumsikan bahwa harga saham merupakan fungsi dari ROA, ROE, *Beta*, *Book Value*, *Debt to Equity Ratio* dan *Required Rate of Return*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa faktor fundamental seperti *return on assets*, *dividend payout ratio*, *debt to equity ratio*, *book value equity pershare*, dan indeks beta berpengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan.

Pengujian tentang relevansi laba akuntansi (*return on asset*) yang dilakukan oleh beberapa peneliti banyak dimotivasi oleh hasil studi (Ohlson, 1995; Feltham dan Ohlson, 1995). Penelitian-penelitian yang banyak diwarnai oleh kedua studi tersebut yang menggunakan gabungan laba dan kinerja buku antara lain Bartholdy dan Mateus, (2011). Temuan utama dari studi tersebut menunjukkan bahwa laba dan kinerja buku merupakan faktor yang signifikan mempengaruhi harga saham. Penelitian pendukung tentang hubungan antara Profitabilitas terhadap kinerja perusahaan, dirangkum dalam tabel 2.7 berikut ini:

Tabel 2.7
Ihtisar dukungan Empirik Pengaruh Profitabilitas terhadap Kinerja Perusahaan

No	Peneliti dan Tahun Penelitian	Temuan	Arah Hubungan
1	Olugbode, Elbeltagi, Simmons, & Biss, (2008)	<i>Return on asset</i> dan penerapan IT berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan .	+
2	Cai & Arvin, Ghosh, (2003)	Ada hubungan non-linear antara profitabilitas yang di proksi dengan ROA dan peningkatan kinerja perusahaan di masa depan.	+
3.	Magoro, (2009)	Perolehan ROA yang tinggi di industrinya disebabkan karena diferensiasi produk akan meningkatkan kinerja perusahaan.	+
4.	Xu, (2012)	ROA berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dimasa depan.	+
5.	Mansoori dan Muhammad, (2012))	ROA berpengaruh terhadap Kinerja Perusahaan, dapat diperoleh melalui peningkatan	+

		profitabilitas perusahaan dengan memperpendek periode konversi piutang dan Asset.	
6.	Battaglia & Gallo, (2015)	ROE, tata kelola serta struktur dewan direksi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan	+
7.	Liang, <i>et al</i> , (2015)	ROA, <i>Board Independence</i> dan kompensasi manajerial, serta faktor berbasis pasar memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan jangka panjang.	+
8.	Al-Ghamdi & Rhodes, (2015)	ROA, Konsentrasi kepemilikan keluarga, berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan	+
9.	Hamutyinei & Pamburai, (2015)	mekanisme <i>corporate governance return on asset (ROA)</i> dan kinerjatambah ekonomi (EVA) berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan	+

Sumber : Studi empirik yang di susun kembali untuk penelitian ini, 2016

Dengan demikian, maka besarnya Profitabilitas akan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan telaah pustaka yang diuraikan di atas, dapat dikemukakan bahwa apabila diasumsikan bila profitabilitas perusahaan tinggi maka akan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, maka hipotesis ke 6 yang dapat diajukan dalam hal ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis 6 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan

2.4.4 Pengaruh profitabilitas terhadap *Investment Based on Debt* (HUBI)

Kesempatan investasi sangat ditentukan oleh kondisi profitabilitas sebagai hasil operasionalisasi perusahaan. Profitabilitas yang merupakan bagian dari struktur modal dimaknai sebagai variasi dari jumlah penggunaan pembiayaan pada waktu tertentu dalam periode operasinya. Menurut Brealey dan S.Myers, (2005), problem struktur modal optimal merupakan masalah yang

banyak dihadapi perusahaan. Hasil penelitian Miller dan Modigliani, (1961) terhadap struktur modal memberikan pemahaman mendasar mengenai pengembangan kerangka teoritis struktur modal di masa depan.

Profitabilitas dalam struktur modal perusahaan menyebabkan biaya agensi. Biaya agensi timbul sebagai akibat dari hubungan antara pemegang saham dan manajer, dalam hubungannya dengan investasi. Manajer memiliki kepentingan untuk menyeimbangkan antara profitabilitas dan biaya, apabila perusahaan memilih sumber pembiayaan dari hutang muncul dari teori statis *trade-off* dikembangkan oleh Myers dan Majluf, (1984). Teori statis *Trade-off* ini terjadi apabila karena manajer berusaha menghemat pajak (Abor, 2008). Sedangkan Myers dan Majluf, (1983) dan Myers, (2001) mengembangkan konsep struktur modal yang optimal didasarkan pada gagasan informasi asimetris. Adanya asimetri informasi antara penyedia keuangan perusahaan yang menyebabkan munculnya biaya keuangan yang relatif bervariasi antara berbagai sumber pembiayaan. Misalnya, sumber keuangan internal (profitabilitas) di mana penyedia dana adalah perusahaan yang memiliki informasi lebih tentang perusahaan dari pemegang saham baru; dengan demikian, pemegang saham baru ini akan mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi atas investasi mereka. Argumen yang sama dapat diberikan antara penggunaan sumber dana internal dibandingkan jika menggunakan hutang. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa ada hirarki preferensi perusahaan sehubungan dengan pembiayaan investasi mereka. *Pecking order* teori ini menyatakan bahwa

perusahaan awalnya mengandalkan dana internal (misalnya, laba ditahan) di mana tidak ada kondisi asimetri informasi. Kemudian Perusahaan beralih ke sumber pembiayaan hutang jika memerlukan dana tambahan dan akhirnya mereka mengeluarkan ekuitas untuk menutup kebutuhan modal yang tersisa. Urutan preferensi mencerminkan biaya relatif dari berbagai pilihan pembiayaan Abor, (2008). Myers dan Majluf, (1983) mengemukakan bahwa perusahaan akan lebih memilih sumber pendanaan internal karena pembiayaan eksternal memiliki bunga tinggi. Jadi, menurut teori *pecking order*, perusahaan yang menguntungkan dan menghasilkan profitabilitas yang tinggi diharapkan menggunakan sumber pembiayaan sendiri, sedangkan perusahaan yang menghasilkan profitabilitas rendah lebih memilih hutang sebagai sumber pembiayaan investasi. Beberapa hasil penelitian yang konsisten dengan teori *pecking order* tersebut membuktikan semakin profitabel sebuah perusahaan diharapkan semakin memiliki sumber pendanaan internal yang lebih tinggi, (Rajan dan zingales, 1995; Ozkan 2001 ; Bevan. dan Danbolt, 2002; Pao dan Chih, 2005; Tong dan Green 2005; Akhtar, 2005; Sayilgan, *et al*, 2006; Supanvanij, 2006; Chen dan Strange, 2005). Validitas *pecking order hypothesis* akan terkonfirmasi manakala perusahaan yang profitabel lebih memungkinkan menggunakan dana internal Myers dan Majluf (1984b) ; Voulgaris, *et al*. 2002). Titman dan Wessels, (1988), Cassar dan Scott (2003) menunjukkan semakin besar profitabilitas perusahaan semakin rendah rasio hutang perusahaan. Demikian juga studi empiris yang dilakukan oleh Cai dan Arvin, Ghosh (2003)

menunjukkan validitas *pecking order* bahwa suatu perusahaan hanya akan melakukan penyesuaian struktur modal optimalnya ke rata-rata tingkat hutang industrinya, ketika tingkat hutang perusahaan berada di atas rata-rata tingkat hutang industrinya. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki tingkat hutang di bawah rata-rata tingkat hutang industrinya, tidak mempertimbangkan penggunaan hutang sebagai prioritas utama sumber pendanaannya. Oleh karena itu, Hubungan antara struktur modal dan profitabilitas tidak dapat diabaikan karena peningkatan profitabilitas diperlukan untuk bertahan hidup jangka panjang perusahaan. Karena pembayaran bunga atas utang dikurangkan pajak, penambahan utang dalam struktur modal akan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Oleh karena itu, penting untuk menguji hubungan antara struktur modal dan profitabilitas perusahaan untuk membuat keputusan struktur modal .

Ismail, *et al* . (2010) mengumpulkan data dengan menggunakan 107 perusahaan Singapura, terkait dengan keputusan struktur modal perusahaan. Dengan menggunakan data pada periode sepuluh tahun dari 2005 sampai 2010. Melalui analisis regresi, mereka menemukan hubungan positif antara profitabilitas dan investasi dengan utang sebagai persentase dari pembiayaannya. Penelitian pendukung tentang pengaruh Profitabilitas Terhadap Kesempatan Investasi dirangkum dalam tabel 2.8 berikut ini:

Tabel 2.8
Ihtisar dukungan empirik pengaruh profitabilitas terhadap *investment based on debt*

No	Peneliti dan Tahun Penelitian	Temuan	Arah Hubungan
1	Suharli, (2007)	Profitabilitas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara <i>investment opportunity</i> perusahaan	+
2.	Saini dan Sharma, (2009)	Penelitian, berdasarkan ukuran yang berbeda, mengungkapkan bahwa secara keseluruhan Posisi likuiditas Steel Authority of India Limited cukup memuaskan dan mendukung investasinya.	+
3.	Nobanee, <i>et al.</i> (2011)	Manajer dapat meningkatkan kinerja perusahaan dengan mengelola profitabilitas dalam modal kerja untuk menghasilkan keuntungan dalam investasinya.	+
4.	Vijay kumar, (2011)	Profitabilitas mempengaruhi kinerja investasi.	+
5.	Mansoori, (2012)	Manajer akan selalu berusaha meningkatkan kinerja mereka, dan meningkatkan profitabilitas perusahaan untuk mendukung investasi.	+
6.	Ayaydin. dan Karakaya. (2014)	Ada hubungan positif signifikan antara profitabilitas yang diproksi oleh ROI dengan Investasi	+
7.	Li, (2014)	Menemukan bahwa, industri padat karya, tingkat pendidikan karyawan dan profitabilitas perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap investasi yang lebih besar dimasa yang akan datang.	+
8.	Xi, Liu, dan Bose , (2014)	Ada pengaruh yang positif dan signifikan antara ROA (<i>Return on Asset</i>) jenis industri, kondisi perekonomian negara, dan karakteristik perusahaan seperti tingkat diversifikasi, kesehatan keuangan dan potensi pertumbuhan terhadap kesempatan investasi jangka panjang.	+
9.	Rauf, Qiang, dan Mehmood, (2014)	<i>Return on Assets</i> (ROA) dan <i>Return on Equity</i> (ROI) berpengaruh positif terhadap investasi teknologi (mobile banking) yang dipergunakan perbankan untuk meningkatkan kinerja perusahaan.	+

Sumber : Studi empirik yang di susun kembali untuk penelitian ini, 2018

Dengan demikian, maka besarnya profitabilitas perusahaan akan berpengaruh positif terhadap tingkat investasi perusahaan. Maka hipotesis ke 8 yang diajukan adalah, sebagai berikut;

Hipotesis 7 :
Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *investment based on debt*

2.4.5 Pengaruh *investment based on debt* terhadap kinerja perusahaan

Kesempatan investasi (*investment opportunity*) yang dimiliki oleh perusahaan sangat penting dalam menentukan bagaimana pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang. Pada saat perusahaan memiliki sejumlah investasi potensial yang dapat dilakukan dimasa depan maka kinerja perusahaan pun akan bertambah. Penelitian yang telah dilakukan sebelumnya mengenai sekumpulan kesempatan investasi (*investment opportunity set*) dilakukan oleh Myers, (1976) menjelaskan bahwa kinerja perusahaan (*firm value*) merupakan kombinasi antara kinerja dari asset dan kesempatan pertumbuhan (*growth opportunities*) yang dimilikinya. Kesempatan pertumbuhan tersebut dapat diestimasi dari banyaknya kesempatan yang dimiliki untuk berinvestasi. Kesempatan investasi yang memiliki NPV positif akan meningkatkan kinerja perusahaan. Jadi kinerja perusahaan tidak hanya dikinerjadari asset saja, tetapi oleh kesempatan yang dimilikinya untuk menghasilkan *cash flow* dimasa depan. Kesempatan pertumbuhan yang dilihat dari kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi keputusan-keputusan pembiayaan perusahaan. Kesempatan investasi yang dimiliki juga akan mempengaruhi struktur modal perusahaan, hutang, kebijakan dividen, pendanaan Smith, W., dan Watts, (1992).

Seberapa besar kinerja dimiliki oleh perusahaan mempengaruhi cara pandang manajer, investor dan kreditor atas kinerja perusahaan tersebut. Bagi investor yang berencana untuk menanamkan modalnya pada suatu perusahaan,

besarnya kesempatan pertumbuhan akan membentuk persepektif tentang besarnya tingkat pengembalian atas investasinya.

Aset yang dimiliki (*asset-in-place*) dan kesempatan pertumbuhan (*growth opportunities*) di masa depan merupakan sumber kinerja perusahaan (*value of the firm*). Kesempatan pertumbuhan perusahaan tergantung pada kesempatan-kesempatan investasi potensial yang dapat dimanfaatkan oleh perusahaan, yang disebut kumpulan kesempatan investasi (*investment opportunity set*).

Penelitian yang dilakukan Riahi-Belkaoui (1999) menunjukkan bahwa kesempatan pertumbuhan perusahaan yang dilihat dari kesempatan-kesempatan investasi yang dimiliki suatu perusahaan tergantung pada kelebihan dan keterbatasan yang dimiliki perusahaan. Kelebihan yang dimiliki perusahaan itu antara lain *size*, profitabilitas yang dimiliki, serta tatakelola perusahaan. Keterbatasan perusahaan antara lain faktor struktur keuangan berkaitan dengan pendanaan proyek potensial dan risiko bisnis yang dihadapi dalam investasi.

Penelitian pendukung tentang hubungan *investment based on debt* terhadap kinerja perusahaan dirangkum dalam tabel 2.9 berikut ini :

Tabel 2.9
Ihtisar dukungan Empirik pengaruh *investment based on debt* terhadap kinerja perusahaan

No	Peneliti dan Tahun Penelitian	Temuan	Arah Hubungan
1.	Lantz dan Sahut, (2005)	Pilihan investasi ini berkaitan dengan serangkaian Peluang Investasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan.	+
2.	Prasetyantoko, (2006)	Perusahaan di Indonesia masih lebih suka investasi yang tinggi akan meningkatkan kinerja	+

		perusahaan.	
3.	Adam, (2007)	Investasi dalam properti pabrik dan peralatan akan meningkatkan laba terkait kesempatan investasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan.	+
4.	Chow et al. 2(012)	Set Kesempatan Investasi (IOS) berpengaruh pada kebijakan bisnis, untuk meningkatkan kinerja perusahaan	+
5.	Kiyoshi, 2012	Tingkat pertumbuhan pendapatan adalah <i>proxy</i> yang paling penting bagi sebuah perusahaan yang memiliki peluang investasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan.	+
6.	Kato, <i>at al</i> (2012)	IOS berhubungan positif dengan kinerja perusahaan (<i>firm performance</i>)	+
7.	Holmes dan Maghrebi,(2015)	Investasi berpengaruh positif signifikan terhadap Kinerja perusahaan yang di proksi oleh <i>Tobinsq</i>	+
8.	Miho, (2014)	Aset milik perusahaan yang terdiri dari asset berwujud (bangunan, struktur, dll) dan tidak berwujud (pengetahuan, teknologi, sumber daya manusia, dll) berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan yang di proksi oleh <i>Tobin q</i> .	+
9.	Chen, (2014)	Jenis kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap perilaku investasi perusahaan dan kinerja perusahaan.	+
10.	Crisóstomo, <i>et al</i> (2014)	Ketidaksempurnaan pasar modal mempengaruhi investasi perusahaan di Brazil dan pengaruh tersebut lebih kuat dirasakan bagi perusahaan keuangan .	+

Sumber : Studi empirik yang di susun kembali untuk penelitian ini, 2018

Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang diuraikan di atas, dapat dikemukakan bahwa apabila diasumsikan bila *investment based on debt* meningkat akan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, maka hipotesis ke 9 yang dapat diajukan dalam hal ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis 8 :

***Investment based on debt* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.**

2.4.6 *Investment based on debt* memediasi pengaruh profitabilitas terhadap kinerja perusahaan

Jensen dan Meckling, (1976) berpendapat bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol, salah satunya adalah dengan memanfaatkan laba untuk investasi. Jika kebutuhan dana untuk investasi kurang, maka kebijakan meningkatkan pendanaan melalui hutang dapat dilakukan guna memaksimalkan investasi tersebut. Jensen, (1986); Jensen, (2002); dan Elyasiani, *et al*, (2010) berpendapat bahwa investasi dapat dilakukan dengan memanfaatkan *free cash flow* yang berlebihan. Namun terkadang manajer memilih proyek-proyek investasi dengan NPV negatif yang menyebabkan ketidak-efisienan dalam pengelolaan perusahaan oleh manajemen. Menurut teori peking order bahwa memanfaatkan profitabilitas yang dimiliki perusahaan, maka tidak ada kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Selanjutnya, Jensen dan Warner (1988) menyatakan bahwa kondisi ini menyebabkan *agency problem* yang tinggi. Upaya Manajer bekerja keras untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan meningkatkan profitabilitas. Namun jika profitabilitas tidak dimanfaatkan untuk investasi yang menguntungkan, maka tidak akan terjadi peningkatan kinerja perusahaan.

Sejalan dengan pendapat Jensen, (1986) di atas, ; Grossman dan Hart, (1980) menjelaskan bahwa profitabilitas tinggi dalam bentuk *free cash flow* dapat menciptakan suatu insentif bagi para manajer untuk bekerja lebih keras dan

membuat keputusan investasi yang lebih baik. Profitabilitas yang digunakan untuk memaksimalkan pembiayaan investasi perusahaan perlu memilih investasi yang aman dan mampu menghasilkan NPV dimasa yang akan datang. Jadi singkat kata dilakukan dengan hati-hati. Keuntungan maksimal dari investasi yang pada gilirannya akan meningkatkan profitabilitas perusahaan.

Suatu pandangan alternatif tentang kebijakan dividen dari DeAngelo, *et al* (2002) yang mengajukan *life cycle theory* yang mengkombinasikan elemen-elemen teori keagenan dari Jensen, (1986) dengan evolusi dalam sekumpulan peluang investasi (IOS) perusahaan seperti yang dikemukakan Fama *et al*, (2001) ; Grullon *et al*. (2005). Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan secara optimal merubah pola pemanfaatan profitabilitas selama beberapa waktu dalam merespon evolusi dari kumpulan peluang investasi. Teori ini memprediksi bahwa pada tahun-tahun awal, perusahaan membelanjakan profit mereka untuk membayar sedikit dividen untuk memaksimalkan peluang-peluang investasi yang dimiliki. Pada tahun-tahun berikutnya, ketika profitabilitas yang diperoleh melebihi peluang-peluang investasi maka saat itu perusahaan memiliki kelebihan dana internal yang bias digunakan untuk keperluan lain seperti pembayaran dividen dalam upaya mengurangi kemungkinan konflik agency. Kumar, dan Venkatesan, (2006). Rincian jurnal pendukung variable kebaruanHUBI sebagai pemediasi *return on asset* dan nilai perusahaan sebagai berikut :

Tabel 2.10
Ihtisar dukungan empirik terhadap *Investment based on debt* memediasi profitabilitas terhadap nilai perusahaan

No	Peneliti dan Tahun Penelitian	Temuan	Arah Hubungan
1.	Morgan, (2006)	Pertumbuhan pendapatan yang diperoleh melalui peningkatan profitabilitas berhubungan positif dengan investasi dalam upaya meningkatkan kinerja perusahaan.	ROA Investment kinerja Perusahaan (+)
2.	Chen, <i>et al</i> (2006)	ROA berubungan positif dengan peluang investasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan.	ROA IOS kinerja Perusahaan (+)
3.	Haneef, <i>et al</i> , (2012)	ROA Perusahaan perbankan berpengaruh positif terhadap Investasi perbankan.	ROA IOS kinerja Perusahaan (+)
4.	Ardestani <i>et al</i> . (2013)	Profitabilitas memainkan peran penting dalam menentukan Set kesempatan investasi (IOS) di sektor produk industri .	ROA Investment kinerja Perusahaan (+)
5.	Yildiz <i>et al</i> . (2013)	hubungan positif antara perolehan profitabilitas yang di (proksi dengan ROA yang tinggi) untuk digunakan pada investasi teknologi, di perusahaan Timur Tengah	ROA Investment kinerja Perusahaan (+)
6.	Kogan dan Papanikolaou (2014)	Terdapat pengaruh yang positif dan signifikan antara ROA, teknologi-investasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan.	ROA Investment kinerja Perusahaan (+)
7.	Arrfelt, (2014)	Terdapat pengaruh yang positif dan signifikan antara kondisi pasar , perolehan ROA terhadap kemampuan investasi gedung untuk meningkatkan kinerja perusahaan.	ROA Investment kinerja Perusahaan (+)
8.	Aktas, Croci, & Petmezas, (2015)	Terdapat pengaruh yang positif dan signifikan antara ROA, sebagai proksi tingkat modal kerja terhadap investasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan.	ROA Investment kinerja Perusahaan (+)
9.	Yang, Narayanan, & Carolis, (2014)	Terdapat pengaruh yang positif dan signifikan antara ROA, investasi melalui diversifikasi untuk penciptaan kinerja perusahaan.	ROA Investment kinerja Perusahaan (+)
10.	Tsao, Lin, & Chen, (2015)	Hasil penelitian menunjukkan bahwa ROA, Investasi R & D berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.	ROA Investment kinerja Perusahaan (+)
11.	Golec & Gupta, (2015)	ROA berpengaruh terhadap pengeluaran (R & D) dengan berinvestasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan.	ROA Investment kinerja Perusahaan (+)

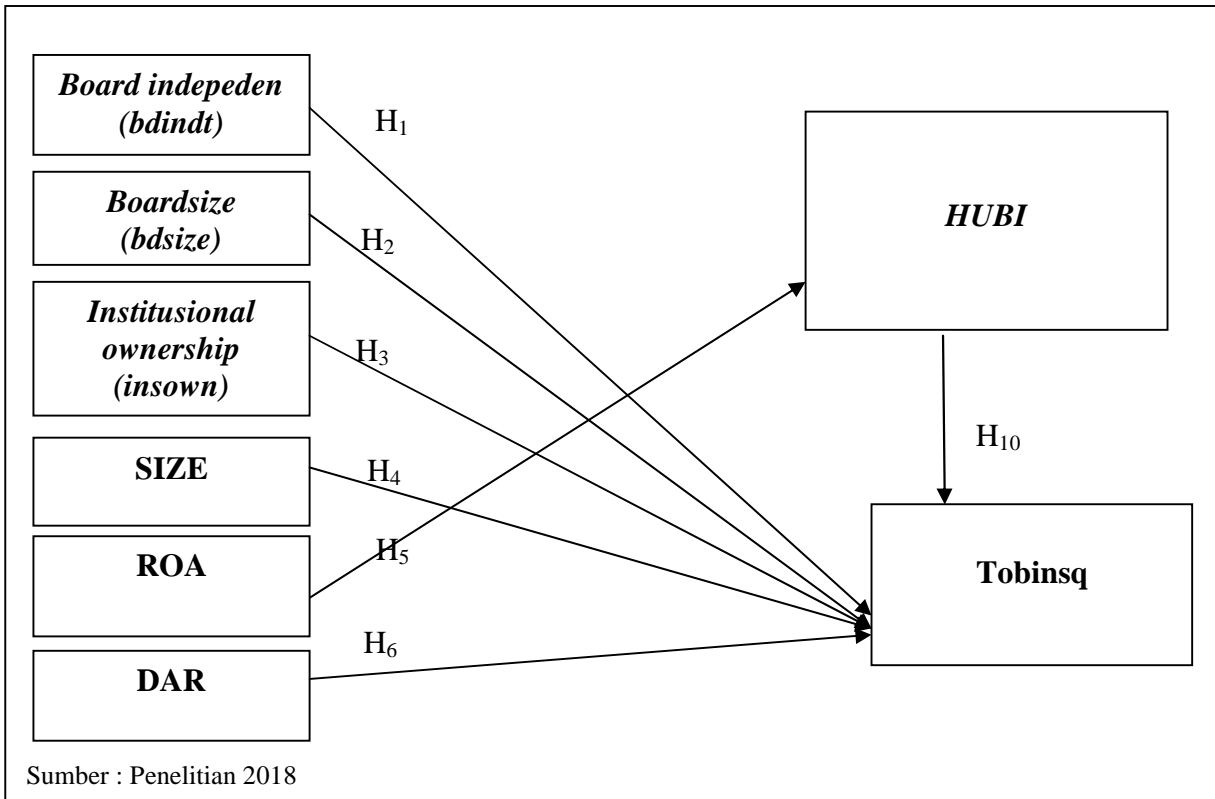
Sumber : Studi empirik yang di susun kembali untuk penelitian ini, 2018

Dengan demikian, berdasarkan pada telaah pustaka yang diuraikan di atas, maka diajukan hipotesis ke 10 yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 9 :

Investment based on debt memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Model Empiris



Keterangan :

- ROA : Return on Asset
- Institutional Ownership : Kepemilikan Institusional
- Board Independen : Komposisi Dewan Komisaris Independen
- Board Size : Ukuran Dewan Komisaris
- Dividen Payout Rasio : Kebijakan Dividen
- Lev/ Keputusan pendanaan : Kebijakan Hutang
- Hubi : *Investment based on debt*
- Size : Ukuran Perusahaan

Gambar 2.5 di atas dapat dipahami bahwa model penelitian empiris yang

terintegrasi atau *full model* ini adalah merupakan penjabaran secara utuh dari usulan model teoritik dasar (*the proposed dan theoretical model*) yang telah dikemukakan sebelumnya. Dengan demikian, model penelitian empirik yang terintegrasi ini adalah menyangkut tentang: Kebijakan Investasi berbasis hutang, kebijakan pendanaan, kinerja perusahaan, size perusahaan, dan struktur *corporate governance*.

Tabel 2.10
Ringkasan Hipotesis Penelitian

H1	Ukuran dewan komisaris independen (<i>boards independent</i>) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.
H2	Ukuran dewan komisaris (<i>boards size</i>) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan
H3	Kepemilikan institusional (<i>institutional ownership</i>) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan
H4	Ukuran perusahaan (<i>firm size</i>) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan
H5	Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan
H6	Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan
H7	Profitabilitas berpengaruh positif terhadap <i>investment based on debt</i>
H8	<i>Investment based on debt</i> berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan
H9	<i>Investment based on debt</i> memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

BAB III

Desain Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis faktor faktor penggunaan Profitabilitas untuk meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan model penelitian yang dikembangkan ini diharapkan dapat lebih menjelaskan lagi hubungan kausalitas antar variabel yang dianalisis, dan sekaligus dapat membuat implikasi penelitian yang berguna untuk pengembangan ilmu pengetahuan serta sebagai suatu metode dan teknik bagi pemecahan masalah yang ada. Sintesis dari beberapa teori dan hasil penelitian sebelumnya yang menghasilkan model teoritikal dasar yang merupakan model yang dibangun berdasarkan teori investasi, (*investment theory*), teori modigliani miller , teori keagenan, teori pensinyalan, teori peking order.

Data variabel penelitian merupakan data rasio yang runut waktu (*time series*) dan *cross section*, dimana antar variabel penelitian saling mempengaruhi, sehingga dalam penelitian ini menggunakan analisis jalur. Analisis jalur merupakan pengembangan dari model regresi yang digunakan untuk menguji kesesuaian (*fit*) dari matrik korelasi dari dua atau lebih model yang dibandingkan. Dengan analisis jalur digunakan untuk menguji secara empiris model multifaktor yang berupa hubungan beberapa variabel penelitian guna menjawab pertanyaan penelitian.

Rancangan penelitian ini bersifat penelitian kausal yang menggunakan metode *eksplanatori*, untuk menguji hipotesis penelitian dari karakteristik hubungan atau perbedaan antar kelompok dan interdependensi dari beberapa faktor. Hipotesis-hipotesis dalam penelitian ini dibangun berdasarkan model empirik, teori-teori serta hasil penelitian

terdahulu. Berdasarkan model yang dibangun akan dianalisis bagaimana pengaruh Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) terhadap terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*), bagaimana pengaruh Ukuran dewan komisaris (*boards size*) terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*), bagaimana pengaruh Ukuran dewan komisaris independen (*boards independent*) terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*), bagaimana pengaruh *Dividend Payout Ratio* terhadap *Tobin's q*, bagaimana pengaruh *Debt to Assets Ratio*; bagaimana pengaruh *Return On Asset* terhadap *Tobin's q*, bagaimana pengaruh *Debt to Assets Ratio* terhadap *Tobin's q*, dan bagaimana pengaruh Ukuran perusahaan (*firm size*) terhadap *tobin's q*

Pembentukan model penelitian empiris ini adalah untuk menjawab masalah penelitian yang telah dieksplorasi ke dalam enam pertanyaan penelitian, sebagaimana telah dikemukakan pada Bab I.

3.1 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu data yang dinyatakan dengan angka-angka yang menunjukkan besarnya nilai variabel yang diteliti. Sedangkan sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang didapat dari pihak lain yang telah menghimpunnya terlebih dahulu. Sumber data yang digunakan terdiri dari; (1) *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, terbitan tahun 2011 sampai dengan tahun 2017; (2) Laporan tahunan (*annual report*) untuk semua perusahaan yang terpilih menjadi anggota sampel, untuk tahun 2011 sampai dengan tahun 2017; (3) *JSX Monthly Statistic*, untuk terbitan Januari tahun 2011 sampai dengan Desember tahun 2017. Berdasarkan dimensi waktu dan urutan waktu, penelitian ini bersifat *cross-sectional* dan *time series* atau disebut *data panel*

(*data pooled*), karena selain mengambil sampel berupa kejadian pada suatu waktu tertentu juga mengambil sampel berdasar urutan waktu.

3.1.1 Populasi dan Sampel

Populasi adalah kumpulan individu atau obyek penelitian yang memiliki kualitas serta ciri-ciri yang telah ditetapkan. Berdasarkan pada kualitas dan ciri-ciri tersebut, populasi dapat dipahami sebagai kelompok individu atau obyek pengamatan yang minimal memiliki satu persamaan karakteristik (Collins, *et al* 1997). Adapun populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan periode pengamatan mulai dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2017.

Alasan digunakannya rentang waktu ini adalah, sebagai berikut: **Pertama**, penelitian ini menggunakan panel data atau *pooled data* yaitu gabungan antara *crosssection data* dengan *time series* data. Jadi, semakin lebar rentang waktu yang digunakan, maka akan semakin banyak jumlah sampel yang dapat diperoleh; **Kedua**, data tahun 2011 digunakan sebagai awal periode, dengan harapan dapat diperoleh laporan keuangan dengan kondisi perusahaan yang lebih obyektif, karena relatif jauh dari krisis keuangan yang terjadi pada tahun 1997; **Ketiga**, data tahun 2017 digunakan sebagai akhir periode, karena pada waktu pengumpulan data, Bursa Efek Indonesia (BEI) terakhir menerbitkan ICMD untuk tahun 2017 yang memuat laporan keuangan perusahaan-perusahaan untuk tahun 2018.

3.1.2 Sampel

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Metode *purposive* ini merupakan metode pengambilan sampel dimana peneliti memiliki kriteria atau tujuan tertentu terhadap sampel yang akan diteliti (Indriantoro, 1999). Adapun kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah, sebagai berikut: (1) perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun buku 2011 sampai dengan 2017 (2) perusahaan tersebut membagikan dividen; (3) perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh institusi dan publik selama periode pengamatan. Serta tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh institusi (*institutional ownership*); (4) tersedia data tentang jumlah seluruh anggota dewan komisaris (*boards size*); (5) tersedia data tentang jumlah anggota dewan komisaris independen (*boards independent*); (6) perusahaan tersebut mempunyai informasi yang berkaitan dengan berbagai pengukuran variabel, seperti: nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's q*, *debt to assets ratio*, *return on equity*, dan *systematic risk*.

3.2 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Dalam penelitian ini terdapat dua variabel terikat atau endogen yang dihipotesiskan pada pengembangan model empiris, yakni HUBI dan nilai perusahaan. Berikut ini dijelaskan jenis variabel dan definisi konseptual maupun operasional, disertai cara pengukurannya.

Nilai perusahaan sebagai variabel dependen yang sesungguhnya dalam penelitian ini diperkirakan akan dipengaruhi secara signifikan oleh profitabilitas . Pengaruh ini baik secara langsung maupun melalui variabel mediating dan variabel independen maupun variabel–variabel yang menggambarkan variabel *good corporate governance*. sebagaimana telah dikemukakan dalam usulan model teoritikal dasar.

Masalah dalam penelitian ini dirumuskan menjadi model yang bersifat simultan, yaitu suatu model yang dibentuk melalui satu variabel dependen yang dijelaskan oleh satu atau beberapa variabel independen, dimana sebuah variabel dependen pada saat yang sama akan berperan sebagai variabel independen bagi hubungan berjenjang lainnya (Ferdinand, 2005). Struktur *corporate governance* profitabilitas, dividen, pendanaan dan *size* perusahaan dalam penelitian ini adalah merupakan variabel independen. Sebagaimana telah dikemukakan Teori keagenan lebih menyoroti aspek mekanisme *internal corporate governance*. Kathleen M. Eisenhardt, (1989).

Dengan demikian struktur *corporate governance* yang digunakan dalam penelitian ini adalah struktur *corporate governance* internal yang diproksi dengan kepemilikan institusional, proporsi dewan komisaris independen, dan ukuran dewan komisaris. Sedangkan variabel yang merupakan variabel dependen dalam penelitian ini adalah variabel yang merupakan proksi dari nilai perusahaan, yaitu *Tobin's q* dan variabel HUBI. Variabel independen dalam penelitian ini adalah dividen yang di proksi dengan DPR, Profitabilitas yang di proksi dengan ROA serta kebijakan pendanaan yang di proksi dengan DAR. Sedangkan variabel independen yang

menggambarkan kebijakan tata kelola perusahaan adalah struktur *Good corporate governance* perusahaan, yang terdiri dari **pertama**, kepemilikan institusional yang di proksi dengan menggunakan indicator persentase jumlah saham yang dimiliki oleh institusi **kedua** komposisi dewan komisaris independen yang di proksi dengan menggunakan indicator persentase anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan dari seluruh ukuran anggota dewan komisaris perusahaan, **Ketiga** ukuran dewan komisaris yang di proksi dengan menggunakan indikator jumlah anggota dewan komisaris suatu perusahaan.

Definisi operasional dan pengukuran variabel penelitian

Variabel	Dimensi / Konsep Variabel	Pengukuran Variabel
Ukuran Perusahaan (SIZE)	Merupakan ukuran dari besarnya jumlah seluruh kekayaan (<i>total assets</i>) yang dimiliki perusahaan	<i>Natural Logarithm of Total Asset</i>
Hutang (DAR)	Merupakan ukuran (proporsi) dari penggunaan total hutang untuk membiayai seluruh investasi perusahaan.	$DAR = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$
Hutang Berbasis Inovasi (HUBI)	besarnya hutang perusahaan jika dibandingkan ekuitas yang dimiliki dengan memperhatikan pengeluaran riil R & D yang telah dikeluarkan perusahaan.	$HUBI = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}} \times \frac{\text{Total Cost R\&D}}{\text{Penjualan}}$
Pertumbuhan Penjualan	Merupakan tolok ukur keberhasilan suatu perusahaan dalam melakukan kegiatannya.	$\text{Growth sales} = \frac{TSt - TSt - 1}{TTSt - 1}$
<i>Good Corporate Governance</i>	Suatu sistem yang dibentuk untuk mengendalikan dan mengarahkan operasional perusahaan, terdiri atas Kepemilikan Institusional (INSOWN), Komposisi Dewan Komisaris Independen (BDINDT) dan Ukuran Dewan Komisaris (BDSIZE)	
Kepemilikan Institusional (INSOWN)	Merupakan jumlah kepemilikan saham oleh investor institusi terhadap seluruh jumlah saham yang beredar.	Persentase jumlah saham yang dimiliki institusi dari jumlah seluruh saham yang beredar.

Komposisi Dewan Komisaris Independen (BDINDT)	Merupakan jumlah anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan (independen) terhadap keseluruhan jumlah anggota dewan komisaris.	Persentase jumlah anggota dewan komisaris independen dari keseluruhan jumlah anggota dewan komisaris.
Ukuran Dewan Komisaris (BDSIZE)	Merupakan Jumlah seluruh anggota dewan komisaris yang dimiliki perusahaan.	Jumlah seluruh anggota dewan komisaris yang dimiliki perusahaan.

3.3 Metode Analisis Data

Berdasarkan telaah pustaka dan penelitian terdahulu, dapat diduga bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel-variabel *good corporate governance*, profitabilitas, kebijakan dividen, kebijakan pendanaan, ukuran perusahaan (*firm size*) dan HUBI. Berdasarkan model empirik yang ada pada bab II, terdapat variabel intervening yaitu HUBI. Metode analisis jalur (*path analysis*) digunakan untuk menguji pengaruh variabel mediating. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi berganda dan memungkinkan pengujian dengan menggunakan variabel mediasi (Ghozali, 2011). Sedangkan untuk menguji signifikansi mediasi (variabel intervening) menggunakan program LISREL (*Linear Structural Relationships*), karena merupakan satu-satunya program SEM yang dapat mengestimasi berbagai masalah SEM, serta merupakan program yang paling informatif dalam menyajikan hasil-hasil statistik (Ghozali, 2005).

Tahapan-tahapan dalam analisis data dan pengujian hipotesis dengan menggunakan program LISREL (*Linear Structural RELationships*) sebagai berikut : **Pertama**, Analisis deskriptif. **Kedua**, *Screening* data. **Ketiga**, Evaluasi model untuk menguji apakah model sudah fit. **Keempat**, Pengujian hipotesis.

3.3.1 Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum dan minimum (Ghozali, 2009). Standar deviasi, varian, maksimum dan minimum menunjukkan hasil analisis terhadap *disperse* data. Varian dan standar deviasi menunjukkan penyimpangan data terhadap nilai rata-rata (*mean*). Apabila standar deviasinya kecil, berarti nilai sampel atau populasi mengelompoknya di sekitar nilai rata-rata hitungnya. Karena nilainya hampir sama dengan nilai rata-rata, maka dapat disimpulkan bahwa setiap anggota sampel atau populasi mempunyai kesamaan. Sebaliknya, apabila nilai deviasinya besar, maka penyebaran dari nilai rata-rata juga besar.

3.3.2 Screening Data

Screening data dilakukan sebelum melakukan analisis *Structural Equation Modeling* (SEM), untuk memberikan gambaran mengenai deskriptif data yang terdiri dari mean, minimum, maksimum, standar deviasi skewness dan kurtosis, dan untuk memenuhi asumsi-asumsi SEM yaitu normalitas data dan *multicollinearity* (Ghozali, 2005). Data dikatakan normal jika membentuk distribusi normal. Jika asumsi distribusi normal tidak terpenuhi dan penyimpangan normalitas besar, maka seluruh hasil uji statistik tidak valid karena perhitungan uji *t* dan sebagainya, dihitung dengan asumsi data normal. Pengujian normalitas data dilakukan dengan menggunakan nilai statistik *z* untuk

skewness dan kurtosis. Nilai *skewness* dan atau nilai *kurtosis* dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$Z_{skewness} = \frac{Skewness}{\sqrt{6/N}} \quad \text{Atau} \quad Z_{kurtosis} = \frac{kurtosis}{\sqrt{24/N}}$$

Apabila nilai z-nya signifikan (kurang dari 0,05 pada tingkat 5%), maka hasil pengujian menunjukkan data berdistribusi tidak normal, sedangkan apabila nilai z-nya tidak signifikan (lebih besar dari 0,05 pada tingkat 5%) hasil pengujian menunjukkan data berdistribusi normal.

Asumsi *multicollinearity* mengharuskan tidak adanya korelasi yang sempurna atau besar diantara variabel-variabel independen, yang ditunjukkan dengan nilai korelasi antar variabel *observed* yang tidak boleh sebesar 0,9 atau lebih.

3.3.3 Menilai Goodness of Fit Model

Model penelitian empiris dalam penelitian ini dikembangkan berdasarkan telaah teori dan hasil penelitian terdahulu, yang telah diuraikan pada Bab II. Model dalam penelitian ini memaparkan pengaruh antara Ukuran Perusahaan (SIZE); Hutang (DAR) ; Hutang Berbasis Inovasi; Pertumbuhan Penjualan; *Good Corporate Governance* yang terdiri dari Kepemilikan Institusional (INSOWN); Komposisi Dewan Komisaris Independen (BDINDT); Ukuran Dewan Komisaris (BDSIZE).

Pengujian atas hubungan antar variabel pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan analisis jalur (*Path Analysis*). Analisis jalur merupakan

perluasan dari analisis regresi untuk linear berganda. Diagram alur yang dikembangkan dalam penelitian empiris ini, disusun seperti yang terlihat pada gambar 3.2 diatas berikut ini diuraikan hubungan antar varibel dari 2 model yang digunakan dalam penelitian ini. **Model pertama**, *Board indepeden (bdindt)*; *Boardsize (bdsiz)*; *Institusional ownership (insown)*; *SIZE*; *ROA* dan *DAR* terhadap nilai perusahaan. **Model kedua** menghubungkan antara variable ROE Terhadap HUBI sedangkan **model ketiga**, menghubungkan antara variable HUBI dengan Nilai Perusahaan.

BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Deskriptif

Data yang dikumpulkan pada penelitian ini bersumber dari Pusat Referensi Pasar Modal Bursa Efek Indonesia (d/h Bursa Efek Jakarta/BEI) dengan cara men *download* dari **Bloomberg** dari Pusat Data Pasar Modal (PDPM) Undip. Perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur. Perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel tersebut adalah perusahaan dalam industri manufaktur di BEI yang memiliki kriteria sebagai berikut: Memeriksa jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dari tahun 2011 sampai dengan 2017 terutama perusahaan farmasi yang menyajikan laporan tahunan. Jumlah perusahaan yang mengungkapkan penerapan *Corporate Governance* dan struktur modal dalam laporan tahunan di media Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2011 hingga 2017. Secara keseluruhan jumlah sampel yang memenuhi kriteria selama 7 tahun sebanyak 77 observasi. Selengkapnya pada Tabel 4.1 mengenai data penelitian

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
MVE (Juta)	77	372000	39526100	7379209.23	9131283.755	2.093	.274	3.963	.541
Debt (Juta)	77	208899	15216987	4808021.97	4643810.195	.986	.274	-.465	.541
Asset (Juta)	77	1518534	33397766	10327398.04	8582157.117	1.168	.274	.454	.541
% Ind Com	77	25.00	66.66	39.0591	8.99468	.825	.274	.423	.541
ROA t-1 (%)	77	-43.3000	16011.0000	213.330779	1824.0229725	8.775	.274	76.996	.541
ROE t-1 (%)	77	-137.8200	62.6100	8.097792	21.8698210	-4.061	.274	26.590	.541
Size Com	77	3	9	4.83	1.780	.592	.274	-.880	.541
HUBI	77	3093.0000	1902212.0000	319534.956234	428239.5951765	2.271	.274	5.200	.541
Tobin Q	77	.2917	3.5230	1.267610	.6048172	1.429	.274	2.257	.541
Valid N (listwise)	77								

4.2 Pengujian Asumsi Model Penelitian Empiris

Data yang diperoleh dari hasil penelitian kemudian diolah dengan menggunakan teknik analisis data yaitu *Partial Least Square* (PLS). PLS menurut word dalam Ghozali (2008) merupakan metode analisis yang *power full*. Oleh karena tidak didasarkan oleh banyak asumsi. Penelitian ini menggunakan PLS sebagai teknik analisis data dengan software *SmartPLS* versi 2.0 yang dapat di download dari <http://www//smartpls.de>. Metode PLS mempunyai keunggulan tersendiri diantaranya: data tidak harus terdistribusi normal *multivariate* (indicator dengan skala katagori, ordinal, interval sampai rasio dapat digunakan pada model yang sama) dan ukuran sampel tidak harus besar. Sesuai dengan penjelasan bab III akan disajikan urutan sebagai berikut:

4.2.1 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas adalah uji yang dilakukan untuk memastikan apakah di dalam sebuah model regresi ada interkorelasi atau kolineritas antar variabel bebas. Interkorelasi adalah hubungan yang linear atau hubungan yang kuat antara satu variabel bebas atau variabel predictor dengan variabel *predictor* lainnya. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak *orthogonal* (yaitu variabel bebas yang nilai korelasinya antar sesama variabel bebas sama dengan nol). Uji *multikolinieritas* dapat dilihat dari (1) nilai *tolerance* dan lawannya (2) *Variance inflation factor* (VIF). *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang dipilih yang tidak dijelaskan

oleh variabel independen yang lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi ($VIF = 1 / Tolerance$). Nilai *Cutt off* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai *tolerance*, 0,10 atau sama dengan nilai $VIF > 10$. Selengkapnya disajikan dalam tabel 4.3 yaitu tabel *quality criteria : Collinearity statistic*.

Tabel 4.3
Quality Criteria : Collinearity Statistic

	VIF
bdsi	1,000
forow	1,000
hubi	1,000
indcom	1,000
insown	1,000
roa	1,000
roe	1,000
tobinsq	1,000

Tabel 4.4
Inner VIF Values

	BDSIZE	FOROWN	HUBI	INDCOM	INSOWN	ROA	ROE	TOBINSQ
BDSIZE			1.879					2.456
FOROWN			2.356					3.012
HUBI								2.578
INDCOM			3.124					1.246
INSOWN			2.868					2.678
ROA			1.254					3.125
ROE			1.577					2.870
TOBINSQ								

Berdasarkan tabel 4.3 tersebut dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini tidak terjadi multikolinieritas didalam model regresinya karena dari hasil perhitungan nilai VIF kurang dari 10.

4.2.2 Uji *Goodness of Fit* Model Penelitian Empiris

Pengujian kebaikan model dengan PLS dilakukan dengan melihat nilai: (1) SRMR atau *standardize Root Mean Square Residual* yang didefinisikan sebagai perbedaan antara korelasi diamati dan model tersirat korelasi matriks. Dengan demikian, hal ini memungkinkan menilai rata-rata besarnya perbedaan antara korelasi yang diamati dan diharapkan sebagai ukuran mutlak (model) sesuai dengan kriteria. Nilai yang diharapkan SRMR kurang dari 0,10 atau dari 0,08 (Hu dan Benter, 1999). Henseler *et al.* (2014) memperkenalkan SRMR sebagai kebaikan sesuai ukuran *misspecification*. Dan (2) NFI atau Normal Fit Index merupakan ukuran basis kesesuaian model dengan basis komparatif terhadap base line atau model *noll*, nilai yang diharapkan lebih besar dari 0,90. Selengkapnya tersaji dalam tabel 4.4 mengenai *Quality Criteria : Model Fit Summary*.

Tabel 4.5
Quality Criteria : Model Fit Summary

	Saturated Model	Estimated Model
SRMR	0,000	0,000
d_ ULS	0,000	0,000
d_ G	0,000	0,000
Chi-Square	0,000	0,000
NFI	1,000	1,000

Sumber : Output PLS-Outer Model

Dari tabel 4.4 tersebut dapat disimpulkan bahwa model penelitian fit, karena nilai SRMR sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,10 dan nilai NFI sebesar 1,000

4.3 Pengujian dengan SmartPLS 3.0

4.3.1 Pengujian Full Model

Penelitian ini menggunakan data sekunder, variabel yang digunakan merupakan variabel laten yang memiliki satu konstrukformatif. Tujuan penelitian adalah untuk menguji efek mediasi dari variabel HUBI dalam hubungan antara struktur tata kelola yang terdiri dari Ukuran dewan komisaris independen (*board independent*); Ukuran dewan komisaris (*board size*); Kepemilikan institusional (*institutional ownership*); Proporsi Kepemilikan Institusi; SIZE; ROA dan DAR terhadap nilai perusahaan, variable ROE Terhadap HUBI dan variable HUBI dengan Nilai Perusahaan. Pengujian dalam penelitian ini dilakukan dengan program SmartPLS 4.0 . Pengujian SmartPLS 4 menggunakan model *fit and Quality indicates, path coefficients* dan *p-value*. Pengujian model fit digunakan untuk melakukan interpretasi apakah suatu model telah memenuhi kriteria *goodness of fit* untuk mendeteksi masalah multikolinieritas antar variabel independen (*eksogen*).

Hasil pengujian full model penelitian dengan smartPLS 4.0 disajikan dalam gambar 4.5 berdasarkan *output model fit and quality indicates model* mempunyai nilai SRMR = 0,023 < 0,08 ; NFI = 0,982, > 0,90 ; dan VIF < 3,3. Mengacu pada ketentuan tersebut, dapat disimpulkan bahwa model penelitian ini adalah fit.

Tabel 4.6 menunjukkan bahwa koefisien jalur dan nilai t dari setiap hubungan langsung (*direct effect*) hubungan tidak langsung (*Indirect effect*),

total effect dan *effect size* dalam model penelitian. Hasil pengujian *Model Fit and Quality Indicators, Path Coefficients dan -Value, Indirect Effect, Total Effect, Effect Size – Full Model* dengan menggunakan indikator-indikator dapat dilihat pada tabel 4.6 berikut ini .

Tabel 4.6.
Model Fit and Quality Indicators, Path Coefficients dan -Value, Indirect Effect, Total Effect, Effect Size – Full Model
Model Fit and Quality Indicators
SRMR = 0,000 < 0,08
NFI = 1,000, > 0,90
VIF= 1,000 < 3,3

Jalur	Coefficients	P Values
BDSIZE -> HUBI	0,168	0,001
BDSIZE -> TOBINSQ	0,027	0,436
FOROWN -> HUBI	0,331	0,000
FOROWN -> TOBINSQ	0,171	0,199
IEBED -> TOBINSQ	0,828	0,007
INDCOM -> HUBI	0,144	0,049
INDCOM -> TOBINSQ	-0,029	0,376
INSOWN -> HUBI	0,035	0,277
INSOWN -> TOBINSQ	0,189	0,046
ROA -> HUBI	0,301	0,000
ROA -> TOBINSQ	0,461	0,000
ROE -> HUBI	0,051	0,171
ROE -> TOBINSQ	0,084	0,162

Indirect Effect	Coefficients	P Values
BDSIZE -> HUBI		
BDSIZE -> TOBINSQ	0,139	0,018
FOROWN -> HUBI		
FOROWN -> TOBINSQ	0,274	0,010
IEBED -> TOBINSQ		
INDCOM -> HUBI		
INDCOM -> TOBINSQ	0,120	0,065
INSOWN -> HUBI		
INSOWN -> TOBINSQ	0,029	0,247
ROA -> HUBI		

ROA -> TOBINSQ	0,249	0,019
ROE -> HUBI		
ROE -> TOBINSQ	0,042	0,168

<i>Total Effect</i>	Coefficients	P Values
BDSIZE -> HUBI	0,168	0,001
BDSIZE -> TOBINSQ	0,112	0,236
FOROWN -> HUBI	0,331	0,000
FOROWN -> TOBINSQ	0,104	0,233
IEBED -> TOBINSQ	0,828	0,007
INDCOM -> HUBI	0,144	0,049
INDCOM -> TOBINSQ	0,091	0,271
INSOWN -> HUBI	0,035	0,277
INSOWN -> TOBINSQ	-0,160	0,058
ROA -> HUBI	0,301	0,000
ROA -> TOBINSQ	0,710	0,000
ROE -> HUBI	0,051	0,171
ROE -> TOBINSQ	0,126	0,070

<i>Effect Size (f SQUERE)</i>	Coefficients	P Values
BDSIZE -> HUBI	0,121	0,138
BDSIZE -> TOBINSQ	0,001	0,492
FOROWN -> HUBI	0,521	0,150
FOROWN -> TOBINSQ	0,033	0,278
IEBED -> TOBINSQ	0,249	0,122
INDCOM -> HUBI	0,146	0,146
INDCOM -> TOBINSQ	0,002	0,484
INSOWN -> HUBI	0,011	0,452
INSOWN -> TOBINSQ	0,111	0,282
ROA -> HUBI	0,503	0,047
ROA -> TOBINSQ	0,285	0,166
ROE -> HUBI	0,023	0,405
ROE -> TOBINSQ	0,022	0,367

Sumber : Data yang diolah dalam penelitian ini

Tabel 4.6 menyajikan *R squared* (R^2), *Q Squared* (Q^2) dan *full collinearity* VIF. R^2 dapat digunakan untuk menjelaskan pengaruh variabel

laten eksogen terhadap variabel laten endogen apakah mempunyai pengaruh yang *substantive*. Q^2 digunakan untuk mengetahui apakah model memiliki *predictive relevance* ataukah tidak. Nilai $Q^2 > 0$ menunjukkan model mempunyai *predictive relevance* sedangkan nilai $Q^2 < 0$ menunjukkan bahwa model kurang memiliki *predictive relevance*. Sedangkan *full collinearity* VIF merupakan hasil pengujian kolineritas penuh yang meliputi *multikolineritas vertical* dan *lateral*. Kriteria untuk *full collinearity* tes adalah nilainya harus lebih rendah dari 3,3 (Kock, 2013).

Hasil pengujian menunjukkan nilai R^2 masing-masing variabel endogen adalah selengkapnya tersaji dalam tabel 4.6 yaitu tabel mengenai *R squared*, *Q squared* dan *full collinearity* VIF.

Tabel 4.7
***R squared, Q squared dan full collinearity* VIF.**

<i>R squared</i>	Coefficients
HUBI	0,590
TOBINSQ	0,572
R Square Adjusted	
HUBI	0,589
TOBINSQ	0,570
<i>Full collinearity</i> VIF	

Sumber : Data yang diolah dalam penelitian ini

Dari tabel 4.7 tersebut dapat dimaknai bahwa variabel nilai perusahaan yang di proksi oleh TOBINSQ dipengaruhi oleh variabel HUBI; Ukuran dewan komisaris independen (*board independent*); Ukuran dewan komisaris (*board size*); Kepemilikan institusional (*institutional ownership*); SIZE; ROA dan DAR terhadap nilai perusahaan.

Variabel HUBI dipengaruhi oleh variabel Ukuran dewan komisaris sebesar 1.879, Ukuran dewan komisaris independen sebesar 3.124, Kepemilikan institusional sebesar 2.868, ROA sebesar 1.254, dan ROE sebesar 1.577.

Variabel nilai perusahaan yang di proksi oleh TOBINSQ dipengaruhi oleh variabel Ukuran dewan komisaris (*board size*) sebesar 2.456, Proporsi Kepemilikan Investor Asing sebesar 3.012, HUBI sebesar 2.578, Ukuran dewan komisaris independen (*board independent*) sebesar 1.246, Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) sebesar 2.678, sedangkan ROA sebesar 3.125, ROE sebesar 2.870.

4.3.2 Hasil Estimasi Model

Setelah dilakukan pengolahan data dengan metode PLS dapat diperoleh output dari Inner model yang menggambarkan model structural yang menghubungkan antar variabel laten, yaitu variabel yang berfungsi sebagai variabel bebas dan akan dipengaruhi oleh variabel terikat, yaitu **Pertama**, *Investment effectiveness based on environmental dynamic* (IEBED) dipengaruhi oleh Ukuran dewan komisaris (*board size*), Proporsi Kepemilikan Investor Asing, Ukuran dewan komisaris independen (*board independent*),

Kepemilikan institusional (*institutional ownership*), ROA, dan ROE. **Kedua**, Nilai Perusahaan dipengaruhi Ukuran dewan komisaris (*board size*), Proporsi Kepemilikan Investor Asing, HUBI, Ukuran dewan komisaris independen (*board independent*), Kepemilikan institusional (*institutional ownership*), ROA, dan ROE. **Ketiga**, Nilai Perusahaan dipengaruhi oleh HUBI.

Nilai koefisien masing-masing variabel di sajikan lengkap dalam gambar 4.3. gambar tersebut menampilkan nilai estimasi *t* statistik hubungan antar variabel, menunjukkan bahwa jalur ROA HUBI menunjukkan nilai *t* statistic koefisien 4,187 dan signifikan dengan nilai $p = 0,000$. Jalur Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) HUBI menunjukkan nilai koefisien 0,592 dan signifikan dengan nilai $p = 0,001$. Jalur Ukuran dewan komisaris (*board size*) HUBI menunjukkan koefisien 3,249 signifikan dengan nilai $p = 0,000$. Jalur Ukuran dewan komisaris independen (*board independent*) HUBI menunjukkan koefisien 1,660 signifikan dengan nilai $p = 0,000$. Jalur ROE HUBI menunjukkan koefisien 0,316 signifikan dengan nilai $p = 0,000$. Jalur ROA HUBI menunjukkan koefisien 4,140 signifikan dengan nilai $p = 0,000$. Selengkapnya pada gambar 4.3 *Output SmartPLS - Full Model*.

Hasil output pengolahan untuk hubungan langsung dari variabel bebas terhadap variabel terikat dijelaskan melalui nilai *path coefficient* yang memberikan informasi secara rinci mengenai besaran angka koefisien regresi. Nilai *t* hitung atau *t statistic* serta *p value* untuk menentukan signifikansi

hubungan antar variabel penelitian sebagaimana di rangkum dalam hipotesis penelitian di bab II. Berdasarkan gambar 4.3 tersebut dapat diketahui bahwa:

1. Ukuran dewan komisaris independen (*board independent*) tidak memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan, karena nilai t hitung yang dihasilkan adalah 0,316 lebih kecil dari dari t tabel 1.960.
2. Ukuran dewan komisaris independen (*board independent*) tidak memberikan pengaruh terhadap *HUBI* karena nilai t hitung yang dihasilkan adalah 1,660 lebih kecil dari dari t tabel 1.960.
3. Ukuran dewan komisaris (*board size*) tidak memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena nilai t hitung yang dihasilkan adalah 0,160 lebih kecil dari dari t tabel 1.960.
4. Ukuran dewan komisaris (*board size*) berpengaruh positif terhadap *HUBI*, karena nilai t hitung yang dihasilkan adalah 3,249 lebih besar dari dari t tabel 1.960.
5. Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) tidak berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan, karena nilai t hitung yang dihasilkan adalah 1,683 lebih kecil dari dari t tabel 1.960.
6. Proporsi Kepemilikan Institusi (*institutional ownership*) tidak berpengaruh terhadap *HUBI*, karena nilai t hitung yang dihasilkan adalah 0,592 lebih kecil dari dari t tabel 1.960.

7. Proporsi Kepemilikan Investor Asing berpengaruh tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, karena nilai t hitung yang dihasilkan adalah 0,845 lebih kecil dari dari t tabel 1.960.
8. Proporsi kepemilikan investor asing berpengaruh positif terhadap *HUBI*, karena nilai t hitung yang dihasilkan adalah 4,187 lebih besar dari dari t tabel 1.960.
9. *HUBI* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, karena nilai t hitung yang dihasilkan adalah 2,453 lebih besar dari dari t tabel 1.960.

Dari tabel 4.9 dapat disusun persamaan sebagai berikut:

1. *Investment effectiveness based on environmental dynamic* (IEBED) (Y_1):

$$Y_1 = 0,168X_1 + 0,331X_2 + 0,144X_3 + 0,035X_4 + e_1 \dots\dots\dots (4.1)$$

2. Nilai Perusahaan (Y_2) :

$$Y_2 = 0,027 X_1 + 0,171X_2 - 0,029 X_3 + 0,189X_4 + 0,828 Y_1 + e_2 \quad (4.2)$$

Keterangan :

X_1 = Ukuran dewan komisaris (*board size*)

X_2 = Proporsi kepemilikan investor Asing

X_3 = Ukuran dewan komisaris independen (*board independent*)

X_4 = Kepemilikan institusional (*institutional ownership*)

Y_1 = *Investment effectiveness based on environmental dynamic* (IEBED)

Y_2 = Nilai perusahaan

Penjelasan berdasarkan persamaan 4.1 dan 4.2 adalah sebagai berikut:

1. Besarnya koefisien parameter untuk variabel ukuran dewan komisaris (*board size*) sebesar 0,168 yang berarti terdapat pengaruh positif antara ukuran dewan komisaris (*board size*) terhadap HUBI , yang dimaknai bahwa semakin tinggi jumlah dewan komisaris berarti makin tinggi pula fungsi kontrol dari dewan komisaris maka akan mengoptimalkan keputusan *HUBI* perusahaan manufaktur di Indonesia.
2. Besarnya koefisien parameter untuk proporsi kepemilikan investor asing sebesar 0,331 yang berarti terdapat pengaruh positif antara kepemilikan investor asing terhadap *HUBI* yang dimaknai bahwa semakin tinggi fungsi kontrol dari kepemilikan investor asing maka akan mengoptimalkan keputusan *HUBI* perusahaan manufaktur di Indonesia.
3. Besarnya koefisien parameter untuk ukuran dewan komisaris independen (*board independent*) sebesar 0,144 yang berarti terdapat pengaruh positif antara komisaris independen (*board independent*) terhadap *Investment HUBI* yang dimaknai bahwa semakin tinggi fungsi kontrol dari dewan komisaris independen maka akan mengoptimalkan *HUBI*
4. Besarnya koefisien parameter untuk kepemilikan institusional (*institutional ownership*) sebesar 0,035 yang berarti terdapat pengaruh positif antara kepemilikan institusional (*institutional ownership*) terhadap *Investment HUBI* yang dimaknai bahwa semakin baik kepemilikan institusional (*institutional ownership*) maka akan meningkatkan *HUBI*

5. Besarnya koefisien parameter untuk variabel ukuran dewan komisaris (*board size*) sebesar 0,027 yang berarti terdapat pengaruh positif antara ukuran dewan komisaris (*board size*) terhadap nilai perusahaan, yang dimaknai bahwa semakin tinggi fungsi kontrol dari ukuran dewan komisaris (*board size*) maka akan mengoptimalkan nilai perusahaan.
6. Besarnya koefisien parameter untuk proporsi kepemilikan investor asing sebesar 0,171 yang berarti terdapat pengaruh positif antara proporsi kepemilikan investor asing terhadap nilai perusahaan, yang dimaknai bahwa semakin tinggi fungsi kontrol dari proporsi kepemilikan investor asing maka akan mengoptimalkan nilai perusahaan.
7. Besarnya koefisien parameter untuk ukuran dewan komisaris independen (*board independent*) sebesar - 0,029 yang berarti terdapat pengaruh negatif antara ukuran dewan komisaris independen (*board independent*) terhadap nilai perusahaan, yang dimaknai bahwa semakin tinggi fungsi kontrol dari kepemilikan asing maka akan berpotensi sebaliknya akan mengurangi nilai perusahaan.
8. Besarnya koefisien parameter untuk kepemilikan institusional (*institutional ownership*) sebesar 0,189 yang berarti terdapat pengaruh positif antara kepemilikan institusional (*institutional ownership*) terhadap nilai perusahaan yang dimaknai bahwa semakin baik kepemilikan institusional (*institutional ownership*) maka akan meningkatkan nilai perusahaan.

9. Besarnya koefisien parameter untuk *HUBI* sebesar 0,828 yang berarti terdapat pengaruh positif antara *HUBI* terhadap nilai perusahaan yang dimaknai bahwa semakin baik *HUBI* maka akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pengujian hipotesis secara parsial dilakukan untuk dapat menjawab pertanyaan-pertanyaan pada penelitian ini. Pertanyaan-pertanyaan penelitian yang diajukan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimanakah ukuran dewan komisaris independen (*board independent*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
2. Bagaimanakah ukuran dewan komisaris independen (*board independent*) berpengaruh positif terhadap *HUBI* Bagaimanakah ukuran dewan komisaris (*board size*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
3. Bagaimanakah ukuran dewan komisaris (*board size*) berpengaruh positif terhadap *HUBI*
4. Bagaimanakah kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
5. Bagaimanakah proporsi kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
6. Bagaimanakah proporsi kepemilikan institusi terhadap *HUBI* Bagaimanakah proporsi kepemilikan investor asing berpengaruh positif terhadap dan nilai perusahaan.

7. Bagaimanakah proporsi kepemilikan investor asing berpengaruh positif terhadap HUBI
8. Bagaimanakah HUBI berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
9. Bagaimanakah *HUBI* memediasi pengaruh *institutional ownership* terhadap nilai perusahaan.
10. Bagaimanakah *HUBI* memediasi pengaruh *foreign ownership* terhadap nilai perusahaan.

Dari gambar 4.5 yang menunjukkan pengaruh antara variabel Ukuran dewan komisaris (*board size*); proporsi kepemilikan investor asing; ukuran dewan komisaris independen (*board independent*); kepemilikan institusional (*institutional ownership*); *HUBI* dan nilai perusahaan.

Tabel 4.10 berikut ini menunjukkan ringkasan besarnya pengaruh langsung antar variabel tersebut.

Tabel 4.10
Pengaruh Langsung variabel ukuran dewan komisaris (*board size*); proporsi kepemilikan investor asing; ukuran dewan komisaris independen (*board independent*); kepemilikan institusional (*institutional ownership*); *HUBI* dan nilai perusahaan

Variabel	<i>_value</i>	Nilai <i>t</i>	Hasil
1. Ukuran dewan komisaris independen (<i>board independent</i>) → nilai perusahaan.	0,376	0,316	Ditolak
2. Ukuran dewan komisaris independen (<i>board independent</i>) → <i>HUBI</i>	0,049	1,660	Ditolak
3. Ukuran dewan komisaris (<i>board size</i>) → nilai perusahaan.	0,436	0,160	Ditolak
4. Ukuran dewan komisaris (<i>board size</i>) → <i>HUBI</i>	0,001	3,249	Diterima
5. Proporsi kepemilikan institusi (<i>institutional ownership</i>) → nilai perusahaan.	0,376	1,683	Ditolak

6. Proporsi kepemilikan institusi → <i>HUBI</i>	0,277	0,592	Ditolak
7. Proporsi kepemilikan investor asing → nilai perusahaan.	0,199	0,845	Ditolak
8. Proporsi kepemilikan investor asing → <i>HUBI</i>	0,000	4,187	Diterima
9. <i>HUBI</i> → nilai perusahaan.	0,007	2,453	Diterima

Sumber: data penelitian ini yang diolah dengan *smartPLS 4.0*

Hasil analisis jalur yang terlihat pada Tabel 4.5, menunjukkan bahwa

Proporsi Kepemilikan Investor Asing berpengaruh paling besar terhadap *Investment effectiveness based on environmental dynamic (IEBED)*.

4.4 Pengujian Model Mediasi

Pada penelitian ini juga akan melihat 2 (dua) pengaruh mediasi (pengaruh tidak langsung) yaitu: **Pertama**, Pengaruh tidak langsung *institutional ownership* terhadap nilai perusahaan melalui *HUBI* **Kedua**, Pengaruh tidak langsung *foreign ownership* terhadap nilai perusahaan melalui *HUBI*. Hasil olahan data menggunakan *smartPLS* dirangkum dalam tabel berikut ini 4.11.

Tabel 4.11
Hasil Pengujian pengaruh tidak langsung

	Original Sample (O)	T Statistics ((O/STDEV))	P Values
BDSIZE -> TOBINSQ	0,139	2,099	0,018
FOROWN -> TOBINSQ	0,274	2,340	0,010
INDCOM -> TOBINSQ	0,120	1,514	0,065
INSOWN -> TOBINSQ	0,029	0,684	0,247
ROA -> TOBINSQ	0,249	2,072	0,019
ROE -> TOBINSQ	0,042	0,964	0,168

Sumber: data penelitian ini yang diolah dengan *smartPLS*

Pengaruh langsung dan tidak langsung tersebut, dalam penelitian ini dicari menggunakan SmartPLS, karena Salah satu kelebihan program smartPLS yaitu dapat memberikan koefisien *indirect effect* dan signifikansi secara langsung. Walaupun program SmartPLS dapat menyediakan nilai nilai koefisien *indirect effect* dan

signifikansi secara langsung, namun prosedur pengujian adanya pengaruh mediasi penelitian ini mengikuti tahapan dari baron dan Kenny (1986) yaitu:

1. Pengaruh langsung variabel independen/variabel eksogen terhadap variabel mediasi harus signifikan.
2. Pengaruh langsung variabel independen / variabel eksogen terhadap independen/ endogen harus signifikan saat variabel pemediasi belum dimasukkan kedalam model.
3. Menguji secara simultan pengaruh variabel eksogen dan variabel endogen dan variabel mediasi terhadap variabel independen / endogen. Setelah variabel pemediasi dimasukkan kedalam model maka pengaruh tidak langsung harus signifikan.
4. Pengujian tambahan untuk melihat efek mediasi menurut ghazali dan latan (2014) adalah menggunakan pendekatan *hair et al.*, (2013) yaitu menghitung nilai VAF. Jika nilai VAF diatas 80% menunjukkan mediasi penuh (*full mediation*), jika VAF bernilai 20% – 80% maka dapat dikategorikan sebagai pemediasi partial. Nilai VAF jika kurang dari 20%, dapat disimpulkan bahwa hampir tidak ada efek mediasi.

4.4.1 Hasil Pengujian Model Mediasi dengan *Importance–Performance*

Map Analysis (IPMA) for construct

Menguji analisis *Importance–Performance Map Analysis (IPMA)* merupakan hal yang penting. Ringle dan Sarstedt (2016) menyatakan bahwa IPMA memberi peneliti kesempatan untuk memperkaya analisis PLS-SEM,

untuk mendapatkan hasil dan temuan tambahan. Namun demikian, PLS-SEM memiliki beberapa keunggulan utama dibandingkan IPMA tradisional yang biasanya bergantung pada analisis regresi berganda. **Pertama**, dalam menentukan nilai pentingnya, PLS-SEM adalah alat analisis yang berharga karena mampu menilai secara integral jaringan hubungan kompleks yang menghubungkan antar variabel. **Kedua**, dapat menggabungkan konstruksi laten (Streukens *et al*, 2018). Hasil analisis IPMA ditunjukkan pada Tabel 4.7. Dari analisis (Tabel 4.7), dapat dilihat bahwa **INDCOM memiliki kinerja yang relatif rendah yaitu sebesar 25,339**. Jika disesuaikan dengan konstruksi lainnya, kinerja 25,339 sedikit di bawah rata-rata. Di sisi lain, dengan efek total 54,377, kepentingan konstruk ini cukup rendah. Oleh karena itu, peningkatan kinerja *INDCOM* satu unit dari 25,339 menjadi 51,902 akan meningkatkan kinerja *TOBINSQ*. Masing - masing adalah 0,104 poin. Oleh karena itu, perusahaan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan mekanisme control dari tata kelola yang baik. Hasil pengujian variabel mediasi Selengkapnya disajikan pada gambar 4.7 tentang *Path* analisis mediasi menggunakan *Importance-Performance Map Analysis* (IPMA) terangkum dalam tabel 4.12

Tabel 4.12
Importance-Performance Map [TOBINSQ]
(constructs, unstandardized, standardized effects)

	Performances	Importance
BDSIZE	20,979	0,112
FOROWN	51,902	0,104

IEBED	32,982	0,828
INDCOM	25,339	0,091
INSOWN	54,377	0,160

Sumber : *output IPMA SmartPLS*

Tabel 4.13
Indicator Total Effects for [TOBINSQ]

	TOBINSQ
bdsiz	3,826
forown	0,751
iebed	0,509
indcom	0,767
insown	0,765

Sumber : *output IPMA SmartPLS*

Dari tabel 4.13 dapat dimaknai bahwa, **pertama, HUBI memiliki kinerja yang relatif tinggi yaitu sebesar 32,982**. Jika disesuaikan dengan konstruksi lainnya, kinerja 32,982 sedikit di atas rata-rata. Di sisi lain, dengan efek total 0,509 kepentingan konstruk ini cukup tinggi. Oleh karena itu, peningkatan kinerja HUBI satu unit dari 32,982 menjadi 32,982 akan meningkatkan kinerja *TOBINSQ*, Masing - masing adalah 0,509 poin. Oleh karena itu, perusahaan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan *Investment HUBI* yang baik. **Kedua, INSOWN memiliki kinerja yang relatif tinggi yaitu sebesar 54,377**. Jika disesuaikan dengan konstruksi lainnya, kinerja 54,377 di atas rata-rata. Di sisi lain, dengan efek total 0,765 kepentingan konstruk ini cukup tinggi. Oleh karena itu, peningkatan kinerja *INSOWN* satu unit dari 54,377 menjadi 55,377 akan meningkatkan kinerja *TOBINSQ*. Masing - masing adalah 0,765 poin. Oleh karena itu, perusahaan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan fungsi control yang baik dari institutional ownership. **Ketiga, FOROWN memiliki kinerja yang relatif tinggi yaitu sebesar 51,902**. Jika disesuaikan dengan konstruksi

lainnya, kinerja 51,902 di atas rata-rata. Di sisi lain, dengan efek total 0,751 kepentingan konstruk ini cukup tinggi. Oleh karena itu, peningkatan kinerja *FOROWN* satu unit dari 51,902 menjadi 52,902 akan meningkatkan kinerja *TOBINSQ*. Masing - masing adalah 0,751 poin. Oleh karena itu, perusahaan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan fungsi control yang baik dari kepemilikan asing.

4.4.2 Pengujian Hipotesis

Model pengujian empiris ini dibagi dalam dua bagian pertama bagian tentang pengaruh struktur dan mekanisme Corporate Governance, kedua bagian tentang peran mediasi *HUBI* atas struktur *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan.

4.4.2.1 Pengujian pengaruh struktur dan mekanisme *Corporate*

***Governance* terhadap nilai perusahaan**

Sesuai dengan hasil *outer model* pada gambar 4.3 *path coefficient* pengaruh langsung dapat dijelaskan sebagai berikut :

4.4.2.2 Pengujian pengaruh ukuran dewan komisaris independen (*board independent*) terhadap nilai perusahaan.

Nilai *t* statistik sebesar 0,316 terbukti signifikan karena *p value* sebesar 0.000 kurang dari 0,005, dengan *t* tabel signifikansi 5% = 1,96 maka nilai *t* hitung sebesar 0,316 lebih kecil dari *t* tabel 1,96. Dengan demikian maka hipotesa 1 yang menyatakan bahwa mekanisme

control komisaris independen (*board independent*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan **tidak dapat diterima.**

4.4.2.3 Pengujian ukuran dewan komisaris independen (*board independent*) terhadap HUBI

Nilai t statistik sebesar 1,660 p value sebesar 0.000 kurang dari 0,005, dengan t tabel signifikansi 5% = 1,96 maka nilai t hitung sebesar 1,660 lebih kecil dari t tabel 1,96. Dengan demikian maka hipotesa 2 yang menyatakan bahwa mekanisme control komisaris independen (*board independent*) berpengaruh positif terhadap HUBI **tidak dapat diterima.**

4.4.2.4 Pengujian pengaruh ukuran dewan komisaris (*board size*) terhadap nilai perusahaan.

Nilai t statistik sebesar 0,160 p value sebesar 0.000 kurang dari 0,005, dengan t tabel signifikansi 5% = 1,96 maka nilai t hitung sebesar 0,160 lebih kecil dari t tabel 1,96. Dengan demikian maka hipotesa 3 yang menyatakan bahwa mekanisme monitoring ukuran dewan komisaris (*board size*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan **tidak dapat diterima.**

4.4.2.5 Pengujian pengaruh ukuran dewan komisaris (*board size*) terhadap HUBI

Nilai t statistik sebesar 3,249 p value sebesar 0.000 kurang dari 0,005, dengan t tabel signifikansi 5% = 1,96 maka nilai t hitung

sebesar 3,249 lebih besar dari t tabel 1,96. Dengan demikian maka hipotesa 4 yang menyatakan bahwa mekanisme monitoring ukuran dewan komisaris (*board size*) berpengaruh positif terhadap *HUBI* **dapat diterima.**

4.4.2.6 Pengujian kepemilikan institusional (*institutional ownership*) terhadap nilai perusahaan.

Nilai t statistik sebesar 1,683 p value sebesar 0.000 kurang dari 0,005, dengan t tabel signifikansi 5% = 1,96 maka nilai t hitung sebesar 1,683 lebih kecil dari t tabel 1,96. Dengan demikian maka hipotesa 5 yang menyatakan bahwa mekanisme monitoring kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan **tidak dapat diterima.**

4.4.2.7 Pengujian kepemilikan proporsi kepemilikan institusi (*institutional ownership*) terhadap *HUBI*.

Nilai t statistik sebesar 0,592 p value sebesar 0.000 kurang dari 0,005, dengan t tabel signifikansi 5% = 1,96 maka nilai t hitung sebesar 0,592 lebih kecil dari t tabel 1,96. Dengan demikian maka hipotesa 6 yang menyatakan bahwa mekanisme monitoring kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap *HUBI* **tidak dapat diterima.**

4.4.2.8 Pengujian kepemilikan investor asing terhadap nilai perusahaan.

Nilai t statistik sebesar 0,845 p value sebesar 0.000 kurang dari 0,005, dengan t tabel signifikansi 5% = 1,96 maka nilai t hitung sebesar 0,845 lebih kecil dari t tabel 1,96. Dengan demikian maka hipotesa 7 yang menyatakan bahwa mekanisme monitoring kepemilikan investor asing berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan **tidak dapat diterima**.

4.4.2.9 Pengujian pengaruh kepemilikan investor asing terhadap HUBI

Nilai t statistik sebesar 4,187 p value sebesar 0.000 kurang dari 0,005, dengan t tabel signifikansi 5% = 1,96 maka nilai t hitung sebesar 4,187 lebih besar dari t tabel 1,96. Dengan demikian maka hipotesa 8 yang menyatakan bahwa mekanisme monitoring kepemilikan investor asing berpengaruh positif terhadap HUBI **dapat diterima**.

4.4.2.10 Pengujian pengaruh HUBI terhadap nilai perusahaan.

Nilai t statistik sebesar 2,453 p value sebesar 0.000 kurang dari 0,005, dengan t tabel signifikansi 5% = 1,96 maka nilai t hitung sebesar 2,453 lebih besar dari t tabel 1,96. Dengan demikian maka hipotesa 9 yang menyatakan bahwa HUBI berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan **dapat diterima**.

4.4.2.11 Pengujian pengaruh mediasi *HUBI* atas struktur dan mekanisme *Corporate Governance* terhadap nilai perusahaan

Sesuai dengan hasil *path coefficient* pengaruh tidak langsung pada tabel 4.7.

4.4.2.11.1 Pengujian pengaruh *institutional ownership HUBI*

Nilai Perusahaan.

Nilai *Performance* sebesar 54,377 terbukti *institutional ownership* memiliki peran yang tinggi terhadap variabel nilai perusahaan melalui *investment effectiveness based on environmental dynamic (IEBED)*. Nilai *importance* sebesar 0,160 bermakna bahwa variabel ini memiliki peran mempengaruhi variabel *institutional ownership*. Maka dapat diambil kesimpulan bahwa hipotesis 10 yang menyatakan *institutional ownership HUBI* nilai perusahaan berpengaruh positif **terbukti secara empiris dapat diterima.**

4.4.2.11.2 Pengujian pengaruh Proporsi Kepemilikan Investor Asing *HUBI* nilai perusahaan

Nilai *Performance* sebesar 51,902 terbukti Proporsi Kepemilikan Investor Asing memiliki peran yang sangat tinggi terhadap variabel nilai perusahaan *HUBI*. Nilai *importance* sebesar 0,104 bermakna bahwa variabel ini

sangat peran mempengaruhi variabel Proporsi Kepemilikan Investor Asing. maka dapat diambil kesimpulan **hipotesa 11 yang menyatakan Kepemilikan Investor Asing *HUBI* nilai perusahaan terbukti secara empiris dapat diterima.**

BAB V

HASIL PENELITIAN

5.1 Hasil Pengujian

Temuan hasil penelitian ini sangat berhubungan dengan **pertama**, kajian mekanisme internal *corporate governance* yang di proksi oleh ukuran dewan komisaris independen (*board independent*), ukuran dewan komisaris (*board size*), kepemilikan institusional (*institutional ownership*), proporsi kepemilikan investor asing yang mempengaruhi nilai perusahaan. **Kedua**, kajian struktur modal terhadap nilai perusahaan.

5.1.1 Pengujian pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap nilai perusahaan.

Pembahasan sub bab ini mengungkap hasil pengujian pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap nilai perusahaan. Pendekatan mekanisme internal *corporate governance* dalam penelitian ini melalui ukuran dewan komisaris independen (*board independent*), ukuran dewan komisaris (*board size*), kepemilikan institusional (*institutional ownership*), proporsi kepemilikan investor asing terhadap Nilai perusahaan yang di Proksi oleh *tobin's q* (Q). Pengujian terhadap sub bagian model penelitian empiris ini merupakan pengujian secara empiris **Pertama**, pengaruh aspek dari struktur *corporate governance* terhadap nilai perusahaan. sub bagian ini akan membahas pengujian 5 (lima) hipotesis yaitu H_1 , H_2 , H_3 .

5.1.1.1 Pembahasan hasil pengujian hipotesis 1

Hipotesis 1 menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris independen (*board independent*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pernyataan hipotesis ini digunakan untuk menguji rasio dari jumlah komisaris independen (*board independent*) terhadap keseluruhan jumlah total pemegang saham. Proksi ini digunakan untuk menggambarkan suatu kondisi tingkat independensi ownership dalam komposisi total kepemilikan saham.

Hasil pengujian dalam penelitian ini menyimpulkan bahwa ukuran dewan komisaris independen (*board independent*) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Artinya bahwa system monitoring yang dilakukan oleh dewan komisaris independen (*board independent*) tidak mampu secara langsung meningkatkan nilai perusahaan, *Board independen* yang tinggi berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (*tobins'q*). Pernyataan hipotesis ini digunakan untuk menguji rasio dari jumlah anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan (*independent*) dibandingkan terhadap keseluruhan jumlah anggota dewan komisaris. Proksi ini digunakan untuk menggambarkan suatu kondisi tingkat independensi dewan komisaris di suatu perusahaan yang mana salah satunya adalah dengan menghadirkan anggota dewan komisaris independen dalam komposisi dewan komisarisnya. Efektivitas dewan komisaris dalam

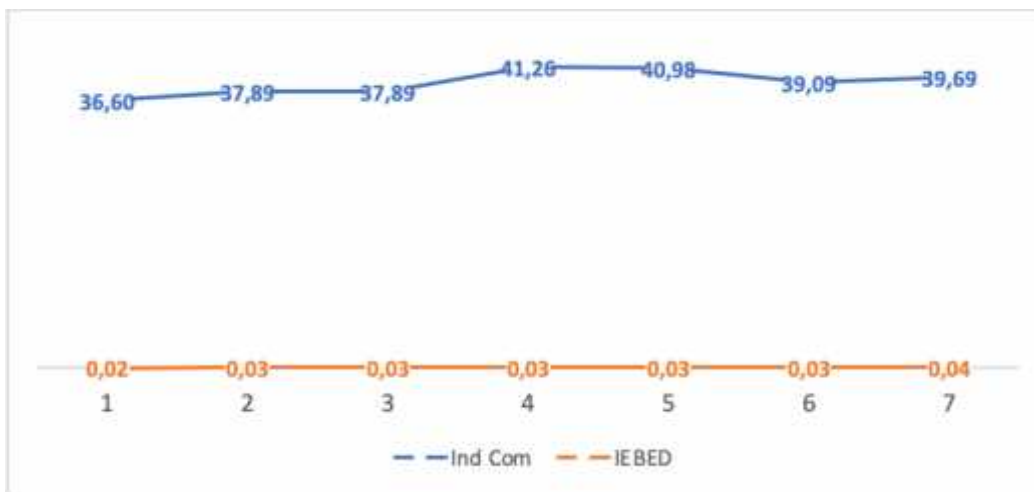
menyeimbangkan kekuatan CEO sangat dipengaruhi oleh tingkat independensi dari dewan komisaris tersebut (Sun, Yi, & Lin, 2012; Black & Kim., 2012 dan Min, 2013).

Dengan demikian hasil penelitian ini belum menemukan cukup bukti untuk mendukung bahwa peran *Board independen (bdindt)* sebagai proksi dari mekanisme *corporate governance* mampu mempengaruhi nilai perusahaan. Peran *Board independen (bdindt)* dalam penelitian ini tidak memiliki pengaruh bermakna dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Tidak adanya hubungan yang bermakna antara *Board independen (bdindt)* terhadap nilai perusahaan berarti tidak mendukung pernyataan Celikyurt, *et al.*,(2014); Chen, *et al.*,(2014); Gaur, *et al.*,(2015) dan Blacka, *et al.*,(2015) yang menyatakan bahwa komposisi dewan komisaris independen merupakan salah satu variabel dari struktur *corporate governance* internal yang diperkirakan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Inteprestasi dari hasil pengujian ini adalah perusahaan mematuhi anjuran Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG, 2004) menyatakan bahwa komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan, sehingga pencantuman nama nama

anggota *Board independent* tidak mampu berperan sebagai fungsi kontrol terhadap kinerja internal dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini memungkinkan perusahaan hanya mengikuti aturan yang di persyaratkan pemerintah tanpa mengharapkan terjadinya peningkatan nilai perusahaan. Pola pergerakan peran *Board independent* dan nilai perusahaan dapat ditunjukkan pada grafik 5.1 berikut ini.

Grafik 5.1
Pola Pergerakan Peran Board Independent dan Nilai Perusahaan
Pada Periode Penelitian



Sumber : data diolah

Gambar 5.1 memperlihatkan bahwa pergerakan peran *Board independent* yang diukur dengan rasio antara Persentase jumlah anggota dewan komisaris independen dari keseluruhan jumlah anggota dewan komisaris, menunjukkan bahwa peran *Board independent* tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil pengujian ini juga memberikan indikasi bahwa *Board independent* terhadap nilai perusahaan bagaimanapun tidak secara

langsung meningkatkan nilai perusahaan, mengingat bahwa tugas atau peran *Board independent* dalam mekanisme *corporate governance* tidak diharapkan untuk membuat suatu strategi kebijakan tertentu yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Fungsi *Board independent* adalah mengawasi kebijakan perusahaan yang dilaksanakan manajer serta memberi nasehat kepada manajer jika diperlukan. Rincian tugas dan wewenang *Board independent* selengkapnya tercantum dalam anggaran dasar perusahaan yang hanya biasanya menyangkut pemantauan terhadap kemampuan perusahaan untuk bertahan hidup, melakukan kegiatan bisnis, dan mampu menahan diri, tidak melakukan intervensi pada hal hal yang sifatnya operasional. Tidak adanya hubungan yang bermakna antara *Board independent* terhadap nilai perusahaan berarti tidak mendukung pernyataan (Brick & Chidambaran, 2010; García-Ramos & García-Olalla, 2011; Sun, Yi, & Lin, 2012; Black & Kim, 2012; Min, 2013; Saibaba, 2013; Q. Liang, *et al*, 2013 dan Hearn, 2013) yang menyatakan bahwa *Board independent* merupakan salah satu variabel dari struktur *corporate governance* internal yang diperkirakan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Interpretasi dari hasil pengujian ini adalah perusahaan mematuhi anjuran Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG, 2006). Dengan adanya *independent board* dalam sebuah perusahaan akan menimbulkan dugaan yang menarik bahwa nilai perusahaan meningkat sebagai akibat kuatnya mekanisme

monitoring *independent board* yang besar akan efektif memonitoring aktivitas perusahaan. Dengan adanya *independent board* tentu akan akan mendorong pihak manajer untuk bertindak sejalan dengan keinginan pemegang saham dengan meningkatkan kinerja dan tanggung jawab dalam mencapai kemakmuran pemegang saham. **Hipotesis 1 yang menyatakan bahwa** ukuran dewan komisaris independen (*board independent*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan **tidak dapat diterima secara empiris.**

5.1.1.2 Pembahasan hasil pengujian hipotesis 2

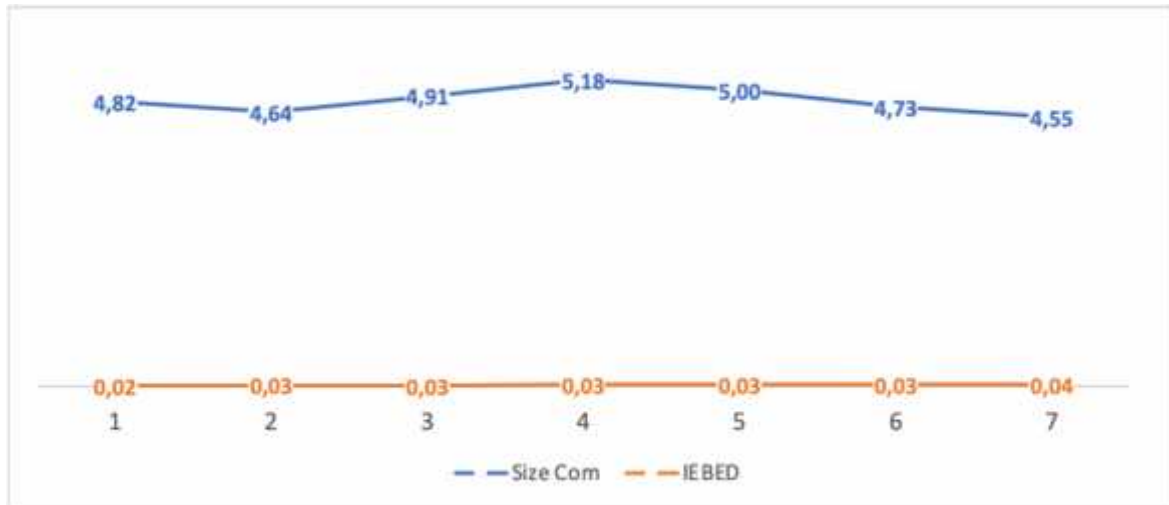
Hipotesis 2 menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*board size*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hipotesis ini merujuk pada asumsi, ukuran dewan komisaris ditentukan dengan menggunakan indikator jumlah anggota dewan komisaris suatu perusahaan, sebagaimana yang telah digunakan oleh beberapa peneliti, seperti: (A. Rashid, *et al.*, 2010; Srivastava., 2011; Ghabayen, 2012; Kaixian, *et al.*, 2012; Fauzi & Locke., 2012; Joseph, *et al.*, 2014; Al-Najjar., 2014; Nawaf, *et al.*, 2014; Low, *et al.*, 2015). **Berdasarkan pada hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 2 ini dinyatakan tidak dapat diterima.** Dengan demikian hasil penelitian ini belum menemukan cukup bukti untuk mendukung bahwa peran *boardsize* (*bdsiz*) sebagai proksi dari mekanisme *corporate governance* mampu mempengaruhi nilai perusahaan. Beberapa hasil studi empiris terdahulu mengenai peran

ukuran suatu dewan menyatakan bahwa jumlah *board size* kecil lebih baik dibandingkan peran dari *board size* yang besar. Namun dalam penelitian ini dapat mengindikasikan bahwa jumlah *board size* bervariasi dalam suatu perusahaan untuk mengakomodir karakteristik tertentu dari perusahaan. Jika kondisi perusahaan dengan tingkat hutang dan investasi tinggi tentunya akan membutuhkan peran *board size* yang lebih besar karena perannya sebagai penasehat.

Beberapa hasil studi empiris terdahulu mengenai peran ukuran suatu dewan menyatakan bahwa jumlah *board size* kecil lebih baik dibandingkan peran dari *board size* yang besar. Namun dalam penelitian ini dapat mengindikasikan bahwa jumlah *board size* bervariasi dalam suatu perusahaan untuk mengakomodir karakteristik tertentu dari perusahaan. Jika kondisi perusahaan dengan tingkat hutang dan investasi tinggi tentunya akan membutuhkan peran *board size* yang lebih besar karena perannya sebagai penasehat.

Peran *boardsize (bdsiz)* dalam penelitian ini tidak memiliki pengaruh bermakna dalam meningkatkan nilai. Pergerakan peran *Boardsize (bdsiz)* dan nilai perusahaan dapat ditunjukkan pada grafik 5.2 berikut ini.

Grafik 5.2
Pergerakan peran
Boardsize (bdsi) dan nilai perusahaan periode penelitian



Sumber : data diolah

Penelitian ini berkesimpulan bahwa pertama, Board size yang terlalu besar untuk perusahaan perkebunan akan cenderung menghadapi masalah dalam koordinasi dan komunikasi sehingga jumlah *board size* yang berlebih sangat berpengaruh terhadap keefektifan kinerja. Selanjutnya *board size* yang berlebih juga dapat mengurangi kemampuan dewan untuk menentang kontrol atas manajer karena pembahasan yang tidak jujur terhadap kinerja manajerial. Peran *board size* sebagai alat kontrol seringkali diabaikan dalam upaya peningkatan kinerja internal.

Dalam penelitian ini, menemukan bahwa peran yang lebih tinggi dari manager dibandingkan *board size* berarti tidak ada mekanisme apakah investasi telah diambil tepat waktu. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menguji hipotesis 2 adalah menguji pengaruh antara *board size* dan nilai perusahaan yaitu, size perusahaan dalam katagori

apakah yang harus memiliki ukuran *board size* besar atukah kecil ? penelitian ini menemukan bahwa untuk meningkatkan kinerja yang akan berdampak pada nilai perusahaan maka cara menentukan *board size* yang efektif adalah dengan memperhatikan ukuran perusahaan, kerumitan bisnis dan ke unikan masing-masing perusahaan. Penelitian ini menunjukkan bahwa size perusahaan manufaktur berada pada perusahaan-perusahaan yang memiliki bisnis rumit memilih ukuran *board size* yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang memiliki bisnis sederhana. Kerumitan bisnis dalam hal ini disebabkan pengaruh ekonomi internasional, persaingan dunia dalam *economic of scale*, kerumitan teknologi yang digunakan dan batas waktu distribusi yang semakin meningkat, serta kendala kendala sosial.

5.1.1.3 Pembahasan hasil pengujian hipotesis 3

Hipotesis 3 menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*board size*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hipotesis ini merujuk pada asumsi, ukuran dewan komisaris ditentukan dengan menggunakan indikator jumlah anggota dewan komisaris suatu perusahaan, sebagaimana yang telah digunakan oleh beberapa peneliti, seperti: (A. Rashid, *et al.*,2010; Srivastava., 2011; Ghabayen, 2012; Kaixian, *et al.*,2012; Fauzi & Locke., 2012; Joseph, *et al.*, 2014; Al-Najjar., 2014; Nawaf, *et al.*, 2014; Low, *et al.*, 2015). **Berdasarkan pada hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 3 ini dinyatakan tidak**

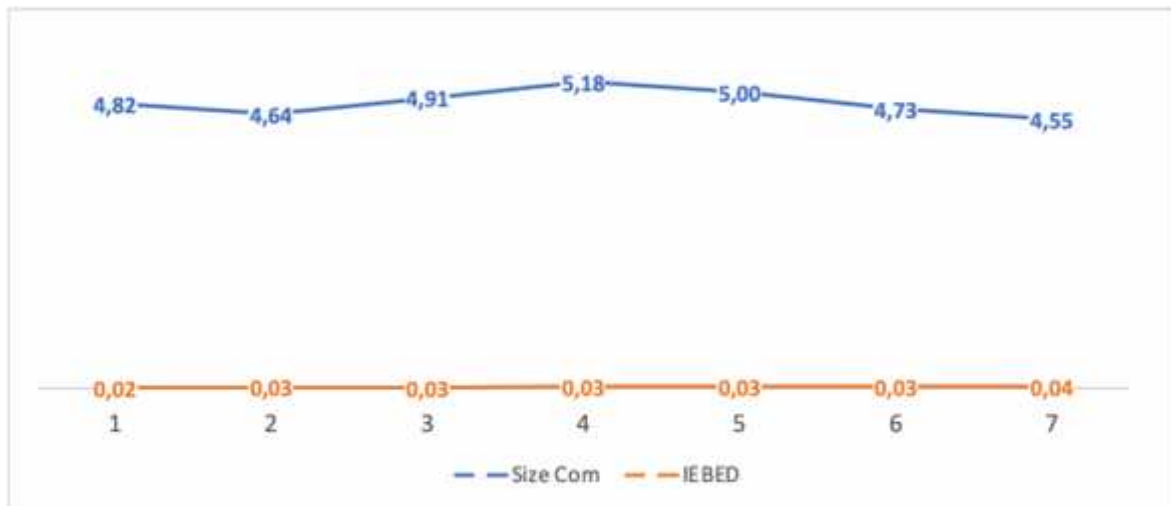
dapat diterima. Dengan demikian hasil penelitian ini belum menemukan cukup bukti untuk mendukung bahwa peran *boardsize (bdsi)* sebagai proksi dari mekanisme *corporate governance* mampu mempengaruhi nilai perusahaan. Beberapa hasil studi empiris terdahulu mengenai peran ukuran suatu dewan menyatakan bahwa jumlah *board size* kecil lebih baik dibandingkan peran dari *board size* yang besar. Namun dalam penelitian ini dapat mengindikasikan bahwa jumlah *board size* bervariasi dalam suatu perusahaan untuk mengakomodir karakteristik tertentu dari perusahaan. Jika kondisi perusahaan dengan tingkat hutang dan investasi tinggi tentunya akan membutuhkan peran *board size* yang lebih besar karena perannya sebagai penasehat.

Beberapa hasil studi empiris terdahulu mengenai peran ukuran suatu dewan menyatakan bahwa jumlah *board size* kecil lebih baik dibandingkan peran dari *board size* yang besar. Namun dalam penelitian ini dapat mengindikasikan bahwa jumlah *board size* bervariasi dalam suatu perusahaan untuk mengakomodir karakteristik tertentu dari perusahaan. Jika kondisi perusahaan dengan tingkat hutang dan investasi tinggi tentunya akan membutuhkan peran *board size* yang lebih besar karena perannya sebagai penasehat.

Peran *boardsize (bdsi)* dalam penelitian ini tidak memiliki pengaruh bermakna dalam meningkatkan nilai. Pergerakan peran

Boardsize (bdsi) dan nilai perusahaan dapat ditunjukkan pada grafik 5.3 berikut ini.

Grafik 5.3
Pergerakan peran
***Boardsize (bdsi)* dan nilai perusahaan periode penelitian**



Sumber : data diolah

Penelitian ini berkesimpulan bahwa pertama, *Board size* yang terlalu besar untuk perusahaan perkebunan akan cenderung menghadapi masalah dalam koordinasi dan komunikasi sehingga jumlah *board size* yang berlebih sangat berpengaruh terhadap keefektifan kinerja. Selanjutnya *board size* yang berlebih juga dapat mengurangi kemampuan dewan untuk menentang kontrol atas manajer karena pembahasan yang tidak jujur terhadap kinerja manajerial. Peran *board size* sebagai alat kontrol seringkali diabaikan dalam upaya peningkatan kinerja internal.

Dalam penelitian ini, menemukan bahwa peran yang lebih tinggi dari manajer dibandingkan *board size* berarti tidak ada mekanisme apakah investasi telah diambil tepat waktu. Oleh karena itu, penelitian ini

bertujuan untuk menguji hipotesis 3 adalah pengaruh antara *board size* dan nilai perusahaan yaitu, size perusahaan dalam katagori apakah yang harus memiliki ukuran *board size* besar ataukah kecil ? penelitian ini menemukan bahwa untuk meningkatkan kinerja yang akan berdampak pada nilai perusahaan maka cara menentukan *board size* yang efektif adalah dengan memperhatikan ukuran perusahaan, kerumitan bisnis dan ke unikan masing-masing perusahaan. Penelitian ini menunjukkan bahwa size perusahaan manufaktur berada pada perusahaan-perusahaan yang memiliki bisnis rumit memilih ukuran *board size* yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang memiliki bisnis sederhana. Kerumitan bisnis dalam hal ini disebabkan pengaruh ekonomi internasional, persaingan dunia dalam *economic of scale*, kerumitan teknologi yang digunakan dan batas waktu distribusi yang semakin meningkat, serta kendala kendala sosial.

5.1.1.4 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 4

Hipotesis 4 menyatakan kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hipotesis ini merujuk pada, beberapa studi sebelumnya yaitu Charfeddine dan Elmarzougui, 2010; Wu, 2011; Nor, *et al.*, 2017; Nawaz, 2017; Jizi, 2017; Andreou, *et al.*, 2017; Burke, *et al.*, 2017; Reguera-Alvarado, *et al.*, 2017; McGuinness, *et al.*, 2017; Chang, *et al.*, 2017; Haque, 2017; Sharma, *et al.*, 2018).

Penelitian Singh, & Delios., (2017) menemukan bahwa karakteristik perusahaan mampu mempengaruhi keputusan struktur modal pada perusahaan milik publik yang di negara-negara maju, hasil penelitian ini juga berkesimpulan bahwa karakteristik perusahaan juga memiliki pengaruh pada keputusan pembiayaan (hutang) perusahaan, selain itu hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Institutional ownership (insown)* dan struktur kelembagaan merupakan hal yang penting dalam menjelaskan Kebijakan struktur modal perusahaan-perusahaan China. *Institutional ownership (insown)* negara berhubungan positif dengan akses utang jangka panjang perusahaan, sementara *Institutional ownership (insown)* perusahaan asing berhubungan negatif dengan utang.

Institutional ownership (insown) merupakan pemilik mayoritas perusahaan besar di Indonesia. Para investor makin memahami posisi mereka dengan menggunakan hak kepemilikan berupa tekanan terhadap manajer perusahaan. Upaya penggunaan hak kepemilikan itu dengan bertindak demi kepentingan terbaik dari para pemegang saham. Hasil penelitian ini mengkonfirmasi hubungan antara keterlibatan investor institusional untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Hipotesis 4 ini ini mengindikasikan bahwa teori keagenan masih *ambigu* ketika diterapkan dalam hubungan kedua variabel tersebut. Hasil ini memprediksikan begitu kuatnya peran pemilik pengendali (Achmad, 2012 ; Sugeng *et al* 2009) sehingga *Institutional ownership (insown)*

tidak memiliki cukup kekuatan (*power*) untuk memonitor pemilik pengendali (Cho dan Kim, 2007). Peran pemilik yang sedemikian besar ini maka bisa saja terjadi kolaborasi antara pemilik dengan *Institusional ownership (insown)* sehingga bisa melemahkan peran *Institusional ownership (insown)* dalam melaksanakan fungsi pengawasan secara mandiri.

Bukti empiris pada penelitian ini gagal menemukan hubungan yang signifikan antara *Institusional ownership (insown)* dan nilai perusahaan, hal ini terjadi pada perusahaan public di Bursa Efek Jakarta yang kepemilikan sahamnya dikuasai oleh perorangan. Kepemilikan perorangan atas Perusahaan publik memiliki tingkat independen tersendiri dibandingkan perusahaan public yang sahamnya dimiliki oleh umum. Survei yang telah dilakukan Dutta dan Jog, (2004), juga gagal menemukan pengaruh positif antara antara *Institusional ownership (insown)* dan nilai perusahaan, hal ini karena *Institusional ownership (insown)* yang sahamnya dikuasai oleh perorangan pada umumnya tidak terkait dengan kinerja perusahaan. Hasil Penelitian ini didukung oleh (Dulewicz dan Herbert 2004; Dutta dan Jog 2004; Sundaramurthy dan Lewis, 2003 ; Dalton *et al.* 1998; Bahjat dan Black 1999 ; 2001 ; Hermalin dan Weisbach 2003) .

Temuan penelitian ini mendukung klaim banyak perusahaan public yang saham mayoritas sahamnya dikuasi perorangan memiliki

Institutional ownership (insown) tinggi, tidak otomatis mendukung kinerja yang lebih baik. Hasil penelitian ini yang menghasilkan pernyataan bahwa *Institutional ownership (insown)* berhubungan positif tidak signifikan dengan nilai perusahaan terbukti tidak sesuai dengan sudut pandang teori keagenan, yang berfokus pada pemantauan manajer yang diasumsikan memiliki kepentingan yang menyimpang dari pemilik serta para pemegang saham. Namun, asumsi dari teori keagenan ini mungkin tidak sepenuhnya berlaku untuk perusahaan perusahaan public yang saham mayoritas sahamnya dikuasi perorangan. Dalam perusahaan perusahaan public yang saham mayoritas sahamnya dikuasi perorangan, penyalarsan kepemilikan dan kontrol ketat, sehingga menghindarkan kebutuhan untuk *Institutional ownership (insown)* dari luar. Lebih penting lagi, *Institutional ownership (insown)* dari luar dengan kurangnya pengetahuan mengenai perusahaan, menyebabkan mereka untuk fokus pada tujuan jangka pendek. Perusahaan public yang saham mayoritas sahamnya dikuasi perorangan memiliki dimensi yang berbeda dibandingkan dengan perusahaan umum seperti (seperti kepemilikan struktur, budaya perusahaan, pengalaman manajerial), perbedaan-perbedaan ini mungkin sangat berarti pada pengaruh tata kelola perusahaan, (Corbetta dan Salvato 2004).

Penelitian ini juga dapat ditafsirkan berdasarkan perbedaan spesifik-negara dan lingkungan kepemilikan. Hal ini juga menyebabkan

perbedaan antara perusahaan milik public yang saham mayoritas sahamnya dikuasi perorangan dan perusahaan umum. Perbedaan ini dapat membuat terjadinya perbedaan dalam tata kelola perusahaan yang berhubungan dengan nilai perusahaan. Perbedaan ini (misalnya, persaingan dalam produk dan pasar modal, efisiensi pasar untuk kontrol perusahaan dan tenaga kerja manajerial pasar) dapat menghasilkan tata kelola perusahaan yang berbeda yang berhubungan dengan nilai perusahaan diberbagai negara. Misalnya, seperti dalam penelitian Alves dan Mendes, (2004) menemukan bahwa di Portugal tidak ada hubungan antara kinerja perusahaan dan sesuai dengan tata kelola perusahaan.

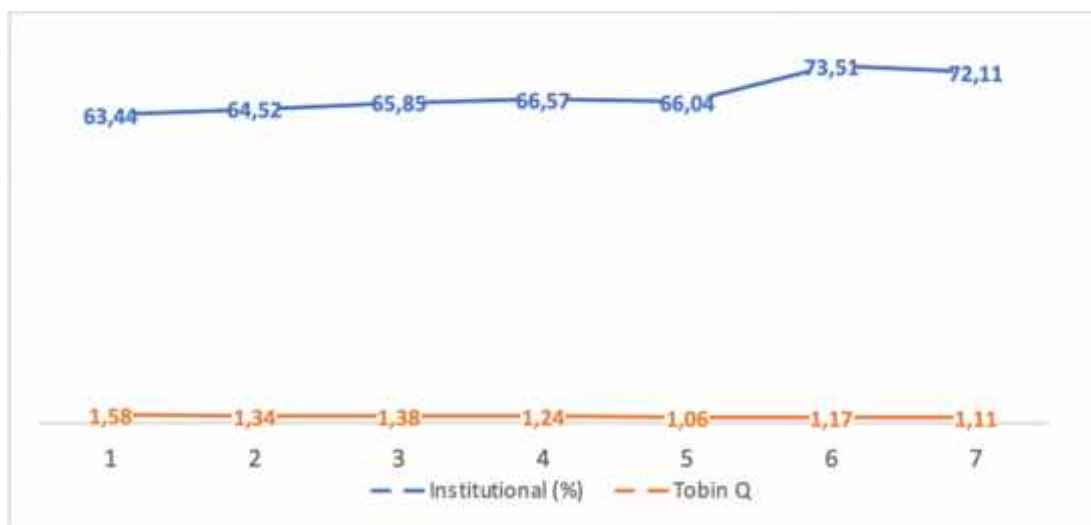
Penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan institusional (*insown*) mempengaruhi positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, Artinya *Institusional ownership (insown)* yang tinggi maupun rendah tidak mempengaruhi tinggi rendahnya nilai perusahaan. Hasil ini berbeda dengan argumen Jensen dan Meckling bahwa kepemilikan institusional (*insown*) yang tinggi akan berpengaruh pada nilai perusahaan karena akan ada proses pengawasan dan mengurangi masalah agensi antara manajer dan pemegang saham. Hasil penelitian ini dapat disejajarkan dengan penemuan Thomsen *et al.* (2006) yang melakukan penelitian di perusahaan-perusahaan Eropa, meskipun fokus penelitian thomson pada kepemilikan blockholder. Temuan ini juga dapat diartikan sebagai pendukung (Fama, 1983 ; Jensen *et al*, 1992 ; Loderer dan Martin, 1997;

Chen dan Steiner, 1999; Nupikso, 2001 ; Wahidawati 2003). Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa, kepemilikan institusional bukanlah penentu positif bagi kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini dapat dimaknai bahwa asumsi tradisional *Institusional ownership (insown)* dalam perusahaan manufaktur di Indonesia dapat memberikan pengawasan lebih dekat pada manager, didasarkan pada kondisi jika perusahaan hanya memperoleh serangkaian investasi yang rendah, cenderung bertindak *opportunis*.

Hasil studi Bhattacharya dan Graham (2007) di Finlandia menemukan bukti bahwa persentase kepemilikan saham oleh institusional mempunyai pengaruh yang sebaliknya (negatif) terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan *Tobin's q* dan dampak itu adalah sangat signifikan, yaitu mempunyai koefisien regresi sebesar -1,974 dengan tingkat signifikansi 1%; Studi Wei, Xie, dan Zhang (2005) terhadap 5284 perusahaan yang sahamnya diperdagangkan di China, periode pengambilan data dari tahun 1991 sampai tahun 2001. Hasil pengujian empiris yang dilakukan oleh Wei, Xie, dan Zhang menunjukkan bahwa kepemilikan institusi (*institutional ownership*) berpengaruh negatif dan signifikan pada tingkat 1% terhadap nilai perusahaan. Shahid (2013) yang melakukan studi di *Cairo* dan *Alexandria Stock Exchange* periode tahun 2000 - 2011. Hasil analisis regresi yang telah dilakukan menunjukkan bahwa persentase

kepemilikan yang dipecah (menjadi *Holding Company, Public Banks* dan *Insurance, Public Mutual Funds, Other Public Institutions, Private Banks* dan *Insurance, Private Mutual Funds*) tidak berpengaruh terhadap kinerja yang diukur dengan indikator-indikator pasar saham (*stock market performance indicators*) seperti rasio-rasio *price earning* (P/E) dan *price to book value* (P/BV), dengan indikasi bahwa di sana mungkin terdapat faktor-faktor lain (termasuk, ekonomi dan politik,) yang mempengaruhi kinerja perusahaan selain struktur kepemilikan adapun pergerakan peran *institutional ownership* (*insown*) dan nilai perusahaan dapat ditunjukkan pada gambar 5.4 berikut ini

Grafik 5.4
Pergerakan peran
institutional ownership dan nilai perusahaan periode penelitian



Sumber : data diolah

Corporate governance merupakan mekanisme pengendalian untuk mengatur dan mengelola perusahaan dengan maksud untuk meningkatkan

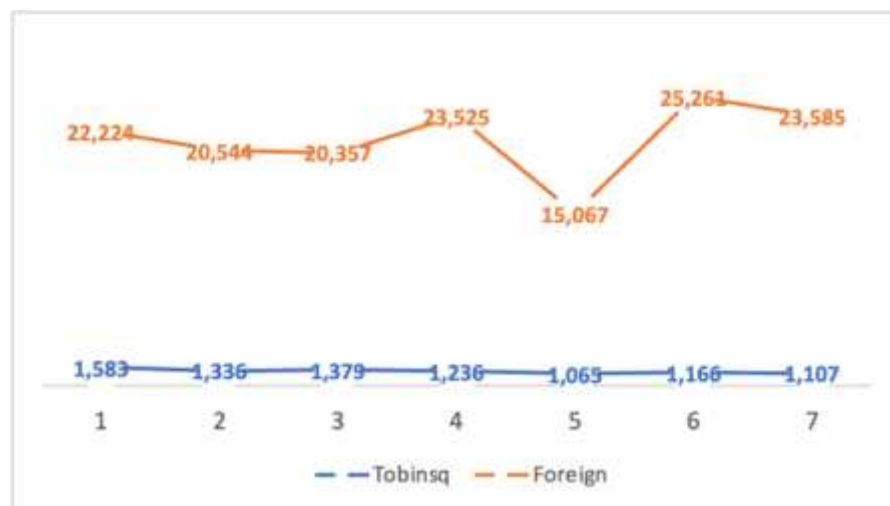
kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya untuk mewujudkan nilai perusahaan.

5.1.1.5 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 5

Hipotesis 5 menyatakan proporsi kepemilikan investor asing berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hipotesis ini merujuk pada, beberapa studi sebelumnya yang dilakukan oleh (Kolasa, *et al.*, 2010; Utama dan Hendy, 2011; Ho, *et al.*, 2011; Li, *et al.*, 2011; Bell, *et al.*, 2014; Huang, & Zhu., 2015; Fang, *et al.*, 2015; Taussig & Delios, 2015; El Ghouli, *et al.*, 2017; Desender, *et al.*, 2016;)

Upaya penggunaan hak kepemilikan itu dengan bertindak demi kepentingan terbaik dari para pemegang saham, adapun pergerakan peran kepemilikan asing dan nilai perusahaan dapat ditunjukkan pada gambar 5.5 berikut ini

Grafik 5.5
Pergerakan peran
***Foreign ownership* dan nilai perusahaan pada periode penelitian**



Sumber : data diolah

Kepemilikan asing pengaruhnya terhadap peningkatan kemakmuran pemegang saham pada beberapa penelitian masih mendapatkan kesimpulan yang berbeda. Pada penelitian yang dilakukan oleh Nurhan *et al.* (2007), bahwa ada pengaruh positif dan signifikan antara struktur kepemilikan asing dengan nilai perusahaan. Temuan lain justru berlawanan dengan temuan diatas bahwa struktur kepemilikan asing mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Khoury *et al.* 2004). Para investor asing ini makin memahami posisi mereka dengan menggunakan hak kepemilikan berupa tekanan terhadap manajer perusahaan.

Penggunaan hak bertindak demi kepentingan terbaik dari para pemegang saham berupa transfer teknologi produksi, pengelolaan serta pengelolaan perusahaan hal ini sangat bermanfaat bagi peningkatan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mengkonfirmasi hubungan antara keterlibatan kepemilikan asing untuk meningkatkan nilai perusahaan. **Berdasarkan pada hasil pengujian secara empiris, maka hipotesis 5 dinyatakan gagal membuktikan secara empiris.** Dengan demikian hasil penelitian ini tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung bahwa peran proporsi kepemilikan asing sebagai proksi dari mekanisme *corporate governance* mampu mempengaruhi nilai perusahaan.

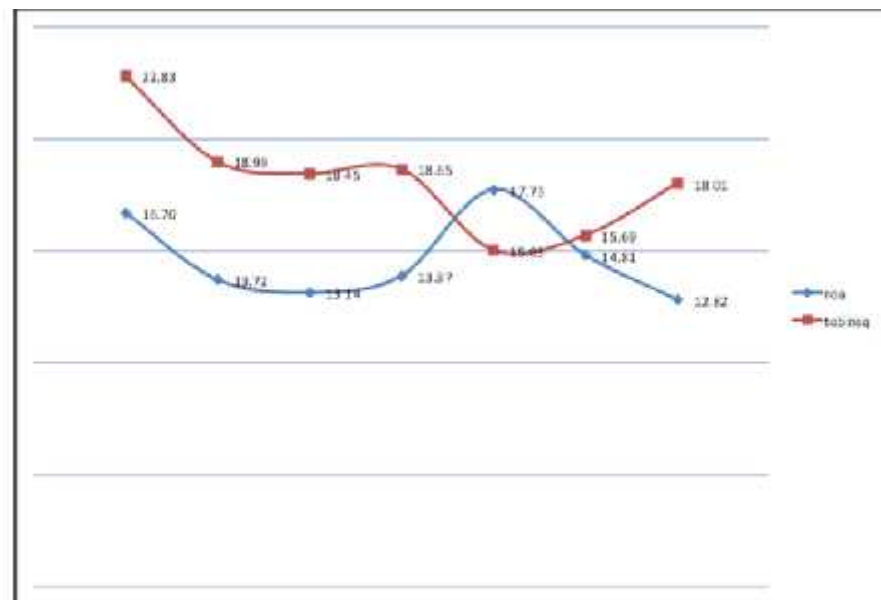
5.1.1.6 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 6

Hipotesis 6 merupakan hubungan kausalitas antar variabel yang menjadi proksi dari tingkat profitabilitas dan variabel yang menjadi proksi dari nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis 6 ini menyatakan bahwa tingkat *return on Asset* berpengaruh positif terhadap *Tobin's q*. Pernyataan hipotesis ini dirumuskan dengan merujuk kepada hasil-hasil studi dari Olugbode, *et al*, (2008) ; Cai & Arvin, Ghosh, (2003) ; Magoro, (2009) ; Xu, (2012) ; Mansoori dan Muhammad, (2012) ; Battaglia & Gallo, (2015) ; Liang, *et al*, (2015) ; Al- Ghamdi & Rhodes, (2015) ; Hamutyinei & Pamburai, (2015) ; Bonomo, *et al* (2015) ; Pandey, *et al*, (2015) ; Onaolapo & Kajola, (2015) ; M.-H. Chen & Lin, (2015) ; Lee, Kim, & Davidson, (2015) .

Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 6 menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*tobinsq*). dengan demikian, berdasarkan pada hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka cukup bukti untuk menolak hipotesis 6. Penelitian ini menghasilkan hubungan negatif antara *Profitabilitas* (ROA) dengan nilai perusahaan. Hal ini dapat dikaitkan dengan fakta bahwa Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI memiliki Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan berdasarkan uji hipotesis dengan pengaruh langsung profitabilitas terhadap struktur modal sebesar 2,2% yang berlawanan,

berarti apabila profitabilitas meningkat maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan sebagai akibat dari tidak bertambahnya *Market value of equity* yang merupakan rasio dari harga dan *quantity* dibagi *total equity*. Bisa saja terjadi ketika profitabilitas meningkat namun bersamaan dengan harga saham perusahaan menurun, maka akan berdampak pada profitabilitas berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh Riza Riyandini (2006) ; Suranta dan Pranata, (2004) ; Riza Riyandini (2006);Yuniasih dan Wirakusuma (2007) yang menyatakan profitabilitas mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal. Pergerakan Peran profitabilitas dan Nilai Perusahaan dalam penelitian ini ada pada gambar 5.6 mengenai ROA dan nilai perusahaan.

Gambar 5.6
ROA dan Nilai Perusahaan



Perusahaan dengan tingkat profitabilitas (ROA) yang tinggi, umumnya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit. Hal ini disebabkan dengan profitabilitas (ROA) yang tinggi tersebut memungkinkan bagi perusahaan melakukan permodalan dengan laba ditahan.

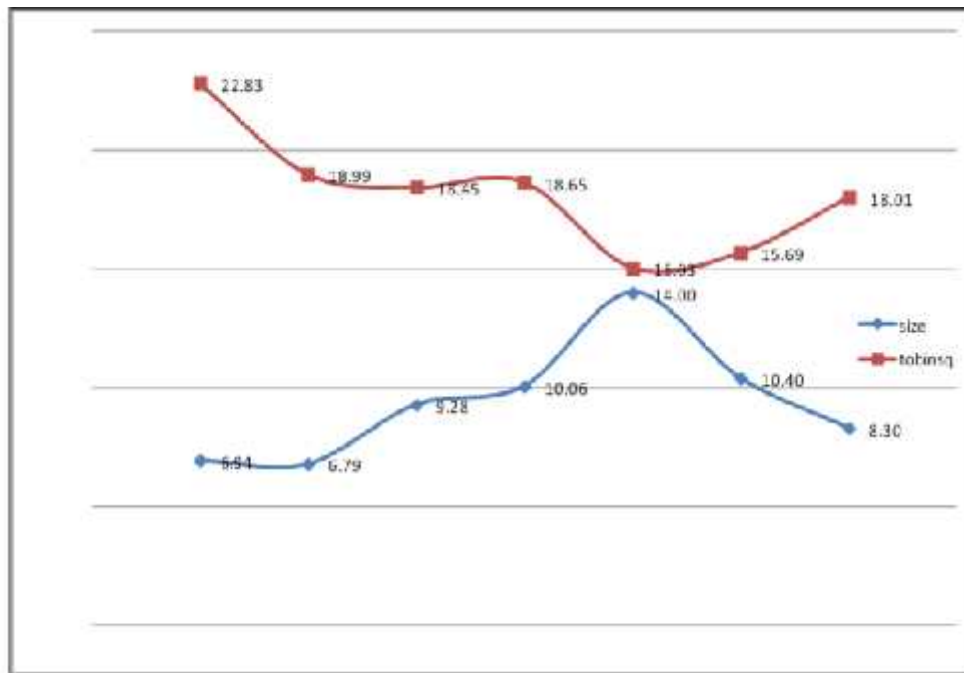
5.1.1.7 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 7

Hipotesis 7 menyatakan bahwa *ukuran perusahaan (size)* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*tobinsq*). Hipotesis ini menyatakan bahwa *ukuran perusahaan (size)* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*tobinsq*). Berdasarkan studi terdahulu yang telah dilakukan oleh Vaona dan Pianta, (2006) ; Heaney *et al.* (2007) ; Offenberg, (2009) ; Symeou, (2011) ; Humphery-Jenner dan Powell, (2011) ; Hou dan Dijk, (2012) ; Tang, *at al*, (2012) ; Pervan dan Visic, (2012) ; Yildiz *et al.* (2013) ; Chen, (2013) ; M. Humphery-Jenner dan Powell, (2014) ; Niresh dan Velnampy, (2014) ; Srivastava dan Laplume, (2014). Ukuran perusahaan (*size*) dalam penelitian ini berpengaruh negatif terhadap struktur modal, karena perusahaan besar cenderung memiliki volatilitas penghasilan dan arus kas netto yang lebih rendah (Fama dan French 2000). Konsep ukuran perusahaan cukup banyak digunakan untuk mengungkapkan struktur modal (Homaifar, 1994 ; Bhaduri, 2002 ; Barney 2001; Elyasiani, *et al*, 2010 ; García-Herrero, *et al* , 2009 ; Mirzaei dan Mirzaei, 2011; Guo *et al.* 2013). Daam penelitian

ini diperoleh hasil yang berpengaruh negatif, dari data laporan keuangan perusahaan observasi sebanyak 61% atau laporan keuangan perusahaan observasi merupakan perusahaan kelompok size tinggi, dan sisanya sebanyak 39% laporan keuangan perusahaan observasi merupakan kelompok size rendah. Dalam penelitian ini ukuran perusahaan menurut menunjukkan hasil yang rendah, sehingga logis diperoleh nilai negatif signifikan. Pada posisi ini perusahaan mengalami situasi yang sulit, ukuran perusahaan (*Size*) yang rendah, peluang investasi kecil, karena jenuh karena ketatnya persaingan dalam industry, tidak memiliki peluang untuk tumbuh, karena banyaknya perusahaan anggota industri memiliki inovasi dan investasi yang hampir beragam sehingga memperketat persaingan antar perusahaan yang berpotensi pada tingkat penerimaan dari perusahaan-perusahaan tersebut rendah, sudah tidak memiliki peluang investasi yang besar, perusahaan anggota industri juga berada pada posisi dimana pertumbuhan penjualannya rendah, sehingga industri seperti ini perlu untuk melakukan perbaikan, mulai dari inovasi produk hingga strategi dalam proses produksi, menggunakan mesin yang lebih canggih untuk mencapai efisiensi. perusahaan anggota industri yang berada pada posisi ini harus bisa mengubah dirinya agar membuat kenaikan volume penjualan sehingga MBV dapat meningkat jika tidak maka akan dipastikan bahwa perusahaan dalam industri itu akan *decline*. Ukuran (*Size*) perusahaan kecil sehingga tidak mampu meningkatkan

nilai perusahaan, namun hasrat investasi tetap tinggi. Hal ini perusahaan cenderung memanfaatkan kapasitas hutang yang tinggi. Oleh karena itu, dapat diperkirakan perusahaan dengan ukuran kecil cenderung sulit memperoleh pendanaan dipasar modal. Berpotensi menerbitkan hutang lebih besar dibanding perusahaan dengan size besar, hutang pada kapasitas tertentu akan mempengaruhi kemampuan membayar dan dapat menurunkan nilai perusahaan. Ada banyak literatur yang luas tentang hubungan antara Ukuran perusahaan (*size*) dan nilai perusahaan. Acs dan Audretsch (2005) dan Rogers, (2004) menunjukkan bahwa perbedaan dalam nilai perusahaan antara perusahaan dengan Ukuran (*size*) yang kecil dan besar disebabkan oleh perilaku yang berbeda terhadap investasi. Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 7 menunjukkan bahwa pengaruh ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (*tobinsq*). Karena t hitung yang dihasilkan oleh PLS lebih besar dari t tabel 1,960. pada level signifikansi 5%. Dengan arah yang tidak relevan dengan pernyataan hipotesis. Dengan demikian, berdasarkan pada hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka hipotesis 5 ini dinyatakan tidak dapat diterima. Pergerakan peran ukuran (*Size*) dan nilai perusahaan dalam penelitian ini ada pada gambar 5.7 mengenai *size* dan nilai perusahaan.

Gambar 5.7
Pergerakan Peran Ukuran (*Size*) dan Nilai Perusahaan



Perusahaan besar cenderung memiliki keunggulan kompetitif dalam mengeksplorasi kesempatan investasi, dengan kata lain dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang bertumbuh secara signifikan merupakan perusahaan yang lebih besar karena perusahaan yang besar dianggap lebih mempunyai akses permodalan dari hutang. Hutang pada kapasitas tertentu dapat dimanfaatkan untuk mendukung investasinya, namun pada tingkat tertentu dapat memberatkan berkenaan dengan bunga tetap yang harus dibayar.

5.1.1.8 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 8

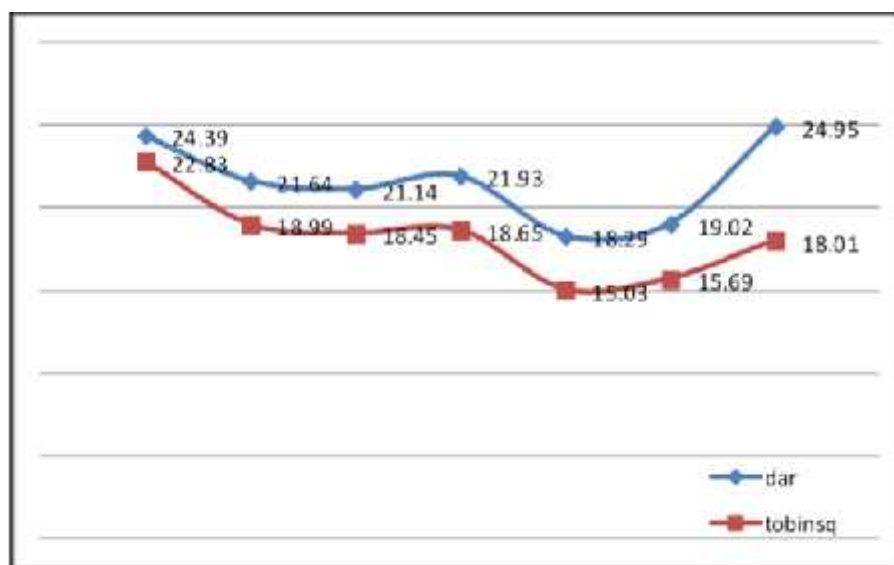
Hipotesis 8 merupakan hubungan kausalitas antar variabel yang menjadi proksi dari pendanaan (DAR) terhadap Nilai Perusahaan

(*tobinsq*). Hipotesis 8 ini menyatakan bahwa tingkat pendanaan (DAR) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan (*tobinsq*). Pernyataan hipotesis ini dirumuskan dengan merujuk kepada hasil-hasil studi dari Campello, (2006) ; Ogawa, (2007) ; Yuan, *et al.* (2008) ; Ullah, *et al.* (2012) ; Fauzi dan Locke, (2012) ; Aygun, *et al.* (2014) ; Chen, dan Jun, (2014) ; Lai dan Chen, (2014) ; Hatem, (2014) ; Ruan, (2014) ; Davydov, *et al.* (2014) ; Han dan Pan, (2015) ; Kang, *et al.*(2015) ; Lazzarini, (2015) ; Dey, *et al.*(2015) ; Davydov, *et al.* (2014) ; D’Mello dan Gruskin, (2014) ; Antonczyk, *et al.* (2014) ; Rhou dan Koh, (2014) ; Dwaikat dan Queiri (2014).

Hasil pengujian secara empiris terhadap hipotesis 8 menunjukkan bahwa Penelitian menghasilkan hubungan positif antara pendanaan (DAR) dengan nilai perusahaan. Hal ini dapat dikaitkan dengan fakta bahwa Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI memiliki Struktur modal yang baik, yang merupakan struktur modal yang dapat memberikan perimbangan antara marjinal manfaat penggunaan hutang dengan marjinal pengorbanan penggunaan hutang (Modigliani & Miller, 1958). Namun, dengan konsep biaya keagenan, struktur modal yang baik dapat diperoleh dengan mengimbangkan marjinal biaya keagenan hutang dengan marjinal biaya keagenan ekuitas (Jensen & Meckling, 1976; Mao, 2003). Teori peking order mengasumsikan bahwa biaya keagenan penggunaan hutang meningkat sejalan dengan bertambahnya hutang.

Dengan arah positif, sehingga relevan dengan pernyataan hipotesis. Dengan demikian, berdasarkan pada hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, maka tidak cukup bukti untuk menolak hipotesis 8. Proporsi penggunaan modal sendiri lebih didahulukan setelah itu baru menggunakan sumber dana eksternal. Oleh karena itu untuk memperoleh rasio hutang atas modal sendiri yang optimal dapat dilakukan melalui perimbangan biaya keagenan hutang dengan manfaat hutang. Sepanjang manfaat penggunaan hutang masih besar, hutang akan ditambah, tetapi bila biaya keagenan menggunakan hutang sudah lebih besar daripada manfaat menggunakan hutang maka hutang tidak lagi baik untuk ditambah (Myers, 1984). Pergerakan Peran *Leverage* (DAR) terhadap Nilai Perusahaan (*tobinsq*) dalam penelitian ini ada pada gambar 5.9 mengenai Peran pendanaan (DAR) terhadap Nilai Perusahaan (*tobinsq*).

Gambar 5.9
Pergerakan Peran Pendanaan (DAR) terhadap Nilai Perusahaan (*tobinsq*)



Jensen (1986) dan Chyntia (2003) berpendapat bahwa dengan hutang maka perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang tersebut. Chyntia (2003) menyatakan bahwa strategi ini tidak memberikan manfaat positif pada perusahaan dengan probabilitas pertumbuhan yang tinggi tapi tidak mempunyai *free cash flow*. Dengan demikian, penggunaan hutang lebih efektif diterapkan pada perusahaan dengan kondisi *cash cow* yaitu memiliki arus kas besar dan prospek pertumbuhan kecil.

Daftar Pustaka

- A. Mina, H., & Lahr, A. H. (2013). *The demand and supply of external finance for innovative firms. Industrial and Corporate Change*. 6(4) pp.84-102
- A. Rashid, A. De Zoysa, S. Lodh, K. R. (2010). Board Composition and Firm Performance: Evidence from Bangladesh. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 4(1), pp.76–95.
- Abbaszadeh, M. R., & Beigi, B. (2014). The Effect of Corporate Governance Mechanisms on the Relationship between Investment Opportunities and Dividend Ratio of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Asian Journal of Research in Banking and Finance*, 4(1), pp.104–115.
- Abor, J. (2008). *Determinants of the Capital Structure of Ghanaian Firms By. African Economic Research Consortium*. 5(2) pp.305-324
- Acs, Z. J., & Audretsch, D. B. (2005). Entrepreneurship and Innovation. *International Journal Entrepreneurship and Innovation*, (May), pp.1–43.
- Acs, Z. J., Audretsch, D. B., & Maryan, P. F. (2000). R & D Spillovers and Recipient Firm Size. *Review of Economic and Statistics*, 100(2), pp.336–367.
- Adam, T., & Goyal, V. K. (2008). The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables. *The Journal of Financial Research*, 1(XXXI), pp.41–63.
- Agrawal, A., & Jayaraman, N. (1998). The Dividend Policies of All-equity Firms: A Direct Test of the Free Cash Flow Theory. *Managerial and Decision Economics*, 15(2), pp.139–148.
- Aharony, J., Wang, J., & Yuan, H. (2010). Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(1), pp.1–26.
- Ahn, S., Denis, D. J., & Denis, D. K. (2006). Leverage and investment in diversified firms. *Journal of Financial Economics*, 79(2), pp.317–337.
- Ahn, S., & Shrestha, K. (2013). The differential effects of classified boards on firm value. *Journal of Banking and Finance*, 37(11), pp.3993–4013.
- Aivazian, V. a., Ge, Y., & Qiu, J. (2005a). Debt maturity structure and firm investment. *Financial Management*, 34(4), pp.107–119.

- Aivazian, V. a., Ge, Y., & Qiu, J. (2005b). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), pp.277–291.
- Akhtar, S. (2005). The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporation. *Australian Journal of Management*, 30(2), pp.321–341.
- Akhtaruddin, M., & Hossain, M. (2008). Investment opportunity set , ownership control and voluntary disclosures in Malaysia. *Joaag*, 3(2), pp.25–39.
- Aktas, N., Croci, E., & Petmezas, D. (2015). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance* , 30, pp.98–113.
- Al-Dhamari, R. A., & Ku Ismail, K. N. I. (2013). Governance structure, ownership structure and earnings predictability: Malaysian evidence. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 9(1), pp.1–23.
- Al-Ghamdi, M., & Rhodes, M. (2015). Family Ownership, Corporate Governance and Performance: Evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Economics and Finance*, 7(2), pp.78–98.
- Ali, K., Akhtar, M. F., & Ahmed, H. Z. (2011). Bank-Specific and Macroeconomic Indicators of Profitability - Empirical Evidence from the Commercial Banks of Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*, 2(6), pp.235–242.
- Ali Khrawish, H., & Ali Khraiweh, A. H. (2010). The Role of Audit Committees in Corporate Governance: An Empirical Investigation on Saudi Corporations. *Journal Of King Abdulaziz University: Economics & Administration*, 24(2), pp.1–47.
- Allen, D. E. (1993). The pecking order hypothesis: Australian evidence. *Applied Financial Economics*, 3(2), 101–112.
- Allen, F., Bernardo, A. E., & Welch, I. V. O. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *The Journal of Finance*, LV(6), pp.2499–2536.
- Al-malkawi, H. N., & Rafferty, M. (2010). Dividend Policy : A Review of Theories and Empirical Evidence, 9(9), pp.171–200.
- Al-Malkawi., & Nizar, H.-A. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. *Journal of Economic & Administrative Sciences*, 23(2), pp.44–70.

- Al-Najjar, B. (2014). Corporate governance, tourism growth and firm performance: Evidence from publicly listed tourism firms in five Middle Eastern countries. *Tourism Management*, 42, pp.342–351.
- AlNajjar, F. K., & Riahi-Belkaoui, A. (1999). Multinationality, profitability and firm value. *Managerial Finance*, 25(12), pp.31–41.
- AlNajjar, F., & Riahi-Belkaoui, A. (2001). Growth opportunities and earnings management. *Managerial Finance*, 27(12), pp.72–81.
- Al-shubiri, F. N. (2012). Debt Ratio Analysis and Firm Investment : Evidence from Jordan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(1), pp.21–26.
- Alshwer, A. A., & Levitas, E. (2014). How Innovation Can Affect Ownership Structure: The Case of Transient and Dedicated Institutional Investors. *Finance and Strategy Journal Emerald Group Publishing Limited*, pp.291–319.
- Alti, A., & Tetlock, P. C. (2014). Biased beliefs, asset prices, and investment: a structural approach. *The Journal of Finance*, 69(1), pp.325–361.
- Alzahrani, M. F. (2006). Stock Mispricing and Corporate Investment Decisions.
- Amaech, E. P. (2013). Application Of Computed Financial Ratios In Fraud Detection Modelling: A Study Of Selected Banks In Nigeria. *Asian Economic and Financial Review*, 3(11), pp.1405–1418.
- Amedro, B., & Attila, F. (2004). *Board size and firm value*.
- Ameer, R. (2014). Financial constraints and corporate investment in Asian countries. *Journal of Asian Economics*, 33, pp.44–55.
- Amidu, M. (2007). How Does Dividend Policy Affect Performance of The Firm on Ghana Stock Exchange. *Investment Management & Financial Innovations*, 4(2), pp.103-137.
- Ammar, A., Hanna, A. S., Nordheim, E. V., & Jeffrey S. Russell. (2003). Indicator Variables Model of Firm's Size-Profitability Relationship of Electrical Contractors Using Financial and Economic Data. *Journal Of Construction Engineering and Management*, pp.192–197.
- Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2012). Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking & Finance*, 36, 1744–1746.

- Anindita, K., & Prashant, K. (2010). Advertising and Firm Value: Mapping the relationship between Advertising, Profitability and Business Strategy in India. *Journal M.A.N.K*, 3(1), pp.236–245.
- Antonczyk, R. C., Breuer, W., & Salzmann, A. J. (2014). Long-Term Orientation and Relationship Lending: A Cross-Cultural Study on the Effect of Time Preferences on the Choice of Corporate Debt. *Management International Review*, 54(3), pp. 381–415.
- Ardestani, H., Rasid, S., Basiruddin, R., & Mehri, M. (2013a). Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia. *Journal Applied Finance & Accounting* 3(1), pp.123–136.
- Ardestani, H., Rasid, S., Basiruddin, R., & Mehri, M. (2013b). Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(1), pp.123–136.
- Arifin, R. (2005). *Analisis faktor-Faktor yang Mempengaruhi Intensitas Penggunaan Dana Modal Ventura oleh UKM (Studi Kasus pada PT. Sarana Jateng Ventura)*.
- Arnold, N., & Daghe, J. C. (2015). Growth opportunities, strategic savings, and the dot-com boom and bust. *Economic Inquiry*, pp.235–266.
- Arrfelt, M. (2014). Examining a key corporate role: The influence of capital allocation competency on business unit performance. *Strategic Management Journal*, 43(1), pp.217-228
- Asimakopoulos, I., Samitas, A., & Papadogonas, T. (2009). Firm-specific and economy wide determinants of firm profitability: Greek evidence using panel data. *Managerial Finance*, 35(11), pp.930–939.
- Asquith, P., & Mullins, D. (1986). Equity Issues and Offering Dilution. *Journal of Financial Economics*, pp.61–89.
- Atkinson, A. B., & Stiglitz, J. E. (1969). A new view of technological change. *The Economic Journal*, pp.573–578.
- Auerbach, A. J., & King, M. A. (1985). Taxation, Portfolio Choice, and Debt-Equity Ratios: A General Equilibrium Model. *Quarterly Journal of Economics*, pp.587–610.
- Auerswald, P. E. (2008). Auerswald, Philip E. *Small Business Economics*, 30(2), pp.111–126.
- Axtell, R. L. (2001). U . S . Firm Sizes are Zipf Distributed. *Science*, pp.1818–1820.

- Ayaydin., H., & Karakaya., A. (2014). The Effect of Bank Capital on Profitability and Risk in Turkish Banking. *Journal of Accounting and Economics*, 5(1), pp.435–421.
- Aygun, M., Suleyman, I. C., & Sayim, M. (2014). The impact of Debt Structure on Firm Investments: Empirical Evidence from Turkey. *Archives of Business Research*, 2(2), pp.24–30.
- Bahman, B., & Fakhroddin, M. (2012). Productivity and firm performance: Evidence of Iranian unprofitable firms. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 6(7), pp.158–166.
- Bain, J. (1959). *Industrial Organization*. Wiley: New York.
- Bain, J. S. (1951). Relation of profit rate to industry concentration: American manufacturing, 1936-1940. *The Quarterly Journal of Economics*, pp.293–324.
- Bajaj, M., & Vijh, A. (1990). Dividend Clienteles and Information Content of Dividend Changes. *Journal of Financial Economics*, 26, pp.193–220.
- Baker, H. K., & Powell, G. E. (2012). Dividend policy in Indonesia: survey evidence from executives. *Journal of Asia Business Studies*, 6(1), pp.79–92.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), pp.1–32.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 73(2), pp.271–288.
- Balasubramanian, N., Black, B. S., & Khanna, V. (2010). The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India. *Emerging Markets Review*, 11(4), pp.319–340.
- Baptista Rui, K. . L. J. (2010). Diversification by Young , Small Firms, pp.1–37.
- Barclay, M. J., Heitzman, S. M., & Smith, C. W. (2013). Debt and taxes: Evidence from the real estate industry. *Journal of Corporate Finance*, 20(1), pp.74–93.
- Barney, J. B. (2001). Resource-based theories of competitive advantage: A ten- year retrospective on the resource-based view. *Journal of Management*, 27, pp.643– 650.
- Bartholdy, J., & Mateus, C. (2011). Debt and taxes for private firms. *International Review of Financial Analysis*, 20(3), pp.177–189.

- Baskin, J. (1989). An Empirical-Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, 18, pp.26–32.
- Bathala, C. T., Moon.K.P., & Rao, R. P. (1993). Managerial Ownership, Debt Policies and The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, 22, pp.38–50.
- Battaglia, F., & Gallo, A. (2015). Risk governance and Asian bank performance: An empirical investigation over the financial crisis. *Emerging Markets Review*, pp.345–366.
- Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, 5(2), pp.91–104.
- Bayless, M., & Chaplinsky, S. (1991). Expectations of security type and the information content of debt and equity offers. *Journal of Financial Intermediation*, 1, pp.195–214.
- Bei, Z., & Wijewardana, W. P. (2012). Financial leverage, firm growth and financial strength in the listed companies in Sri Lanka. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40, pp.709–715.
- Beiner, S. (2003). Working Paper Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism?
- Beiner., S., Drobetz, W., F. Schmid, & H. Zimmermann. (2003). *Is Board size An Independent Corporate Governance Mechanism. ECGI Finance Working Paper, N.*
- Belkhir, M. (2008). Board of Directors' Size and Performance in the Banking Industry. *International Journal of Managerial Finance*, , JEL clas.
- Bergendahl, G. (1995). The profitability of bancassurance for European banks. *International Journal of Bank Marketing*, 13(1), pp.17–28.
- Berger, A. N., & Hannan, T. H. (1989). The price-concentration relationship in banking. *The Review of Economics and Statistics*, pp.291–299.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), pp.39–65.
- Berle, A., & Gardiner, Means. (1932). *The Modern Corporation and Private property. Mac-Millan, New York.*

- Bert, D., & Guariglia, A. (2015). Does the investment opportunities bias affect the investment–cash flow sensitivities of unlisted SMEs? *The European Journal of Finance*, 2, pp.11–25.
- Bethel, J. E., & Julia, Liebeskind. (1993). The Effect of Ownership Structure on Corporate Structuring. *Strategi Management Journal*, 14, pp.15–31.
- Bevan. A.A., & J. Danbolt. (2002). Capital structure and its determinants in the UK – a decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, 12 pp.159-170.
- Bhaduri, S. N. (2002). Determinants of capital structure choice: a study of the Indian Corporate Sector. *Applied Financial Economics*, 12, pp.655–665.
- Bhagat, S., & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *The Business Lawyer*, pp.921–963.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in the Hand” Fallacy”. *Bell Journal of Economics*, 10, pp.259–270.
- Black, B., & Kim, W. (2012). The effect of board structure on firm value: A multiple identification strategies approach using Korean data. *Journal of Financial Economics*, 104(1), pp.203–226.
- Black, B. S., Balasubramanian, B. N., & Khanna, V. (2008). Firm Level Corporate Governance in Emerging Markets (87).
- Blacka, B. S., Kimb, W., Jangb, H., & Park, K.-S. (2015). How corporate governance affect firm value? Evidence on a self-dealing channel from a natural experiment in Korea. *Journal of Banking & Finance*, 51, 131–150.
- Blanchard, O. J., & Lopez-de-Silanes, F. (1994). What do firms do with cash windfalls? *Journal of Financial Economics*, 36(3), pp.337–360.
- Bolton, P., Chen, H., & Wang, N. (2011). A unified theory of Tobin’s q, corporate investment, financing, and risk management. *The Journal of Finance*, 66(5), pp.1545–1578.
- Bonazzi, L., & Islam, S. M. (2007). Agency theory and corporate governance: A study of the effectiveness of board in their monitoring of the CEO. *Journal of Modelling in Management*, 2(1), pp.7–23.
- Bonomo, M., Brito, R. D., & Martins, B. (2015). after crisis government-driven credit expansion in Brazil: A firm level analysis. *Journal of International Money and Finance*.

- Bose, R., & Luo, X. (2014). Investigating security investment impact on firm performance. *International Journal of Accounting & Information Management*, 22(3), pp.194–208.
- Bouer, R. (2004). Empirical Evidence on Corporate Governance The Effect on Stock Return, Firm Value and Performance. *Journal of Asset Management*, 5(2), pp.91–104.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R. (2005). Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, pp.234–255.
- Brealey, R., Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), pp.371–387.
- Brealey, R., & S.Myers. (2005). *Principles of Corporate Finance. 8th edn. London: McGraw-Hill.*
- Brick, I. E., & Chidambaran, N. K. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), pp.533–553.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2001). *Manajemen Keuangan*, 628.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. *SSRN Electronic Journal*, (1992), pp.179–186.
- Brozen, Y. (1971). Bain's Concentration and Rates of Return Revisited. *Journal Law and Economic*, 14, pp.351–369.
- Bru, L. (2007). Diversification of Family Business Groups (FBG) and Board Control, pp.1–35.
- Brucker, E. (1970). A microeconomic approach to banking competition. *Journal of Finance*, pp.1133–1141.
- Bryant-Kutcher, L. A., Guenther, D. A., & Jackson, M. (2012). How Do Cross-Country Differences in Corporate Tax Rates Affect Firm Value? *The Journal of the American Taxation Association*, 34(2), pp.1–17.
- C., L. K., Chan, J., & Lakonishok. (2002). *Value and Growth Investing: A Review and Update. Review and Update”, Working Paper , pp. 1-23.*
- Cai, F., & Arvin,Ghosh. (2003). Test of Capital Structure Theory: A Binomial Approach. *Journal of Business and Economics Studies*, 9(2), pp.20–32.
- Campa, J., Donnerfeld, S., & Weber, S. (1998). Market structure and foreign direct investment. *Review of International Economics*, 6(3), 361–380.

- Campello, M. (2006). Debt financing: Does it boost or hurt firm performance in product markets? *Journal of Financial Economics*, 82(1), pp.135–172.
- Campello, M., & D.Hackbarth. (2008). *Corporate Financing and Investment: the Firm-level Credit Multiplier*. Working Paper, University of Illinois at Urbana-Champaign.
- Carter, D. a., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38(1), pp.33–53.
- Cassar, G., & Scott, H. (2003). Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence. *Accounting and Finance*, 43, pp.123–147.
- Celikyurt, U., Sevilir, M., & Shivdasani, A. (2014). Venture capitalists on boards of mature public firms. *Review of Financial Studies*, 27(1), pp.56–101.
- Chaibi, H., Trabelsi, S., & Omri, A. (2013). Investment Opportunity set, Corporate Accounting Policy and Discretionary Accruals. *Journal of Economic and Financial Modelling*, 1(1), pp.14–26.
- Chan LKC, Lakonishok J. (2002) Value and growth investing: review and update. *Financial Analysts Journal*, 60, pp.71 – 86.
- Chang, C. J., Ho, J. L. Y., & P. Lin. (2006). Managers' resource allocation: Review and implications for future research. *Journal of Accounting Literature*, 21(1), pp.1–37.
- Chang-Sheng Liao. (2008). Is There Existence an Optimal Capital Structure? The Case of Taiwan's non-life Insurance Industry. *Journal of Accounting, Finance & Management Strategy*, 4(1), pp.117–131.
- Charfeddine, L., & Elmarzougui, A. (2010). Institutional Ownership and Firm Performance : Evidence from France.
- Chen, A. a., Cao, H., Zhang, D., & Dickinson, D. G. (2013). The impact of shareholding structure on firm investment: Evidence from Chinese listed companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 25, pp.85–100.
- Chen, C. R., Weiyu, G., & Vivek, Mande. (2006). Corporate Value, Managerial Stockholdings and Investment of Japanese Firms. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 17(1), pp.29–51.
- Chen, D. (2012). Classified boards, the cost of debt, and firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 36(12), pp.3346–3365.

- Chen, H.-L., Hsu, W.-T., & Chang, C.-Y. (2014). Family Ownership, Institutional Ownership, and Internationalization of SMEs. *Journal of Small Business Management*, 52(4), pp.771–789.
- Chen, J., & Strange, R. (2005). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economic Change and Restructuring*, 38, pp.11–35.
- Chen, M. (2013). Financial Constraints to The Investment of Chinese Listed Firms Across Firm Characteristics. *Journal of Comparative Economics*, 41(4), pp.1123–1140.
- Chen, M. Y. (2013). Adjustments in managerial ownership and changes in firm value. *International Review of Economics and Finance*, 25, pp.1–12.
- Chen, M.-H., & Lin, C.-P. (2015). impact of corporate charitable giving on hospitality firm performance: Doing well by doing good? *International Journal of Hospitality Management*, pp.25, 3–23.
- Chen, R. (2014). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, pp.544–601.
- Chen, S., Chung, T., & Chung, L. (2001). Investment opportunities, free cash flow and stock valuation effects of corporate investments: the case of Taiwanese investments in China. *Review of Quantitative Finance* pp. 299–310.
- Chen, E. Te, Gray, S., & Nowland, J. (2012). Multiple founders and firm value. *Pacific Basin Finance Journal*, 20(3), pp.398–415.
- Chen, X., Cheng, Q., & Wang, X. (2014). Does increased board independence reduce earnings management? Evidence from recent regulatory reforms. *Review of Accounting Studies*, pp.234–244.
- Chen, Y., Wang, Y., & Lin, L. (2014). Independent directors' board networks and controlling shareholders' tunneling behavior. *China Journal of Accounting Research*, 7(71202126), pp.101–118.
- Chen, Jun, and T.-H. D. K. "Corporate hedging and the cost of debt. . J. of C. F. 29 (2014): 221-245. (2014). Corporate hedging and the cost of debt. *Journal of Corporate Finance*, 29, pp.221–245.
- Cherkasova, V., & Duniashcheva, R. (2014). Does Insider Ownership Concentration Matter For Investment Performance In Emerging Markets? *Journal of Corporate Finance Research*, 30(2), pp.3–18.
- Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. (2007). *Corporate Governance and Firm*.

- Choi, Y. R., Yoshikawa, T., & Zahra, S. A. (2014). Market-oriented institutional change and R&D investments: Do business groups enhance advantage? *Journal of World Business*, 49(4), pp.466–475.
- Chow, C. K. W., Fung, M. K. Y., Lam, K. C. K., & Sami, H. (2012). Investment opportunity set, political connection and business policies of private enterprises in China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 38(3), pp.367–389.
- Christie, A. A., & Zimmerman, J. L. (1994). Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: Corporate control contests. *Accounting Review*, pp.539–566.
- Chtourou, S. M., & Bedard, J. (2001). Corporate Governance and Earnings Management. *Social Science Research Network (SSRN)*, 4(418), pp.1–39.
- Chung, K. H., & Charoenwong, C. (1991). Investment Options, Assets in Place, and the Risk of Stocks. *Financial Management, Autumn Edition*, pp.21–33.
- Claessens, S., Kenichi, U., & Yafeh, Y. (2014). Institutions and financial frictions: Estimating with structural restrictions on firm value and investment. *Journal of Development Economics*, 110, pp.107–122.
- Clark, T. W., & Cragun, J. R. (1994). *Organizational and managerial guidelines for endangered species restoration programs and recovery teams*. Cambridge University Press. Cambridge.
- Clay, D. G. (2002). *Institutional ownership and firm value*.
- Coad, A. (2009). *The Growth of Firms: A Survey of Theories and Empirical Evidence*. Edward Elgar: Cheltenham, UK.
- Coase, R. (1959). The Federal Communications Commission. *Journal of Law and Economics*, 2, pp.1–40.
- Coase, R. (1960). The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*. *Journal of Law and Economics*, 3, pp.1–44.
- Coase, R. . (1937). The nature of the firm. *Economica, New Series*, 4(16), pp.386–405.
- Cohen, R. B., Gompers, P. A., & Vuolteenaho, T. (2002). Who underreacts to cash-flow news? Evidence from trading between individuals and institutions. *Journal of Financial Economics*, 66, pp.409–462.

- Collins, D., & Kothari, S. P. (1989). An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11, pp.143–181.
- Connelly, J. T., Limpaphayom, P., & Nagarajan, N. J. (2012). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking and Finance*, 36(6), pp.1722–1743.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2003). Department of Finance Operating Performance.
- Crisóstomo, L., Vicente, F. J. L. I., & González, E. V. (2014). Financial constraints for investment in Brazil. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), pp.73–92.
- Crutchley, C. ., & Hansen, R. (1989). A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, Corporate Dividends. *Financial Management*, 18, pp.35–57.
- D’Mello, R., & Gruskin, M. (2014). Are the benefits of debt declining? The decreasing propensity of firms to be adequately levered. *Journal of Corporate Finance*, 29, pp.327–350.
- Dalei, P., Tulsyan, P., & Maravi, S. (2012). Corporate Governance in India : A legal Analysis. *International Conference on Humanities, Economics and Geography*, pp.196–198.
- Dalton, C. M., Holland, S. B., & Dalton, C. M. (2015). *Why Do Firms Use Insurance to Fund Worker Health Benefits? The Role of Corporate Finance*.
- Dam, L., & Scholtens, B. (2015). toward a theory of responsible investing: On the economic foundations of corporate social responsibility. *Resource and Energy Economics*, pp.103–121.
- Dang, V. A. (2008). *Leverage, Debt Maturity and Firm Investment: An Empirical Analysis*. Working paper Manchester Business School University Of Manchester.
- Davydov, D., Nikkinen, J., & Vähämaa, S. (2014). Does the decision to issue public debt affect firm valuation? Russian evidence. *Emerging Markets Review*, 20, pp.136–151.
- Davydov, D., & Vähämaa, S. (2013). Debt source choices and stock market performance of Russian firms during the financial crisis. *Emerging Markets Review*, 15, pp.148–159.

- De Wit, G. (2005). Firm size distributions an overview of steady-state distributions resulting from firm dynamics models. *International Journal of Industrial Organization*, 23(5-6), pp.423–450.
- DeAngelo H, L. DeAngelo, & Skinner, J. D. (1996). Reversal of fortune, dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*, 40, pp.341–371.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, & D.J. Skinner. (2002). *Are Dividend Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earning*. Working Paper, Code No. 02-9, USC Finance and Business Economics, USC Marshall School of Business.
- Delis, M. D., Kokas, S., & Ongena, S. (2015). *Bank market power and firm performance*.
- Dell’Ariccia, G., Friedman, E., & Marquez, R. (1999). Adverse selection as a barrier to entry in the banking industry. *The Rand Journal of Economics*, pp.515–534.
- Demsetz, H. (1964). The exchange and enforcement of property rights. *Journal of Law and Economics*, 3, pp.11–26.
- Demsetz, H. (1966). Some aspects of property rights *Journal of Law and Economics*. *Journal of Law and Economics*, 9, pp.61–70.
- Demsetz, H. (1967). Towards a theory of property rights. *American Economic Review*, 57, pp.347–359.
- Demsetz, H. (1969). Information and efficiency: another viewpoint. *Journal of Law and Economics*, 12, pp.1–22.
- Demsetz, H. (1973). Industry structure, market rivalry, and public policy. *Journal of Law and Economics*, 16, pp.1–10.
- Demsetz, H. (1988). *Ownership, Control, and the Firm*. Oxford University Press: New York.
- Demsetz, H. (1998). Review: Oliver Hart’s firms, contracts, and financial structure. *Journal of Political Economy*, 106, pp.446–452.
- Deng, K. (2015). *Investment–cash flow sensitivity measures investment thirst, but not financial constraint*. working paper *Accounting & Finance*.
- Deng, Y., & Wu, J. (2014). Economic returns to residential green building investment: The developers’ perspective. *Regional Science and Urban Economics*, 47.

- Denis, D. J. (1994). Investment opportunities and the market reaction to equity offerings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(2), pp.159–177.
- Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. (1997). Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *Journal of Finance*, 52(1), pp.135–160.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2007). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), pp.62–82.
- Desender, K. a. (2009). The relationship between the ownership structure and the role of the board. *Journal of Finance*, 98(4) pp.436-453
- Deshmukh, S. (2005). Deshmukh, Sanjay (2005), “The Effect of Asymmetric Information and Dividend Policy. *Quarterly Journal of Business and Economic Journal*, 44(1), pp.107–127.
- Dey, A., Nikolaev, V. V., & Wang, X. (2015). *Disproportional Control Rights and the Governance Role of Debt. Management Science, Forthcoming.*
- Dharmapala, D., & Khanna, V. (2008). Corporate Governance, Enforcement, And Firm Value: Evidence From India. *Working Paper Series, No. 08-005, University of Michigan Law & Economics , 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers.*
- Diamond, D. W., & He, Z. (2014). *A Theory of Debt Maturity: The Long and Short of Debt Overhang* (Vol. LXIX).
- Dickens, R. N., & Casey, K. M. (2002). Bank Dividend Policy: Explanatory Factors. *Quarterly Journal of Business & Economics*, 1-2, pp.1–12.
- Ding, Y., & Qian, X. (2014). Investment Cash Flow Sensitivity and Effect of Managers’ Ownership: Difference between Central Owned and Private Owned Companies in China. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(3), pp.449–456.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.*
- Dorion, C., François, P., Grass, G., & Jeanneret, A. (2014). Convertible debt and shareholder incentives. *Journal of Corporate Finance*, 24, pp.38–56.
- Duncan, R. B. (1972). Characteristics of organizational environments and perceived environmental uncertainty. *Administrative Science Quarterly*, pp.313–327.

- Dutordoir, M., Lewis, C., & Seward, J., Veld, C. (2014). What we do and do not know about convertible bond financing. *Journal Corp. Financial*, 24, pp.3–20.
- Dwaikat, N., & Queiri, A. (2014). International Journal of Business and Management. *International Journal of Business and Management*, 9(12), pp.49–62.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74(4), pp.650–663.
- Eberhart, R. (2012). Corporate governance systems and firm value: empirical evidence from Japan's natural experiment. *Journal of Asia Business Studies*, 6(2), pp.176–196.
- Egami, M. (2010). A game options approach to the investment problem with convertible debt financing. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 34(8), pp.1456–1470.
- Eisdorfer, A. (2011). Why is convertible debt subordinated? An investment-based agency theory. *Financial Review*, 46(1), pp.43–65.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), pp.35–54.
- Eisenhardt, K. (1996). Resourcebased view of strategic alliance formation: strategic and social effects in entrepreneurial firms. *Organization Science*, 7, pp.136–148.
- Eisenhardt, K. (2000). Dynamic capabilities: what are they? *Strategic Management Journal*, 21, pp.1105–1121.
- Elenkov, D. S. (1997). Strategic uncertainty and environmental scanning: The case for institutional influences on scanning behavior. *Strategic Management Journal*, 18(4), pp.287–302.
- El-Khatib, R., Fogel, K., & Jandik, T. (2015). CEO network centrality and merger performance. *Journal of Financial Economics*, 116(2), pp.349–382.
- Elyasiani, E., Jia, J. J., & Mao, C. X. (2010). Institutional ownership stability and the cost of debt. *Journal of Financial Markets*, 13(4), pp.475–500.
- Enikolopov, R., Petrovab, M., & Stepanovc, S. (2014). Firm value in crisis: Effects of firm-level transparency and country-level institutions. *Journal of Banking & Finance*, 46, pp.72–84.
- Erden, Z. (2014). Knowledge-flows and firm performance. *Journal of Business Research*, 67(1), pp.2777–2785.

- Ericson, R., & Pakes, A. (1995). Markov- Perfect Industry Dynamics: A Framework for Empirical Work. *Review of Economics Studies*, 62(1), pp.53–82.
- Eriotis, N. P., Frangouli, Z., & Neokosmides, Z. V.-. (2011). Profit margin and capital structure: an empirical relationship. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 18(2), pp.85–88.
- Eriotis Nikolas, P. (1986). Profit Margin And Capital Structure: An Empirical Relationship. *The Journal of Applied Business Research*, 18(2), pp.85–98.
- Evans, D. S. (1987). Tests of Alternative Theories of Firm Growth. *Journal of Political Economy*, 95(4), pp.657–674.
- Evans, D. S. (2008). The Relationship Between Firm Growth, Size and Age : Estimates for 100 Manufacturing Industries. *The Journal of Industrial Economics*, 35(5), pp.567–581.
- Fama, E. F. (1978). Effects a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders. *The American Economic Review*, 63(3), 2pp.72–284.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, pp.288–307.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1989). Business Conditions and Expected Return on Stock and Bonds. *Journal of Financial Economics*, pp.23–49.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, Financing Decision, and Firm Value. *FinanceThe Journal of Finance*, LIII(3), 8pp.19 – 843.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2000). Forecasting Profitability and Earnings. *Financial Review*, 73(2), pp.161–175.
- Fama, E. F., & K. R. French. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay. *Journal of Financial Economics*, 60, pp.3–43.
- Farjoun, M. (1998). The independent and joint effects of the skill and physical bases of relatedness in diversification. *Strategic Management Journal*, 19, pp.611–630.
- Farjoun., M. (1994). Beyond industry boundaries: human expertise, diversification and resource-related industry groups. *Organization Science*, 5, pp.185–199.

- Fauzi, F., & Locke, S. (2012). Board Structure , Ownership Structure and Firm Performance: a Study of New Zealand. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(2), pp.43–67.
- Federici, D., & Parisi, V. (2015). Do corporate taxes reduce investments ? Evidence from Italian firm-level panel data. *Cogent Economics & Finance*, 3, pp.1–14.
- Feltham, G., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, pp.689–731.
- Ferdinand, A. (2005). *Struktural Equation Modelling Dalam Penelitian Manajemen. Manajemen, Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang.*
- Fernandez, C., & Goniez-Anson, S. (2006). Fernandez, Does Ownership Structure Affect Firm Performance? Evidence From A Continental-Type Governance System. *Journal Corporate Ownership of Control*, 3(2), pp.75–89.
- Fisher, I. (1906). *The nature of capital and income. The Macmillan Company.*
- Fisher, I. (1907). *The Rate of Interest: Its nature, determination and relation to economic phenomena.*
- Fisher, I. (1930). *The Theory of interest rates. New York.*
- Fong, E. A., Xing, X., Orman, W. H., & William I Mackenzie. (2015). Consequences of deviating from predicted CEO labor market compensation on long-term firm value. *Journal of Business Research*, 68(2), pp.299–305.
- Foucault, T., & Fresard, L. (2014). Learning from peers' stock prices and corporate investment. *Journal of Financial Economics*, 111(3), pp.554–577.
- Fraering, J. M., & Minor, M. S. (1994). The Industry-specific Basis of the Market Share-Profitability Relationship. *Journal of Consumer Marketing*, 11(1), pp.27–37.
- François, B. (2010). *Shareholder agreements and firm value: Evidence from French listed firms.*
- Francois, P., Dorion, C., Grass, G., & Jeanneret, A. (2014). Dorion, C., Francois, Convertible debt and shareholder incentives. *Journal Corp. Financial*, 24, pp.38–56.
- Frangouli, Z. (2002). Capital structure, product differentiation and monopoly power: a panel method approach. *Managerial Finance*, 28(5), pp.59–65.

- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). *Testing the pecking order theory of capital structure. Journal of Financial Economics* (Vol. 67).
- Fu, H.-J., & Ho, S.-Y. (2014). Corporate social responsibility and corporate governance impact on finance performance. *Acta Oeconomica Journal*, 64, pp.69–77.
- García-Herrero, A., Gavilá, S., & Santabárbara, D. (2009). What explains the low profitability of Chinese banks? *Journal of Banking and Finance*, 33(11), pp.2080–2092.
- García-Ramos, R., & García-Olalla, M. (2011). Board characteristics and firm performance in public founder- and nonfounder-led family businesses. *Journal of Family Business Strategy*, 2(4), pp.220–231.
- Garg, A. K. (2007). Influence of Board Size and Independence on Firm Performance: A Study of Indian Companies. *The Journal for Decision Makers*, 32, pp.39–60.
- Garza-Gil, M. D., Varela-Lafuente, M. M., Caballero-Miguez, G., & Álvarez-Díaz, M. (2011). Analysing the profitability of the Spanish fleet after the anchovy moratorium using bootstrap techniques. *Ecological Economics*, 70(6), pp.1154–1170.
- Gaur, S. S., Bathula, H., & Singh, D. (2015). Ownership concentration, board characteristics and firm performance: a contingency framework. *Management Decision Journal*, 53(5), pp.165–188.
- Gaver, J., & Gaver, K. (1993). Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividen and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economic*, pp.125–160.
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1995). Compensation Policy and the Investment Opportunity. *Financial Management*, 24(1), pp.19–32.
- Ge., Y., Aivazian., V. A., & Qiu, J. (2005). Debt Maturity Structure and Firm investment. *Journal Financial Management*, pp.107–119.
- Gertler, M., & Gilchrist, S. (1994). Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp.309–341.
- Ghabayen, M. A. (2012). *Board Characteristics and Firm Performance: Case of Saudi Arabia. International Journal of Accounting and Financial Reporting* (Vol. 2).
- Ghaffar, A., & Khan, W. A. (2014). Impact of Research and Development on Firm Performance. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(1), pp.357–377.

- Ghozali, I. (2005). *Model Persamaan Struktural, Konsep dan Aplikasi dengan Program Lisrel Ver.8.8*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Giarratana, M. S. (2004). The birth of a new industry: entry by start-ups and the drivers of firm growth: the case of encryption software. *GResearch Policy*, 33(5), pp.787–806.
- Gibrat, R. (1931). *Les Inegalites Economiques*. Paris, Librairie du Recueil Sirey.
- Gilbert, R. A. (1984). Bank market structure and competition: a survey. *Journal of Money, Credit and Banking*, pp.617–645.
- Gill, A., Biger, N., & Tibrewala, R. (2010). Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States *The Open Business Journal*, 3(1), pp.8–14.
- Gisser, M. (1991). Advertising, concentration and profitability in manufacturing. *Economic Inquiry*, 29(1), pp.148–165.
- Goddard, J., Molyneux, P., & Wilson, J. O. S. (2009). Dynamics of growth and profitability in banking., 36(6), pp.1069–1090.
- Goldstein, R. N. J., & H, Leland, . (2001). An Ebit-based Model of Dynamic Capital Structure. *Journal of Business*, 74, pp.483–512.
- Golec, J., & Gupta, N. J. (2015). Do investments in intangible customer assets affect firm value? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 54(4), pp.513–520.
- Graham, J. R., & Tucker, A. L. (2006). Tax shelters and corporate debt policy. *Journal of Financial Economics*, 81(3), pp.563–594.
- Greco, G. (2012). DRAFT July 2012 Ownership structures , corporate governance and earnings management in the European Oil Industry DRAFT July 2012, (July), pp.1–23.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), pp.42–64.
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., & Thaler, R. H. (2005). Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability*. *The Journal of Business*, 78(5), pp.1659–1682.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *The Journal of Business*, 75(3), pp.387–424.

- Grzegorz, M. (2008). Factoring And The Firm Value. *Economics and Organization*, 5(1), pp.31–38.
- Guardo, C., Harrigan, K. R., & Marku, E. (2015). Measuring the Effects of Technological M&A on Innovation and Firm Performance. *Measuring the Effects of Technological M&A on Innovation and Firm Performance*, 1, pp.4–32.
- Guariglia, A., & Mateut, S. (2010). Inventory investment, global engagement, and financial constraints in the UK: Evidence from micro data. *Journal of Macroeconomic*, 32(1), pp.239–250.
- Gugler, K., Ivanova, N., & Zechner, J. (2014). Ownership and control in Central and Eastern Europe. *Journal of Corporate Finance*, 26, pp.145–163.
- Gul, F. a, & L. Tsui, J. S. (1997). A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses: *Journal of Accounting and Economics*, 24(2), pp.219–237.
- Gul, F. A., Hutchinson, M., & Lai, K. M. (2013). Gender-diverse boards and properties of analyst earnings forecasts. *Accounting Horizons*, 27(3), pp.511–538.
- Guney, Y., Li, L., & Fairchild, I. (2011). The relationship between product market competition and capital structure in Chinese listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 20(1), pp.41–51.
- Guo, J., Xu, Q., Chen, Q., & Wang, Y. (2013). Firm size distribution and mobility of the top 500 firms in China, the United States and the world. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 392(13), pp.2903–2914.
- Hamonangan Siallagan, M. M. (2006). Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba Dan Nilai Perusahaan, (061), pp.23–26.
- Hamutyinei, & Pamburai, H. (2015). An analysis of corporate governance and company performance: a South African perspective. *South African Journal of Accounting Research*, pp.1–17.
- Han, J., & Pan, Z. (2015). *CEO inside debt and investment cash flow sensitivity. Accounting & Finance*.
- Haneef, S., Rana, M. A., & Karim, Y. (2012). Impact of Risk Management on Non-Performing Loans and Profitability of Banking Sector of Pakistan Hailey College of Commerce University of the Punjab
- Hafiz Muhammad Ishaq Federal Urdu University of Arts , Science and Technology. *International Journal of Business and Social Science*, 3(7), pp.307–315.

- Hansen, G. S., Wernerfelt, B., & Hansen, G. S. (2007). No Title, *10*(5), pp.399–411.
- Harjoto, M., Laksmana, I., & Lee, R. (2014). Board diversity and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, pp.1–20.
- Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital Structure and the Informational Role of Debt. *Journal of Finance*, *45*(2), pp.321–349.
- Hart, O., (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Clarendon Press: Oxford.
- Hart, O., (1998). Incomplete contracts and the theory of the firm. *Journal of Law, Economics and Organization*, *4*, pp.119–139.
- Hart, O., & Moore, J. (1988). Incomplete contracts and renegotiation. *Econometrica*, *56*, pp.755–785.
- Hart, O., & Moore, J. (1990). Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy*, *98*, pp.1119–1158.
- Hart, O., & Moore, J. (1999). Foundation of incomplete contracts. *Review of Economic Studies*, *66*, pp.115–138.
- Hartzell, J. C., Sun, L., & Titman, S. (2014). Institutional investors as monitors of corporate diversification decisions: Evidence from real estate investment trusts. *Journal of Corporate Finance*, pp. pp.61–72.
- Hashemijoo, M., & Ardekani, A. M. (2012). The impact of dividend policy on share price volatility in the Malaysian stock market. *Journal of Business Studies Quarterly*, *4*(1), pp.233–256.
- Hasnawati, S. (1998). Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal AAI*, *9*, pp.117–126.
- Hatem, B. S. (2014). Determinants of Ownership Structure: A Comparison of Common and Civil Law Countries. *International Business Research*, *7*(10), pp.118–138.
- Hatta, A. J. (2002). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Teori Stakeholder. *Jaai*, *6*(2), pp.1–22.
- Hayes, R. H., Wheelwright, S. C., & Clark, K. B. (1988). *Dinamic MAnufacturing*.
- Healy., P. (1987). *Earnings Information Conveyed By Dividend Initiations And Omissions*. Working Paper.

- Healy., P. M. (1987). Earnings Information Conveyed By Dividend Initiations and Omissions.
- Heaney, R., Naughton, T., Truong, T., Davidson, S., Fry, T., & McKenzie, M. (2007). The link between performance and changes in the size and stability of a firm's officers and directors. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1), pp.16–29.
- Hearn, B. (2013). The impact of board governance on director compensation in West African IPO firms. *Research in International Business and Finance*, 28(1), pp.82–104.
- Heggstad, A. (1977). Market structure, risk and profitability in commercial banking. *Journal of Finance*, 32, pp.1207–1216.
- Heggstad, A., & Mingo, J. J. (1974). Prices, nonprices, and concentration in selected banking markets, in: Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition (Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago, IL). *Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition (Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago, IL)* 69-95, pp.69–95.
- Heggstad, A. ., & Mingo, J. J. (1976). Prices, nonprices, and concentration in commercial banking. *Journal of Money, Credit and Banking*, pp.107–117.
- Heiens, R. a. (2011). A contingency theory approach to market orientation and related marketing strategy concepts: Does fit relate to share performance? *Academy of Banking Studies Journal*, 10(1), pp.119–133.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. (2003). Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature, economic policy reviews. *Economic Policy Review Federal Reserve Bank of New York*, 9, pp.7–26.
- Higgins, R. C., & Reimers, A. (1989). *Analysis for financial management*. Dow Jones-Irwin.
- Hitt, M. A., Bierman, L., Uhlenbruck, K., & Shimizu, K. (2006). The importance of resources in the internationalization of professional service firms: The good, the bad and the ugly. *Academy of Management Journal*, 49: pp.1137-1157.
- Holgerm., & Mueller, X. G. a. (2011). Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices. *The Journal of Finance*, LXVI(2), pp.563–600.
- Holmes, M. J., & Maghrebi, N. (2015). Reconsidering the role of Tobin's Q: nonlinearities and the adjustment of investment expenditure. *Reconsidering the Role of Tobin's Q: Nonlinearities and the Adjustment of Investment Expenditure*, 32(2), pp.211–225.

- Homaifar, G. (1994). An Empirical Model of Capital Structure Some of Evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, 21, pp.1–15.
- Hou, K., & Dijk, M. Van. (2012). Resurrecting the size effect: Firm size, profitability shocks, and expected stock returns. *Charles A. Dice Center Working Paper*, (September).
- Hovakimian, A., Hovakimian, G., & Tehranian, H. (2004). Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues. *Journal of Financial Economics*, 71(3), pp.517–540.
- Hovakimian, A., T. Opler, & Titman, S. (2001). The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), pp.1–24.
- Hovakimian, G., & Titman, S. (2003). *Corporate Investment With Financial Constraints: Sensitivity of Investment to Funds From Voluntary Asset Sales*.
- Hovey, Martin, Larry Li, & Tony Naughton. (2003) "The relationship between valuation and ownership of listed firms in China." *Corporate Governance: An International Review* 11(2): pp.112-122.
- Huang, H. H., Wang, W., & Zhou, J. (2013). Shareholder Rights, Insider Ownership and Earnings Management. *Abacus*, 49(1), pp.46–73.
- Huang, W., Jiang, F., Liu, Z., & Zhang, M. (2011). Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity - Evidence from listed companies in China. *Pacific Basin Finance Journal*, 19(3), pp.261–277.
- Humphery-Jenner, M. L., & Powell, R. G. (2011). Firm size, takeover profitability, and the effectiveness of the market for corporate control: Does the absence of anti-takeover provisions make a difference? *Journal of Corporate Finance*, 17(3), pp.418–437.
- Humphery-Jenner, M., & Powell, R. (2014). Firm size, sovereign governance, and value creation: Evidence from the acquirer size effect. *Journal of Corporate Finance*, 26, pp.57–77.
- Hunger, J. D., & Wheelen, T. L. (2003). *Essentials of strategic management*. New Jersey: Prentice Hall, 2003.
- Hutchinson, M., & A Gul, F. (2006). The effects of executive share options and investment opportunities on firms' accounting performance: Some Australian evidence. *British Accounting Review*, 38(3), pp.277–297.

- Hutchinson, M., Seamer, M., & Chapple, L. (2015). Institutional Investors, Risk/Performance and Corporate Governance. *The International Journal of Accounting*, 50(1), pp.31–52.
- Hwang, Y.-S. (2014). A Study of the Relationship among Foreign Ownership Ratio and Corporate Financial Performance of Electronic Companies. *European Journal of Business and Management*, pp.22–34.
- Ijiri, Y., & Simon, H. A. (1964). Business Firm Growth and Size. *American Economic Review*, 54(2), pp.77–89.
- Imam, M. O., & Malik, M. (2007). Firm Performance and Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market. *International Review of Business Research Papers*, 3(4), pp.88–110.
- Imeokparia, L. (2013). Corporate Governance And Financial Reporting In The Nigerian Banking Sector: An Emperical Study. *Asian Economic and Financial Review*, 3(8), pp.1083–1095.
- Imran, K., Usman, M., & Nishat, M. (2013). Banks dividend policy: Evidence from Pakistan. *Economic Modelling*, 32(1), pp.88–90.
- Iqbal, Asif, and W. Z. (2015): p231. (2015). Working Capital Management and Profitability Evidence from Firms Listed on Karachi Stock Exchange. *international Journal of Business and Management*, 10(2), pp.231–250.
- Ismail, M. A., Ibrahim, M. H., & Yusoff, M. (2010). Financial Constraints and Firm Investment in Malaysia: An Investigation of Investment- Cash Flow Relationship. *International Journal of Economics and Management*, 4(1), pp. 29–44.
- Istianawati, H. (2014). *Investment Potential And The Effects Of Financial Ratios On Stock Return In Mining Sector of Sharia And Pro-Environment Stock Group*.
- Jackson, S. B., Keune, T. M., & Salzsieder, L. (2013). Debt, equity, and capital investment. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), pp.291–310.
- Jacobson, R. (1987). The validity of ROI as a measure of business performance. *The American Economic Review*, 77(3), pp.470–478.
- Jennings, W. W. (2001). *Further Evidence on Institutional Ownership and Corporate Value. Working Paper, JEL Classification G32 G34 G2, US Air Force Academy*.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. 76: Pp. 223-329.

- Jensen, M. C. (1986b). The Takeover Controversy: Analysis and Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, 4(2), pp.1–57.
- Jensen, M. C. (1994). *The Modern Theory of Corporate Finance*. Mc Graw – Hill Book Company.
- Jensen, M. C. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), pp.235–256.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976a). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs y Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305–360.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976b). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305–360.
- Jensen, M. C., & Warner, J. B. (1988). The Distribution of Pauer Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors. *Journal of Financial Economics*, 20, pp.3–24.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305–360.
- Jensen, & Murphy. (1990). CEO Incentive – It’s not How Much you Pay but How. *Journal of Applied Corporate Finance*, pp.36–39.
- Jenter, D. (2002). *Executive compensation, incentives, and risk*.
- Jenter, D., & Lewellen, K. (2010). *Performance induced CEOturnover*.
- Jiambalvo, J., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2002). Institutional Ownership and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings. *Contemporary Accounting Research*, 19(1), pp.117–145.
- Jiraporn, P., & Ning, Y. (2006). Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance (Digest Summary). *Journal of Applied Finance*, 16(2), pp.24–36.
- Jiraporn, P., & Ning, Y. (2012). Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance. *Journal of Applied Finance*, 2(1), pp.23–44.
- John, S. F., & Muthusamy, K. (2010). Leverage , Growth and Profitability as Determinants of Dividend Payout Ratio-Evidence from Indian Paper Industry, 1(1), pp.26–30.

- John, S. W. (2003). Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*, 68(2), pp.287–322.
- Jones, S., & Sharma, R. (2001). The association between the investment opportunity set and corporate financing and dividend decisions: some Australian evidence. *Managerial Finance*, 27(3), pp.48–64.
- Joseph, J., Ocasio, W., & McDonnell, M.-H. (2014). The structural elaboration of board independence: Executive power, institutional logics, and the adoption of CEO-only board structures in US corporate governance. *Academy of Management Journal*, pp.123–140.
- Jovanovic, B. (1982). Selection and Evolution of Industry. *Econometrica*, 50(3), pp.649–670.
- Kaaro, H. (2001). The Association Between Financing Decision and Investment Decision. *Journal of Economics and Business*, 7(2), pp.151–164.
- Kaaro, H. (2002). Searching Proxies of Investment Opportunity Sets and Identifying Information Content. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 4(1), pp.36–45.
- Kacker, M., Dant, R. P., Emerson, J., & Coughlan, A. T. (2015). How Firm Strategies Impact Size of Partner Based Retail Networks: Evidence From Franchising. *Journal of Small Business Management*, pp.343–355.
- Kaixian, C., Mun, H. P., Chin, L. C., Ling, W. Q., & Chyng, Y. H. (2012). The Relationship between Board Characteristics and Firm Performance in Malaysia Public Listed Companies. (*Unpublished Bachelor Thesis*), (May).
- Kaizoji, T., Iyetomi, H., & Ikeda, Y. (2006). Re-examination of the Size Distribution of Firms. *Evolutionary and Institutional Economics Review*, 2, pp.183–198.
- Kallapur, S., & Trombley, M. A. (1999). The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(3 & 4), pp.505–519.
- Kallapur, S., & Trombley, M. a. (2001). The investment opportunity set: determinants, consequences and measurement. *Managerial Finance*, 27(3), pp.3–15.
- Kang, T., Lobo, G. J., & Wolfe, M. C. (2015). *Accounting Conservatism and Firm Growth Financed by External Debt: The Role of Debt Maturity*.
- Kathleen M. Eisenhardt. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), pp.57–74.

- Kato, H. K., Loewenstein, U., & Tsay, W. (2012). Dividend policy, cash flow, and investment in Japan. *Pacific Basin Finance Journal*, 10(4), pp.443–473.
- Kayo, E. K., & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure. *Journal Bank. Finance*, 35, pp.358–371.
- Kester, W. C. (1984). Today's Option For Tommorrow's Growth. *Havard Bussiness Review*, pp.153–160.
- Keynes, J. . (1936). *The general theory of unemployment, interest and money*.
- Khalid, B., & Shabibi, A. (2011). An Empirical Study on the Determinants of Dividend Policy in the UK. *International Research Journal of Finance and Economic*, 80(80).
- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2003). *Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance* (Vol. 11).
- Kim, C., & Bettis, R. A. (2014). Cash is surprisingly valuable as a strategic asset. *Strategic Management Journal*, 35(13), pp.2053–2063.
- Kim, D.-J., & Kogut, B. (1996). Technological platforms and diversification. *Organization Science*, 7(3), pp.283–301.
- Kim, I., Pantzalis, C., & Park, J. C. (2013). Corporate boards' political ideology diversity and firm performance. *Journal of Empirical Finance*, 21(1), pp.223–240.
- Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), pp.131–144.
- King, S. a. (2011). Does Earning Managemen Amplifi The Association Beetwen Corporate Governance and Firm Peformance? Evidance From Korea. *The Internasional Bussiness and Economic Research Journal*, 10(2), pp.53–66.
- Klein, L. S., O'Brien, T., & Peters, S. (2002). Debt vs Equity and Asymetric Information: A Review. *The Financial Review* 37. pp.317–350.
- Kogan, L., & Papanikolaou, D. (2014). Growth opportunities, technology shocks, and asset prices. *The Journal of Finance*, 69(2), pp.675–718.
- Kole, S. (1991). *An Investigation of The Building of Compensation. Working Paper, Code No. 02-9, USC Finance and Business Economics, USC Marshall School of Businessorking Paper*.

- Kole, S. ., & Lehn, K. . (1997). Deregulation and the adaptation of governance structure: the case of the U.S. airline industry. *Journal of Financial Economics*, 52, pp.79–117.
- Kovenock, & Phillips, G. M. (1997). Capital Structure and Product Market Behavior: An Examination of Plant Exit and Investment Decisions. *The Review of Financial Studies*, 10(3), pp.767–803.
- Kowalewski, O., Stetsyuk, I., & Talavera, O. (2007). *Corporate Governance and Dividend Policy in Poland. Working Paper, University of Illinois at Urbana-Champaign.*
- Krasa, S., & Villamil, A. P. (2000). Optimal contracts when enforcement is a decision variable. *Econometrica*, pp.119–134.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), pp.911–922.
- Kuehn, L. A., & Schmid, L. (2014). Investment Based Corporate Bond Pricing. *The Journal of Finance*, 69(6), pp.2741–2776.
- Kumar, V., Shah, D., & Venkatesan, R. (2006). Managing retailer profitability-one customer at a time! *Journal of Retailing*, 82(4), pp.277–294.
- Kuo, N. T., & Lee, C. F. (2013). Effects of dividend tax and signaling on firm valuation: Evidence from taxable stock dividend announcements. *Pacific Basin Finance Journal*, 25(300), pp.157–180.
- Kwok, C. C. ., & Reeb, D. M. (2000). Internationalization and Firm Risk: An Upstream-Downstream Hypothesis. *Journal of International Business Studies*, 31(4), pp.611–629.
- Lacker, J. M., & Weinberg, J. A. (1989). Optimal contracts under costly state falsification. *He Journal of Political Economy*, pp.1345–1363.
- Lai, J.-H., & Chen, L.-Y. (2014). The valuation effect of corporate governance on stakeholder wealth: Evidence from strategic alliances. *International Review of Economics & Finance*, 32, pp.117–131.
- Lambrecht, B. M., & Myers, S. C. (2008). Debt and managerial rents in a real-options model of the firm. *Journal of Financial Economics*, 89(2), pp.209–231.
- Lang, L. H., & Litzenberger, R. H. (1989). Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? *Journal of Financial Economics*, 24(1), pp.181–191.

- Lantz, J., & Sahut, J. (2005). R&D Investment and the Financial Performance of Technological Firms. *International Journal of Business*, 10(3), pp.252–270.
- Lasfer, M., & Faccio, M. (1999). *Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence. Working Paper.*
- Lazzarini, S. G. (2015). *What Do State-Owned Development Banks Do? Evidence from BNDES, 2002–09. World Development* (Vol. 66).
- Lee, E., Walker, M., & Zeng, C. (2014). Do Chinese government subsidies affect firm value? *Accounting, Organizations and Society*, 39(3), pp.149–169.
- Lee, J., & Chang, Y. B. (2014). Interplay between internal investment and alliance specialization in R&D and marketing. *Industrial Marketing Management*, 43(5), pp.813–825.
- Lee, J., & Jiung, Y. (2014). Examining Complementary Effects of IT Investment on Firm Profitability: Are Complementarities the Missing Link? *Information Systems Management Journal*, 31(4), pp.340–352.
- Lee, K. T., Hooy, C. W., & Hooy, G. K. (2012). The value impact of international and industrial diversifications on public-listed firms in Malaysia. *Emerging Markets Review*, 13(3), pp.366–380.
- Lee, K.-H., Min, B., & Yook, K.-H. (2015). The impacts of carbon (CO₂) emissions and environmental research and development (R&D) investment on firm performance. *International Journal of Production Economics* 15(4), pp.476–490.
- Lee, S. (2009). Corporate governance and firm performance, *Ph.D.*(August), pp.118–132
- Lee, S., Kim, M., & Davidson, W. N. (2015). Lee, Sangno, Minho Kim, and Wallace N. Davidson. “Value Relevance of Multinationality: Evidence from Korean Firms.” *Journal of International Financial Management & Accounting Journal of International Financial Management & Accounting*, 26(2), pp.111–149.
- Lefort, F., & Urzúa, F. (2008). Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research*, 61(6), pp.615–622.
- Lehn, K. (2002). Corporate governance in the deregulated telecommunications industry: lessons from the airline industry. *Telecommunications Policy*, 26(5), 225–242.
- Lehn, K., & Poulsen, A. (1990). The Economics of Event Risk: The Case of Bondholders in Leveraged Buyouts. *Journal of Corporation Law*, 15(2).

- Leland, H. (1994). Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure. *Journal of Finance*, 49, pp.1213–1252.
- Lemmon, M., & Lins, K. (2001). *Ownership Structure, Corporate governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis*. William Davidson Working Paper.
- Lewellen, W. G., Claudio, L., & Kenneth, M. (1987). Executive Compensation and Incentive Problems: Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economic*, 9, pp.287–310.
- Li, Q. (2014). *Impact of Human Capital Investment on Firm Performance: An Empirical Study of Chinese Industrial Firms*. Eighth International Conference on Management Science and Engineering Management. Springer Berlin Heidelberg, Springer Berlin Heidelberg.
- Li, Y., & Lang, L. (2014). Top Managers Convindende, Ultimate Controller and Firm Value: A Syudi Based on Empirical Analysis and Monter Carlo Simulation. *Pakistan Journal of Statistics*, 30(5), pp.973–986.
- Liang, C.-J., Huang, T.-T., & Lin, W.-C. (2011). Does ownership structure affect firm value? Intellectual capital across industries perspective. *Journal of Intellectual Capital*, 12(4), pp.552–570.
- Liang, H., Renneboog, L., & Sun, S. L. (2015). The political determinants of executive compensation: Evidence from an emerging economy. *Emerging Markets Review* (2015).
- Liang, Q., Xu, P., & Jiraporn, P. (2013). Board characteristics and Chinese bank performance. *Journal of Banking and Finance*, 37(8), pp.2953–2968.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 59–77.
- Lloyad-Williams, D. M., Molyneux, P., & Thornton, J. (1984). Market structure and performance in Spanish banking. *Journal of Banking and Finance*, 18(3), pp.433–443.
- Lonkani, R., & Ratchusanti, S. (2005). Complete Dividend Signal. *Journal of Finance*, pp.1–32.
- Low, D. C., Roberts, H., & Whiting, R. H. (2015). Board gender diversity and firm performance: Empirical evidence from Hong Kong, South Korea, Malaysia and Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2 pp.00–254.

- Lu, J., & Jia, S. (2014). Investment-Cash Flow Sensitivities: Evidence from China Listed Real Estate Operating Companies. In *Proceedings of the 18th International Symposium on Advancement of Construction Management and Real Estate*. Springer Berlin Heidelberg (pp. 1–22).
- Lumbantobing, R. (2008). *Studi Mengenai Perbedaan Struktur Modal Perusahaan Penanaman Modal Asing dengan Perusahaan Penanaman Modal dalam Negeri yang Go Public di Pasar Modal Indonesia*.
- Lundstrum, & Leonard. (2005). *Testing The Dividend Signaling Hypothesis: Conditional Event Study Versus Residual Analysis*. working paper JEL classification, G14, C70.
- Lyandres, E., & Zhdanov, A. (2013). Investment opportunities and bankruptcy prediction. *Journal of Financial Markets*, 16(3), pp.439–476.
- Lyandres, E., & Zhdanov, A. (2014a). Convertible debt and investment timing. *Journal of Corporate Finance*, 24, pp.21–37.
- Ma'in, M., & Ismail, A. G. (2011). Impact of the Debt Ratio on Firm Investment : Evidence from Malaysian listed firms. *2010 International Conference on E-Business, Management and Economics*, 3, pp.134–138.
- MacKie-Mason, & Jeffrey, K. (1990). Some nonlinear tax effects on asset values and investment decisions under uncertainty. *Journal of Public Economics*, 42(3), pp.301–327.
- MacMinn, R. D. (2005a). The Fisher Model and Financial Markets, (October 1989).
- MacMinn, R. D. (2005b). *The Fisher Model and Financial Markets*.
- Madanoglu, M., Lee, K., & Castrogiovanni, G. J. (2011). Franchising and firm financial performance among U . S . restaurants. *Journal of Retailing*, 87, pp.406–408.
- Magni, C. A. (2015). Investment, financing and the role of ROA and WACC in value creation. *European Journal of Operational Research*, 244(5), pp.855–866.
- Mai, M. U. (2010). *Dampak Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Kajian Perilaku Oportunistik Manajerial Dan Struktur Corporate Governance Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Go Public Di Pasar Modal Indonesia*. Di tidak dipublikasikan.
- Mak, Y. T., & Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), pp.301–318.

- Mansfeld, E. (1962). Entry, Gibrat's Law, Innovation, and the Growth of Firms. *American Economic Review*, 52(5), pp.1023–1051.
- Mansoori, E. (2012). The Effect of Working Capital Management on Firm's Profitability: Evidence From Singapore. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(5), pp.472–487.
- Mao, C. X. (2003). Interaction of debt agency problems and optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), pp.399–423.
- Marcus, M. (1969). Profitability and size of firm: Some further evidence. *The Review of Economics and Statistics*, pp.104–107.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 34(3), pp.621–632.
- Marshall, A. (1920). *Principles of economics: an introductory volume*.
- Martin, G. (2014). Not all Risk Taking is Born Equal: The Behavioral Agency Model and CEO's Perception of Firm Efficacy. *Human Resource Management*, 32(13), pp.234–266.
- Martin, S. (1979). Advertising, concentration, and profitability: the simultaneity problem. *The Bell Journal of Economics*, pp.639–647.
- Martin, S. (1984). The Misuse of Accounting Rate of Return: Comment. *The American Economic Review*.
- Masli, A. (2014). The Interrelationships Between Information Technology Spending, CEO Equity Incentives, and Firm Value. *Journal of Information Systems*, 28(2), pp.41–65.
- Mason, E. (1949). The current state of the monopoly problem in the U.S. *Harvard Law Review*, 62, pp.1265–1285.
- Mayur, M., & Saravanan, P. (2006). *Does the Board Size Really Matter? An Empirical Investigation on the Indian Banking Sector. Working Paper Series N. 16*.
- Mc Nichols, M., Rajan, M. V., & Reichelstein, S. (2014). Conservatism correction for the market-to-book ratio and Tobin's q. *Review of Accounting Studies*, 19(4), pp.1393–1435.
- McCloughan, P. (1995). Gibrat Growth, Entry, Exit and Concentration Development. *Journal of Industrial Economics*, 43(4), pp. 405–433.

- McConnell, J. J., & Muscarella, C. J. (1985). Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics*, 14(3), pp.399–422.
- McConnell, J. J., Servaes, H., & Lins, K. V. (2008). Changes in insider ownership and changes in the market value of the firm. *Journal of Corporate Finance*, 14(2), pp.92–106.
- Mcdonald, R. L., & Siegel, D. (1986). The value of waiting to invest. *The Quarterly Journal of Economics*, 101(4), pp.707 – 727.
- McGee, J., & Thomas, H. (1986). Strategic groups: Theory, research and taxonomy. *Strategic Management Journal*, 7(2), pp.141–160.
- Meckling, J. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Michalski, G. (2008). Factoring and the Firm Value. *Series: Economics and Organization*, 5, 31–38.
- Miho, T. (2014). *Intangible Investment and Firm Value in Japan. Discussion Papers (by fiscal year) 2013*
- Milburn, T. W., Schuler, R. S., & Watman, K. H. (1983). Organizational crisis. Part I: Definition and conceptualization. *Human Relations*, 36(12), pp.1141–1160.
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), pp.261–275.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34, pp.411–433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), pp.1031–1051.
- Milliken, F. J. (1987). Three types of perceived uncertainty about the environment: State, effect, and response uncertainty. *Academy of Management Review*, 12(1), pp.133–143.
- Min, B. S. (2013). Evaluation of board reforms: An examination of the appointment of outside directors. *Journal of the Japanese and International Economies*, 29, pp.21–43.
- Mirzaei, A., & Mirzaei, Z. (2011). Bank-specific and Macroeconomic Determinants of Profitability in Middle Eastern Banking. *Iranian Economic Review*, 16(2), pp.101–128.

- Misani, N., & Pogutz, S. (2015). Unraveling the effects of environmental outcomes and processes on financial performance: A non-linear approach. *Internasional Journal Ecological Economics*, 109, pp.150–160.
- Mitton, T. (2004). *Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets*. *JEL Classification: G35, G34*.
- Miyagawa, T., Kazuyasu, K., & Edamura, K. (2014). *Reexamination of the Productivity of Public Capital. Discussion Papers (by fiscal year)*.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, pp.261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, pp.433–443.
- Mokhtari, Z., & Makerani, K. F. (2013). Relationship of Institutional Ownership with Firm Value and Earnings Quality: Evidence from Tehran Stock Exchange, 2(July), pp.495–502.
- Mollah, A. S., Keasey, K., & Short, H. (2000). *The Influence of Agency Costs on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidendce from the Dhaka Stock Exchange. The Sixth ENBS Workshop at the University of Olso, Norway*.
- Monks, R. A. ., & Minow, N. (2001). *Corporate Governance, 2nd ed. Blackwell Publishing*.
- Montgomery, C. (1994). Corporate diversification. *Journal of Economic Perspectives*. *Journal of Economic Perspectives*, 8(3), pp.163– 178.
- Moradi, N. S., Aldin, M. M., Heyrani, F., & Iranmahd, M. (2012). The Effect of Corporate Governance, Corporate Financing Decision and Ownership Structure on Firm Performance: A Panel Data Approach from Tehran Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 4(6), pp.86–94.
- Mueller, W. F., & Rogers, R. T. (1980). The role of advertising in changing concentration of manufacturing industries. *Review of Economics and Statistics*, 62(1), pp.89-119.
- Muñoz, M. F. (2013). Liquidity and Firm Investment: Evidence for Latin America. *Journal of Empirical Finance*, 20, pp.18–29.
- Murphy, S. a., & McIntyre, M. L. (2007). Board of director performance: a group dynamics perspective. *Corporate Governance*, 7(2), pp.209–224.

- Muscettola, M. (2015). Difficulties for small firms to invest in research prerogatives. An empirical analysis of a sample of Italian firms. *Applied Economics*, 47, pp.1495–1510.
- Muthusamy, J. ., & John, F. . S. (2011). Impact of Leverage on Firms Investment Decision. *International Journal of Scientific & Engineering Research*, 2(4), pp.1–16.
- Myers, S. C. (1976). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), pp.147–175.
- Myers, S. C. (1977b). Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions—Implications for Capital Budgeting: Reply. *The Journal of Finance*, 32(1), pp.218–220.
- Myers, S. C. (1984a). Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, pp.187–221.
- Myers, S. C. (1984b). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), pp.575–592.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp.81–102.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1983). September 1981 Latest Revision December 1983. *ReVision*, (December).
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor do not Have. *Journal of Financial Economic*, 13, pp.419–453.
- Naceur, S. Ben, & Goaid, M. (2006). *The Value Creation Process in the Tunisian Stock Exchange Samy Ben Naccur Mohamed Goaid. Business.*
- Naceur, S. Ben, Goaid, M., & Belanes, A. (2006). On The Determinants And Dynamics Of Dividend Policy. *International Review of Finance*, 6(1-2), pp.1–23.
- Naceur, S. (2003). The determinants of the Tunisian banking industry profitability: panel evidence. *Universite Libre de Tunis Working Papers*. Retrieved from
- Nakagawa, Y., & Schreiber, G. M. (2014). Women As Drivers Of Japanese Firms' Success: The Effect Of Women Managers And Gender Diversity On Firm Performance. *Journal of Diversity Management*, 9(1), pp.200–225.

- Nasif, A.-S. F. (2011). Testing the Relationship between the Efficiency of Value Added Intellectual Coefficient and Corporate Performance at Commercial Banks in Amman Stock Exchange (ASE). *Zagreb International Review of Economics & Business*, 14(2), pp.1–22.
- Natividad, G. (2013). Financial Capacity and Discontinuous Investment: Evidence from Emerging Market Multibusiness Firms. *Review of Financial Studies*, 28(6), pp.132–136.
- Nawaf, A.-M., Bate, A. J., & Bhabra, G. S. (2014). Diversification, corporate governance and firm value in small markets: evidence from New Zealand. *Accounting & Finance*, pp.256–277.
- Nekhili, M., Boubaker, S., & Lakhali, F. (2012). Ownership Structure, Voluntary R & D Disclosure and Market Value of Firms: The French Case. *International Journal of Business*, 17(2), pp.127–139.
- Nelson, R. S., & Winter, S. G. (1982). *An Evolutionary Theory of Economic Change*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Nguyen, B. T. N. (2015). Association between Corporate Social Responsibility Disclosures and Firm Value—Empirical Evidence from Vietnam. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 5(1), pp.212–232.
- Nguyen, H., & Faff, R. (2007). Impact Of Board Size And Board Diversity On Firm Value: Australian Evidence. *Corporate Ownership & Control*, 4(2), pp.1–43.
- Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), pp.278–297.
- Nikolov, B., & Whited, T. M. (2014). Agency Conflicts and Cash: Estimates from a Dynamic Model. *The Journal of Finance*, 69, pp.1883–1921.
- Nireesh, J. A., & Velampy, T. (2014). Firm Size and Profitability: A Study of Listed Manufacturing Firms and Manufacturing Firms in Sri Lanka. *International Journal of Business and Management*, 9(4), pp.57–64.
- Nobanee, H., Abdullatif, M., & Asl Hajjar, M. (2011). Cash Conversion Cycle and Firm's Performance of Japanese Firms. *Asian Review of Accounting*, 19(2), pp.233–251.
- O'Connell, V., & Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28(5), pp.387–399.

- Offenberg, D. (2009). Firm size and the effectiveness of the market for corporate control. *Journal of Corporate Finance*, 15(1), pp.66–79.
- Ogawa, K. (2007). Debt, R&D investment and technological progress: A panel study of Japanese manufacturing firms' behavior during the 1990s. *Journal of the Japanese and International Economies*, 21(4), pp.403–423.
- Ohlson, J. A. (1995). Ohlson, James A. "Earnings, book values, and dividends in equity valuation.". *Contemporary Accounting Research*, 11(2), pp.661–687.
- Okuda, H. O., & Nhung, L. T. P. (2012). *The Impact of Leverage on Investment and Growth of State-controlled Companies in Vietnam Hidenobu*.
- Ola, M., & Sane, M. (2014). A sian R esearch C onsortium The impact of financial leverage on investment decisions In Tehran Stock Exchange (Iranian evidence). *Asian Journal of Research in Banking and Finance*, 4(4).
- Olugbode, M., Elbeltagi, I., Simmons, M., & Biss, T. (2008). The Effect of Information Systems on Firm Performance and Profitability Using a Case-Study Approach. *Journal of Information Systems*, 11(1), 1 pp.1–16.
- Onaolapo, A. A., & Kajola, S. O. (2015). What are the Determinants of Working Capital Requirements of Nigerian Firms? *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(6), pp.118–127.
- Ovtcharova, G. (2003). *Institutional Ownership and Long-Term Stock Returns*.
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1), 1 pp.75–198.
- Pagalung, G. (2002). Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan Terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS). In *Simposium Nasional Akuntansi V, Semarang* pp. 1–23.
- Pagoulatos, E., & Sorensen, R. (1981). A simultaneous equation analysis of advertising, concentration and profitability. *Southern Economic Journal*, pp.728–741.
- Palich, L. E., Cardinal, L. B., & Miller, C. C. (2000). Curvilinearity in the diversification-performance linkage: An examination of over three decades of research. *Strategic Management Journal*, 21, pp.155–174.
- Pandey, R., Vithessonthi, C., & Mansi, M. (2015). Busy CEOs and the performance of family firms. *Research in International Business and Finance*, 33, pp.144–166.

- Pandit, R. T. (2011). Sustainable growth rate of textile and apparel segment of the indian retail sector. *Global Journal of Management and Business Research*, 11(6), pp.234–255.
- Pao, H. T., & Yao, Yu Chih. (2005). Comparison of Linear and Nonlinear models for Panel Data Forecasting: Debt Policy in Taiwan. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 8(3), pp.525–541.
- Pargaonkar, P., & Nare, P. D. (2015). A Research Paper on Size and Growth Opportunity As Determinants of Leverage: Evidence From Indian Textile Industry. *Vishwakarma Bussiness Review*, 5(1), pp.45–52.
- Patel, P. C., & Chrisman, J. J. (2014). Risk abatement as a strategy for R&D investments in family firms. *Strategic Management Journal*, 35(4), pp.617–627.
- Pawlina, G., & Renneboog, L. (2005). Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK. *European Financial Management*, 11(4), pp.483–513.
- Pearce, J. A., & Robinson, R. B. (1997). *Manajemen strategis*.
- Peasnell, K. ., Pope, P. F., & S.Young. (2001). “Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals”. *Accounting and Business Research*, 30, pp.41–63.
- Peltzman, S. (1977). The Gains and Losses from Industrial Concentration. *The Journal of Law and Economics*, 20(2), pp.229-239.
- Penrose. (1959a). Profit sharing between producing countries and oil companies in the medlle east. *Economic Journal*, 69, pp.238–254.
- Penrose. (1959b). *The Theory of The Growth of The Firm*. Oxford University Press: Oxford.
- Penrose, E. T. (1951). *The Economics of the International Patent System*, Baltimore, The Johns Hopkins Press.
- Pervan, M., & Visic, J. (2012). Influence of firm size on its business success. *Croatian Operational Research Review*, 3, pp.213–223.
- Petersen, M., & Rajan, R. (1997). Review of Financial Studies. *Review of Studies*, 10(1), pp.661–691.

- Phillips, L., & Pippenger, J. (1976). Preferred habitat vs. efficient market: a test of alternative hypotheses. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 58, pp.11–19.
- Pindyck, R. S. (1991). *A Note on Competitive Investment under Uncertainty*.
- Pindyck, R. S., & Solimano, A. (1993). Economic instability and aggregate investment. *NBER Macroeconomics Annual*, 8, pp.259–318.
- Platikanova, P. (2015). S&P 500 index addition, liquidity management and Tobin's Q. *Accounting & Finance*, 34(1).
- Podenda, R. J. (1986). *Structure and performance: Some evidence from California banking, Economic Review. Federal Reserve Bank of Sanfrancisco (winter)*.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy Techniques for Analysing Industries and Competition*.
- Porter, M. E. (1995). Toward a new conception of the environment- competitiveness relationship. *The Journal of Economic Perspectives*, pp.97–118.
- Prahalad, C. ., & Hamel, G. (1990). The Core Competences of the Corporation. *Harvard Business Review*, 68(3), pp.79–91.
- Prahalad, C. K., & Richard, a. B. (1986). The Dominant Logic: A New Linkage between Diversity and Performance. *Strategic Management Journal*, 7(6), pp.485–501.
- Prasetyantoko, A. (2006). Financing Constraint and Firm Investment Following a Financial Crisis. *23rd International Symposium on Banking and Monetary Economics*, 33.
- Rajan, R. G., & Luigi, Z. (1995). What Do We Know About Capital Structure - Some Evidence From International Data. *Journal of Finance*, 50(5), pp.1421–1460.
- Rajan, R., & L. Zingales. (1998). Power in a Theory of the Firm. *Quarterly Journal of Economics*, CXIII, pp.387–432.
- Ramalingegowda, S. (2014). Evidence from impending bankrupt firms that long horizon institutional investors are informed about future firm value. *Review of Accounting Studies*, 19(2), pp.1009–1045.
- Rauf, S., Qiang, F., & Mehmood, R. (2014a). Internet Banking as Determinant of Pakistan Banking Sector Profitability: ROA & ROE Model. *European Journal of Business and Management*, 6(1), pp.107–114.

- Rauf, S., Qiang, F., & Mehmood, R. (2014b). Pakistan Banking Sector Performance Based on Mobile Personal Devices: Integrated Model of ROA & ROE. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(1), pp.123–128.
- Raz, K., & Mahmoudzadeh, M. (2014). A review of interaction of Financial Leverage and Investment Opportunities on Dividend Policy. *Researcher*, 1969(4), pp.222–241.
- Reed, B. J. (2010). Private Equity partial Acquisitions: Toward A New Antitrust Paradigm. *Virginia Law & Business Review*, 5(2), pp.303–347.
- Rehman, A. (2012). Journal of Contemporary Issues in Business Research ©, 1(1), pp.20–27.
- Rhoades, S. . (1985). *Mergers and Acquisitions by Commercial Bank.s. 1960-83, Board of Governors of the Federal Reserve System. Board of Governors of the Federal Reserve System.*
- Rhou, Y., & Koh, Y. (2014). International expansion of US full-service restaurants: Positive and increasing effects on financial performance. *International Journal of Hospitality Management*, 39, pp.41–49.
- Riahi-Belkaoui, A. (1999). *Capital structure: determination, evaluation, and accounting* Quorum Books.
- Rim, Z., & Ghazi, Z. (2010). Institutional Investors and R & D Investment. *Journal Corp. Financial*, 7(3), pp.43–55.
- Robinson, R. B., & Pearce, J. A. (1984). Research thrusts in small firm strategic planning. *Academy of Management Review*, 9(1), pp.128–137.
- Rogers, M. (2004). Networks, firm size and innovation. *Journal Small Business Economics*, 22(2), pp.141–153.
- Ronald, J., & Gilson, H. H. (2011). *Regulatory Dualism As a Development Strategy: Corporate Reform In Brazil, The United States, And The European Union. The United States, And The European Union. M. Pargendler.*
- Rose, P. ., & Fraser, D. R. (1976). The relationship between stability and change in market structure: An analysis of bank prices. *Journal of Industrial Economics*, 24, pp.251–266.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 8, pp.23–40.

- Ross, S.R., Westerfield, J., & Jaffe, J. (2003). *Corporate Finance*. Ross, S.R., Westerfield, J. Jaffe, J.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5, pp.249–259.
- Ruan, W. (2014). Ownership control and debt maturity structure: evidence from China. *International Journal of Managerial Finance*, 10(3), pp.385–403.
- Ruan, W., & Tian, G. G. (2009). Managerial ownership , capital structure and firm value, 7, pp.71–82.
- Rubera, G., & Tellis, G. J. (2014). Spinoffs versus buyouts: Profitability of alternate routes for commercializing innovations. *Strategic Management Journal*, 35(13), pp.2043–2052.
- Sack, B. (2000). Does the Fed act gradually? A VAR analysis. *Journal of Monetary Economics*, 46(1), pp.229–256.
- Sadath, A. C., & Acharya, R. H. (2015). Effects of energy price rise on investment: Firm level evidence from Indian Manufacturing Sector. *Energy Economics*, 49, pp.516–522.
- Saibaba, M. D. (2013). Do board independence and CEO duality matter in firm valuation? An empirical study of indian companies. *Dayananda Sagar Academy of Technology and Management*, XII(1), pp.50–67.
- Saini, R. D., & Sharma, P. (2009). Liquidity, Risk and Profitability Analysis: A Case Study of Steel Authority of India Limited. *ASBM Journal of Management*, 2, pp.64–75.
- Salehi, M., Hematfar, M., & Heydari, A. (2011). A Study of the Relationship Between Institutional Investors and Corporate Value: Empirical Evidence of Iran. *Middle-East Journal of Scientific* 8(1), pp.72–76.
- Samad, A. (2008a). Market structure, conduct and performance: Evidence from the Bangladesh banking industry. *Journal of Asian Economics*, 19(2), pp.181–193.
- Sangalli, I. (2013). Inventory investment and financial constraints in the Italian manufacturing industry: A panel data GMM approach. *Journal Research in Economics*, 67, pp.157–178.

- Saputro, J. A. (2003). Analisis Hubungan antara Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Real Growth dengan Menggunakan Pendekatan Confirmatory Factor Analysis. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 6(1), pp.1–32.
- Sarkar, J., & Sarkar, S. (2009). Multiple board appointments and firm performance in emerging economies: Evidence from India. *Pacific Basin Finance Journal*, 17(2), pp.271–293.
- Sasidharan, S., Lukose, P. J. J., & Komera, S. (2015). Financing constraints and investments in R & D: Evidence from Indian manufacturing firms. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 55(December 2010), pp.28–39.
- Sax Kaijser, P. (2014). *Tobin's Q theory and regional housing investment: Empirical analysis on Swedish data. Working paper.*
- Sayılgan, G., & Karabacak, H. (2006). The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data. *Investment Management and Financial Innovations*, 3(3), pp.125–139.
- Schoubben, F., & Hulle, C. Van. (2004). The determinants of leverage; differences between quoted and non quoted firms. *DTEW Research Report*, pp.1–32.
- Schumpeter, J. (1942). *Creative destruction Capitalism, socialism and democracy. Harper and Row: New York.*
- Segarra, A., & Teruel, M. (2012). An appraisal of firm size distribution: Does sample size matter? *Journal of Economic Behavior & Organization*, 82(1), pp.314–328.
- Shaheen, S. (2012). The Impact of Capital Intensity , Size of Firm And Profitability on Debt Financing In Textile Industry of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(10), pp.1061–1067.
- Shahid, Shahira Abdel. (2003). Does Ownership Structure affect firm Value? Evidence from the Egyptian Stock Market. *Working Paper Series.*
- Shahzad, H., & Jawad, S. (2015). Financial Leverage and Corporate Performance: Does Financial Crisis Owe an Explanation? *Pakistan Journal of Statistics and Operation Research*, 11(1).
- Shaik, S., Allen, A. J., Edwards, S., & Harris, J. (2012). Market Structure Conduct Performance Hypothesis Revisited Using Stochastic Frontier Efficiency Analysis. *Journal of the Transportation Research Forum*, 48(3).

- Shapiro, C. (1989). The theory of business strategy. *The Rand Journal of Economics*, pp.125–137.
- Shapiro, C. (1989). *Theories of Oligopoly Behavior*,” in R Scmalensee and R.D. Wilig (eds), *Hanbook of Industrial Organization. Hanbook of Industrial Organization* , Norh-Holand, Amsterdam.
- Sharpe, S. A. (1991). Sharpe, S.A. (1991), “Credit Rationing, Concessionary Lending, and Debt Maturuty”. *Journal of Banking and Finance*. Vol.15, pp.581-604. *Journal of Banking and Finance*, 15, pp.581–604.
- Sharpie, A. (1991). *Modern Corporate Finance*.
- Sheng, D., & Hou, S. (2014). *Leverage, Growth Opportunities and Firm Investment: The Case of Manufacturing Firms in China.* (2014). working paper JEL classification, G14, C70.
- Shleifer, A., & Vishny. R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52, pp.737–783.
- Shyam-Sunders, L., & Myers, S. C. (1999). Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51(3), pp. 219–244.
- Sidney, L., Bikki, J., & Richardson, G. (2014). Corporate board and board committee independence, firm performance, and family ownership concentration: An analysis based on Hong Kong firms. *Internasional Journal of Contemporary Accounting & Economics Volume*, 1(10), pp.16–31.
- Simon, H. A., & Bonnini, C. P. (1958). “The Size Distribution of Business Firms. *American Economic Review*, 48(4), pp.607–617.
- Skinner, D. J. (1993). The investment opportunity set and accounting procedure choice. *Journal of Accounting and Economics*, 16(4), pp.407–445.
- Skinner, D. J., & Soltes, E. (2009). What Do Dividends Tell Us About Earnings Quality. *Review of Accounting Studies Forthcoming*.
- Skinner, D. J., & Soltes, E. (2011). What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies*, 16(1), pp.1–28.
- Smirlock, M. (1985). Evidence on the (non) relationship between concentration and profitability in banking. *Journal of Money, Credit and Banking*, pp. 69–83.

- Smith, C. ., & Warner, J. . (1979). Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure: comment. *Journal of Finance*, 34(1), pp.247–251.
- Smith, Clifford W., J., & Watts, R. L. (1991). *The investment opportunity set and corporate policy choices. Working paper (University of Rochester, Rochester, NY)*.
- Smith, Jr. Clifford, W., & Watts, R. L. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*. 32, pp.263–292.
- Spellman, L. . (1981). Commercial Banks and the Profits of Savings and Loan Markets. *Journal of Bank Research*, 12, pp.233–255.
- Srivastava, A. (2011). Ownership Structure and Corporate Performance : Evidence from India. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(1), pp.23–29.
- Srivastava, M. K., & Laplume, A. O. (2014). Matching technology strategy with knowledge structure: Impact on firm's Tobin's q in the semiconductor industry. *Journal of Engineering and Technology Management*, 33, pp.93-112).
- Stanley, M., Buldyrev, S., & Havlin, S. (1995). Zipf plots and the Size Distribution of Firms. *Economics Letters*, 49, pp.453–457.
- Stiglitz, J. E. (1982). The inefficiency of the stock market equilibrium. *The Review of Economic Studies*, 49(2), pp.241–261.
- Subramaniam, R., Devi, S. S., & Marimuthu, M. (2011). Investment opportunity set and dividend policy in Malaysia. *African Journal of Business Management*, 5(24), pp.10128–10143.
- Subramaniam, R. K., & Shaiban, M. S. (2011). Investment opportunity set and dividend policy in Malaysia: Some evidence on the role of ethnicity and family control. *International Conference on Economics, Business and Management*, 22, 170–177.
- Suharli, M. (2007). Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 9, (1), pp.9-17
- Sun, Y., Yi, Y., & Lin, B. (2012). Board independence, internal information environment and voluntary disclosure of auditors' reports on internal controls. *China Journal of Accounting Research*, 5(2), pp.145–161.

- Sundaramurthy, Chamu, ., Kuntara, P., & Yasemin, K. (2014). Positive and negative synergies between the CEO's and the corporate board's human and social capital: A study of biotechnology firms. *Strategic Management Journal*, 35(6), pp.845–868.
- Sung, J. W. (2003). Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*, 68(2), pp.287–322.
- Supanvanij, J. (2006). Capital Structure: Asian Firms vs Multinational Firms in Asia. *The Journal of American Academy of Business*, 10(1), pp.324–330.
- Sutton, J. (1997). Gibrat's Legacy. *Journal of Economic Literature*, 35(1), pp.40–59.
- Sydler, R., Haefliger, S., & Pruksa, R. (2014). Measuring intellectual capital with financial figures: Can we predict firm profitability? *European Management Journal*, 32(2), pp.244–259.
- Symeou, P. C. (2011). The firm size - performance relationship: an empirical examination of the role of the firm's growth potential.
- Tahir, M., & Anuar, M. B. A. (2011). The Effect of Working Capital Management on Firm ' s Profitability: A Review Paper. *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business*, 3(4), pp.365–377.
- Takhtaei, N., Ojaghi, M. A., & Esfandabadi, S. H. S. (2013). Effect of Financial Leverage and Investment Diversification on Income-Increasing Earnings Management. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 16(6), pp.836–844.
- Takhtaei, N., Ojaghi, M. A., Hamid, S., & Esfandabadi, S. (2013). Effect of Financial Leverage and Investment Diversification on Income-Increasing Earnings Management. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 16(6), pp.836–844.
- Taleb, G. Al. (2012). Measurement of Impact Agency Costs Level of Firms on Dividend and Leverage Policy: An Empirical Study. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(10), pp.234–244.
- Tang, K., Wang, W., & Xu, R. (2012). Size and performance of Chinese mutual funds: The role of economy of scale and liquidity. *Pacific Basin Finance Journal*, 20(2), pp.228–246.
- Tang, L. (2007). *A Simultaneous Approach to Analyzing the Relation Between Board Structure, Corporate Governance Mechanisms and Performance of Japanese Firms (1989-2001)*. A Thesis Submitted to the College of Graduate Studies and Research in Partial F.

- Teece, D. J. (1976). Vertical Integration and vertical divestiture in the US oil industry: economic analysis and policy implications. *Economic Analysis and Policy*.
- Teece, D. J. (1986). Profiting from technological innovation: Implications for integration, collaboration, licensing and public policy. *Research Policy*, 15(6), pp.285–305.
- Teece, D. J. (1988). Capturing value from technological innovation: Integration, strategic partnering, and licensing decisions. *Technical Change Economic*, 18(3), pp.46–61.
- Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Management. *Strategic Management Journal*, 18(7), pp.509–533.
- Tekçe, B. (2011). *Investment And Debt Maturity: An Empirical Analysis From Turkey. Working Paper Series N. 16.*
- Tether, B. (2005). Do Services Innovate (Differently)? Insights from the European Innobarometer Survey. *International Journal Technology Analysis & Strategic Management*, 12, pp.153–184.
- Tetlock, P. C. (2012). *Biased Beliefs , Asset Prices , and Investment : A Structural Approach.*
- Tirole, J. (1989). *The Theory of Industrial Organization. London England, Cambridge Masasusette.*
- Titman, S., & Wessels, R. (1988a). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43(1), pp.1–19.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988b). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, XLIII(1), pp.1–19.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), pp.15–29.
- Tong, G., & J.Green, C. (2005). Pecking Order or Trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies. *Journal Applied Economics*, 37, pp.2179–2189.
- Townsend, R. (1979). Optimal Contracts and Competitif Markets and Costly State Verification. *Journal of Economic Theory*, 21, pp.265–293.
- Tran, T. L. (2014). Uncertainty and Investment: Evidence from Australian Firm Panel Data. *Economic Record*, 90(1), pp.87–101.

- Triest, S. Van. (2005). Customer size and customer profitability in non-contractual relationships. *Journal of Business & Industrial Marketing*, 20(3), pp.148–155.
- Tsao, S.-M., Lin, C.-H., & Chen, V. Y. (2015). Family ownership as a moderator between R&D investments and CEO compensation. *Journal of Business Research*, 68(3), pp.599–606.
- Tsuji, C. (2012). A Discussion on the Signaling Hypothesis of Dividend Policy. *The Open Business Journal*, 5(1), 1–7.
- Turki, A., & Sedrine, N. Ben. (2012). Ownership Structure, Board Characteristics and Corporate Performance in Tunisia. *International Journal of Business and Management*, 7(4), pp.121–132.
- Ullah, H., Fida, a, & Khan, S. (2012). The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*, 3(9), pp.298–307.
- Upadhyay, A. D., Bhargava, R., & Faircloth, S. D. (2014). Board structure and role of monitoring committees. *Journal of Business Research*, 67(7), pp.1486–1492.
- Utama, S., & Santosa, A. Y. B. (1998). Kaitan antara Rasio Price/Book Value dan Imbal Hasil Saham pada Bursa Efek Jakarta. *Urnal Riset Akuntansi Indonesia*, 1(1), pp.27–140.
- Valta, P. (2012). Competition and the cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 105(3), pp.661–682.
- Van Der Heijden, H., & Garn, W. (2013). Profitability in the car industry: New measures for estimating targets and target directions. *European Journal of Operational Research*, 225(3), pp.420–428.
- Vaona, A., & Pianta, M. (2006). *Firm size and innovation in European manufacturing*.
- Vasudevan Ramanujam, P. V. (1989). Research on Corporate Diversification: A Synthesis. *Strategic*, 10(6), pp.523–551.
- Vernon, J. M. (1971). Concentration, promotion, and market share stability in the pharmaceutical industry. *The Journal of Industrial Economics*, pp.246–266.
- Veugelers, R., & Cassiman, B. (2005). R&D cooperation between firms and universities. Some empirical evidence from Belgian manufacturing. *International Journal of Industrial Organization*, pp.355–379.

- Vidal, F., & Sánchez, J. (2014). *The Problem of Estimating Causal Relations by Regressing Accounting Semi Identities*. VIE working paper Instituto Valenciano de investigaciones Economicas.
- Vidal, S., & Javier, F. (2014). High debt companies' leverage determinants in Spain: A quantile regression approach. *Economic Modelling*, 36, pp.455–465.
- Vijay kumar, A. (2011). Cash Conversion Cycle and Corporate Profitability – An Emperical Enquiry in Indian Automobile Firms. *International Journal of Research in Commerce, IT & Management*, 1(2), pp.89–91.
- Vogt, S. . (1994). The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U.S. Manufacturing Firms. *Financial Management*, 23(2), pp.3–20.
- Vomberg, A., & Homburg, C. (2015). Talented people and strong brands: The contribution of human capital and brand equity to firm value. *Christian Homburg Strategic Management Journal*, pp.322–254.
- Voulgaris, F., Asteriou., D., & Agiomirgianakis, G. (2002). Capital structure, asset utilization, profitability and growth in the Greek manufacturing sector. *Applied Economics*, 34, pp.1379–1388.
- Wahidahwati. (2002). Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict : Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen. In *Simposium Nasional Akuntansi V* pp. 1–40.
- Warusawitharana, M. (2011). Research and Development , Profits and Firm Value : A Structural Estimation Board of Governors of the Federal Reserve System, (202), pp.1–35.
- Wei, Z., Xie, F., & Zhang, S. (2005). Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991–2001. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(01), pp.87-97.
- Weiss, C. R. (1993). Structure, Conduct and Performance - Weiss,L. *Kyklos*, 46(1), pp.148–149.
- Weston, J. F. and Brigham, E. (1994). *Essentials of Managerial Finance*, 10th ed.
- Wheelwright, S. C., & Clark, K. B. (1988). *Dynamic manufacturing: creating the learning organization*. Simon and Schuster.

- Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3), pp.371–403.
- Wright, P., & Ferris, S. (1997). Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value. *Strategic Management Journal*, pp.77–83.
- Wright, P., Kroll, M., & Parnell, J. (1998). *Strategic Management: Concepts and Cases*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Wu, H. L. (2011). Can minority state ownership influence firm value? Universal and contingency views of its governance effects. *Journal of Business Research*, 64(8), pp.839–845.
- Xi, C., Liu, S., & Bose, I. (2014). Measuring the long term impact on firm performance using ROA: An empirical study of RFID adoption. In *Service Systems and Service Management (ICSSSM), 2014 11th International Conference on. IEEE, 2014*. (pp. 1–40).
- Xiao, Y. (2014). *A Life Cycle Theory on Firm Finance and Investment*.
- Xie, C. (2008). How do ownership and debt affect R&D investments in privatized firms? Evidence from the emerging economy of China. *PsycINFO Dissertation Abstracts International Section A: Humanities and Social Sciences*.
- Yang, C.-H., & Huang, C.-H. (2005). R&D, Size and Firm Growth in Taiwan's Electronics Industry. *Small Business Economics*, 25(5), pp.477–487.
- Yang, Y. V., Narayanan, K., & Carolis, D. M. De. (2014). The relationship between portfolio diversification and firm value: The evidence from corporate venture capital activity. *YStrategic Management Journal*, 35(15), pp.1993–2011.
- Yao, T., Yu, T., Zhang, T., & Chen, S. (2011). Asset growth and stock returns: Evidence from Asian financial markets. *Pacific Basin Finance Journal*, 19(1), pp.115–139.
- Yarram, S. R. (2012). Corporate Governance , Cash holdings and Value of a Firm: Evidence from Australian Firms. *Information Management and Business Review*, 4(12), pp.606–614.
- Yasser, Q. R., & Mamun, A. Al. (2012). Board Mix and Firm Performance, 2(4).
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of a Company with a small board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40, pp.185–211.

- Yildiz, O., Bozkurt, Ö. Ç., Kalkan, A., & Ayci, A. (2013). The Relationships between Technological Investment, Firm Size, Firm Age and the Growth Rate of Innovational Performance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 99, pp.590–599.
- Yoon, P. S., & Starks, L. T. (1995). Signaling, investment opportunities, and dividend announcements. *Review of Financial Studies*, 8(4), pp.995–1018.
- Yu, L., Miletkovb, Mihail, K. M., Zuobao, W., & Tina, Y. (2014). Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance*, 30, pp.223–244.
- Yuan, R., Xiao, J. Z., & Zou, H. (2008). *Mutual funds' ownership and firm performance: evidence from China* (Vol. 32).
- Yuliani. (2011). Leverage, Size and Age Mediating Business Diversified to Financial Performance: Empirical Studies of Secondary Sectors in Indonesian Stock Exchange. In *The 2nd International Conference Indonesian Management Scientists Association. Pekan Baru* (pp. 195–212).
- Zafar, S. M. T., Chaubey, D. S., & Khalid, S. M. (n.d.). A Study on Dividend Policy and its Impact on the Shareholders Wealth in Selected Banking Companies in India.
- Zaharia, C. (2012). Corporate Governance And The Market Value of Firms. *Economics, Management, and Financial Markets*, 7(4), pp.227–232.
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2014). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, pp.543–576.
- Zeitun, R., G. G. T. (2007). Capital structure and corporate performance : evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 1(4).pp. 322-339
- Zhang, Y., Li, H., Hitt, M. a, & Cui, G. (2007). R&D intensity and international joint venture performance in an emerging market: moderating effects of market focus and ownership structure. *Journal of International Business Studies*, 38(6), pp.944–960.
- Zhi, X., & Tong, P. (2009). Management pay-performance sensitivity, internal cash flow and investment behavior: A test of the free cash flow theory and asymmetric information theory. *Frontiers of Business Research in China*, 3(3), pp.413–431.
- Zona, F. (2014). Board leadership structure and diversity over CEO time in office: A test of the evolutionary perspective on Italian firms. *European Management Journal*, 32(4), pp.672–681.
- Zulhibri, M. (2015). Interest burden and external finance choices in emerging markets: Firm-level data evidence from Malaysia. *International Economics*, 14, pp.115–133.

