

# Bagaimana Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Kepemilikan Institusi Terhadap Valuasi Pasar Perusahaan Dalam Indeks IDX30?

A An Arief Jusuf<sup>1\*</sup>, Vanda Mei Lestari<sup>2</sup>, Fiacentia Adelia Giovanni<sup>3</sup>,  
Julia Sageileppak<sup>4</sup> 

<sup>1,2,3,4</sup> Program Studi Akuntansi, Universitas Widya Kartika, Surabaya, Indonesia

## ARTICLE INFO

### Article history:

Received: 2023-02-15

Revised: 2023-04-20

Accepted: 2023-06-05

Available Online: 2023-06-25

### Kata Kunci:

IDX30; *Ordinary Least Squares*; *Quantile Regression*; Hannan-Quinn

### Keywords:

IDX30; *Ordinary Least Squares*; *Quantile Regression*; Hannan-Quinn

### DOI:

10.38043/jimb.v8i1.4180

## ABSTRAK

Dalam pemilihan instrumen investasi saham, para investor dapat mengacu pada saham yang tergabung dalam indeks IDX30. IDX30 adalah indeks yang mengukur kinerja harga dari 30 saham yang memiliki likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar besar serta didukung oleh fundamental perusahaan yang baik. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat dalam indeks IDX30 dari tahun 2018 sampai dengan 2021 sejumlah 49 perusahaan dengan 133 observasi. Persamaan regresi linier berganda metode *ordinary least squares*, dan *quantile regression* digunakan, serta dipilih berdasarkan kriteria Hannan-Quinn. Tujuan Penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh struktur modal, kebijakan dividen, dan Kepemilikan Institusi terhadap valuasi pasar perusahaan yang tergabung dalam IDX30. Metode *ordinary least square* tidak digunakan dalam inferensi karena *p-value* dari uji F sebesar 0,2517 (lebih besar dari 0,05). Model yang terpilih berdasarkan kriteria Hannan-Quinn adalah model *quantile regression* dengan nilai  $\tau = 0,1$ . Struktur modal tidak berpengaruh terhadap valuasi pasar perusahaan IDX30 dengan tingkat signifikansi 0,05. Hal ini dapat disebabkan perusahaan yang tergabung dalam IDX30 telah diseleksi sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan oleh otoritas bursa dari seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, sehingga memiliki karakteristik dalam kategori yang telah ditetapkan. Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap valuasi pasar perusahaan IDX30 dengan tingkat signifikansi 0,01. Hal ini sesuai dengan pola perilaku *mental accounting* dari para investor yang memisahkan keuntungan modal dengan pendapatan dividen. Pendapatan dividen dapat dianggap sebagai hal yang positif ketika terjadi penurunan harga saham. Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap valuasi pasar perusahaan IDX30 dengan tingkat signifikansi 0,01. Pengendalian perusahaan oleh pemilik yang memiliki jumlah proporsi kepemilikan yang besar merupakan hal yang penting di luar negara yang menganut sistem hukum *common law*. Para investor secara eksplisit menghubungkan struktur kepemilikan yang dimiliki oleh institusi dengan valuasi yang dilakukan.

## ABSTRACT

In the selection of stock investment instruments, investors can refer to stocks included in the IDX30 index. IDX30 is an index that measures the price performance of 30 stocks with high liquidity and large market capitalization, supported by strong company fundamentals. The sample in this study consists of 49 companies listed in the IDX30 index from 2018 to 2021, with a total of 133 observations. Multiple linear regression equations using the ordinary least squares method and quantile regression were employed, selected based on the Hannan-Quinn criteria. The research objective is to determine the influence of capital structure, dividend policy, and institutional ownership on the market valuation of companies included in the IDX30. The ordinary least squares method was not used for inference due to a *p-value* of the *F-test* being 0.2517 (greater than 0.05). The model selected based on the Hannan-Quinn criteria is the quantile regression model with a value of  $\tau = 0.1$ . Capital structure does not have a significant impact on the market valuation of IDX30 companies at a significance level of 0.05. This may be attributed to the fact that companies included in the IDX30 have been selected based on predetermined criteria set by the exchange authorities among all listed companies in the Indonesia Stock Exchange, thereby possessing characteristics within the designated category. Dividend policy has a positive impact on the market valuation of IDX30 companies at a significance level of 0.01. This is consistent with the *mental accounting* behaviour pattern of investors who separate capital gains from dividend income. Dividend income can be perceived as positive when stock prices decline. Institutional ownership has a positive impact on the market valuation of IDX30 companies at a significance level of 0.01. Control of companies by owners with a significant proportion of ownership is important outside countries that follow the common law legal system. Investors explicitly connect the ownership structure held by institutions with the valuation process.

This is an open access article under the [CC BY-SA](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/) license.



## 1. PENDAHULUAN

Dalam pemilihan instrumen investasi terutama saham, para investor dapat dibantu pemilihannya dengan adanya pengelompokan yang dilakukan oleh PT Bursa Efek Indonesia. IDX30 adalah indeks yang mengukur kinerja harga dari 30 saham yang memiliki likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar besar serta didukung oleh fundamental perusahaan yang baik (<https://www.idx.co.id/produk/indeks/>). IDX30 diluncurkan pertama kali pada 23 April 2012. Perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam IDX30 dievaluasi setiap enam bulan. Perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel dengan kriteria tercatat dalam indeks IDX30 dari tahun 2018 sampai dengan 2021.

Saham-saham yang tergabung dalam IDX30 mengalami tekanan yang cukup besar pada tahun 2018, dan pada tahun 2020 ketika masa pandemi COVID-19. Saham-saham ini merupakan 30 saham yang utama berdasarkan kriteria yang ditetapkan. Saham-saham yang tergabung dalam IDX30 mengalami tekanan yang cukup besar pada tahun 2018, dan pada tahun 2020 ketika masa pandemi COVID-19. Saham-saham ini merupakan 30 saham yang utama berdasarkan kriteria yang ditetapkan.

**Tabel 1.** Performa Indeks IDX 30

Tahun	2018	2019	2020	2021	Nov 2022
IDX 30	-8,80%	2,40%	-9,30%	-1%	6,10%

Sumber: IDX INDEX FACT SHEET November 2022 (<https://www.idx.co.id/id/data-pasar/laporan-statistik/fact-sheet-index/>)

La Porta, Lakonishok, Shleifer, & Vishny (1997) mengklasifikasikan Indonesia sebagai negara yang memiliki landasan hukum sipil mengacu pada sistem Perancis. Untuk mempertahankan prioritas agen, dalam hal ini adalah pihak manajemen dalam pengambilan keputusan, maka perlakuan hukum yang berbeda untuk investor di negara hukum yang berlandaskan pada sistem hukum Inggris (*common law*) mungkin memerlukan modifikasi aktivitas pemegang saham, dan tata kelola perusahaan. Seorang manajer atau pengusaha akan mengumpulkan dana dari para investor untuk menginvestasikannya dengan bijak. Dalam konteks ini, masalah keagenan mengacu pada tantangan yang dihadapi pemodal dalam memastikan bahwa dana mereka tidak disalahgunakan.

Pihak manajemen (internal) yang memiliki kendali atas aset bisnis dapat menggunakan aset tersebut untuk berbagai hal yang merugikan kepentingan investor luar. Pihak manajemen dapat menggunakan aset perusahaan untuk keuntungan mereka, mengurangi nilai untuk investor luar dengan menerbitkan saham kepada pihak internal, membayar gaji yang berlebihan, menjual aset kepada diri mereka sendiri atau perusahaan lain yang mereka kendalikan untuk mendapatkan keuntungan, atau terlibat dalam penetapan harga transfer dengan entitas lain yang mereka kendalikan (Shleifer & Vishny, 1997).

Utang membatasi fleksibilitas manajerial (Jensen, 1986), fokus khusus dari penelitian teoritis pada tujuan manajerial dalam pilihan struktur modal. Pandangan umum dalam literatur adalah manajer yang mementingkan diri sendiri tidak membuat keputusan struktur modal yang memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Morellec, Nikolov, & Schürhoff, 2012). Struktur modal perusahaan kemudian harus ditentukan tidak hanya oleh gesekan pasar seperti pajak, biaya kebangkrutan, atau biaya pembiayaan kembali (Fischer, Heinkel, & Zechner, 1989), tetapi juga oleh tingkat keparahan konflik manajer-pemegang saham. Struktur modal mengacu pada proporsi utang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk mendanai operasional, dan asetnya. Ada pengorbanan yang dilakukan perusahaan ketika diputuskan apakah akan menggunakan utang atau ekuitas untuk membiayai operasional, dan manajer akan menyeimbangkan keduanya untuk menemukan struktur modal yang optimal. Ruiz-Mallorquí & Santana-Martín (2011) menyatakan bahwa investor institusional memainkan tiga peran potensial yaitu: (1) peran pemantauan aktif yang secara positif mempengaruhi kinerja perusahaan, (2) peran pasif jangka pendek yang mengurangi insentif mereka untuk mempengaruhi kinerja perusahaan secara positif, dan (3) bekerja sama dengan manajer perusahaan untuk mengambil keuntungan pribadi dengan mengorbankan pemegang saham minoritas.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh struktur modal, kebijakan dividen, dan kepemilikan institusi terhadap valuasi pasar. Kebijakan dividen, dan kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap valuasi pasar, sedangkan struktur modal tidak berpengaruh terhadap valuasi pasar. Para investor dapat mempertimbangkan kebijakan dividen, dan kepemilikan institusional dalam berinvestasi dalam perusahaan yang tergabung dalam Indeks IDX 30.

## 2. KAJIAN LITERATUR

### Struktur Modal

Berdasarkan *efficiency-risk hypothesis*, perusahaan yang lebih efisien memilih rasio ekuitas yang lebih rendah daripada perusahaan lain (dengan asumsi hal-hal lain tidak berubah). Efisiensi yang lebih tinggi diharapkan mengurangi biaya kebangkrutan, dan kesulitan keuangan. Berdasarkan hipotesis ini, efisiensi laba yang lebih tinggi menghasilkan pengembalian yang diharapkan lebih tinggi untuk struktur modal tertentu, dan efisiensi yang lebih tinggi menggantikan modal ekuitas dalam melindungi perusahaan terhadap krisis di masa depan (Berger & Bonaccorsi di Patti, 2006).

Berdasarkan *franchise-value hypothesis* perusahaan yang lebih efisien memilih rasio modal ekuitas yang lebih tinggi (dengan asumsi hal-hal lain tidak berubah). Hal ini untuk melindungi nilai sewa yang terkait dengan efisiensi tinggi dari kemungkinan likuidasi. Efisiensi laba yang lebih tinggi dapat menciptakan rente ekonomi jika efisiensi diharapkan berlanjut di masa depan, dan pemegang saham dapat memilih untuk menahan modal ekuitas tambahan untuk melindungi rente ini (yang akan hilang jika terjadi likuidasi) (Berger & Bonaccorsi di Patti, 2006).

Byoun (2008) meneliti mengenai penyesuaian struktur modal yang bergantung pada perubahan modal eksternal yang diperlukan yang diukur dengan defisit/ surplus keuangan. Sebagian besar penyesuaian terjadi ketika perusahaan memiliki utang di atas target dengan surplus keuangan atau ketika mereka memiliki utang di bawah target dengan defisit keuangan. Perusahaan dengan utang di atas target menggunakan semua surplus keuangan mereka untuk melunasi utang, sedangkan perusahaan dengan utang di bawah target melunasi utang dan ekuitas dengan surplus keuangan mereka. Perusahaan mempertahankan kapasitas utang mereka untuk kebutuhan pembiayaan masa depan untuk menghindari biaya pembelian kembali dan penerbitan kembali ekuitas yang lebih tinggi.

Berger & Bonaccorsi di Patti (2006) menemukan konsistensi dalam penelitian mereka, yaitu *agency costs hypothesis* yang mana *leverage* yang lebih tinggi atau rasio modal ekuitas yang lebih rendah dikaitkan dengan efisiensi laba yang lebih tinggi di hampir seluruh rentang data yang diamati. Efeknya signifikan secara ekonomi dan juga signifikan secara statistik. *Leverage* atau utang yang lebih tinggi mengurangi biaya agensi dari ekuitas luar dan meningkatkan nilai perusahaan dengan membatasi atau mendorong manajer untuk bertindak lebih demi kepentingan pemegang saham. Morellec et al. (2012) mengemukakan bahwa saat membuat keputusan tentang pembiayaan, manajer mempertimbangkan manfaat pajak yang diperoleh dari utang yang terkait dengan kepemilikan ekuitas, sekaligus mempertimbangkan total biaya utang. Total biaya utang ini mencakup tidak hanya biaya kesulitan keuangan tetapi juga biaya yang terkait dengan efek pengendalian yang ditimbulkan oleh utang.

Menurut teori *trade-off* statis standar, struktur modal merupakan keputusan yang diambil sekali pada saat perusahaan didirikan. Dalam situasi tersebut, terdapat tingkat utang optimal yang unik yang harus dipilih oleh perusahaan. Banyak dari literatur empiris tentang struktur modal bertujuan untuk menjelaskan variasi *leverage* perusahaan aktual berdasarkan analisis perbandingan statis dari model tersebut. Namun, dalam konteks dinamis, prediksi statis dari teori *trade-off* tidak berlaku Demarzo (2019).

H<sub>1</sub>: Struktur modal (ekuitas) berpengaruh positif terhadap valuasi pasar Perusahaan IDX30.

### *Clientele Effect*

Kelompok yang berbeda dari pemegang saham lebih memilih kebijakan pembayaran dividen yang berbeda. Jika sebuah perusahaan mempertahankan dan menginvestasikan kembali pendapatan daripada membayar dividen, para pemegang saham yang membutuhkan pendapatan saat ini akan dirugikan. Nilai saham yang dimiliki kemungkinan meningkat, tetapi mereka terpaksa mengeluarkan biaya untuk menjual sebagian saham mereka untuk mendapatkan uang tunai. Beberapa investor institusional secara hukum dilarang menjual saham, dan kemudian membelanjakannya. Di sisi lain, pemegang saham yang menabung daripada membelanjakan dividen kemungkinan menyukai kebijakan dividen rendah. Semakin sedikit perusahaan membayar dividen, semakin sedikit kelompok pemegang saham ini harus membayar pajak saat ini, serta semakin sedikit masalah, dan biaya yang akan mereka keluarkan untuk menginvestasikan kembali dividen setelah pajak mereka (Brigham & Daves, 2019).

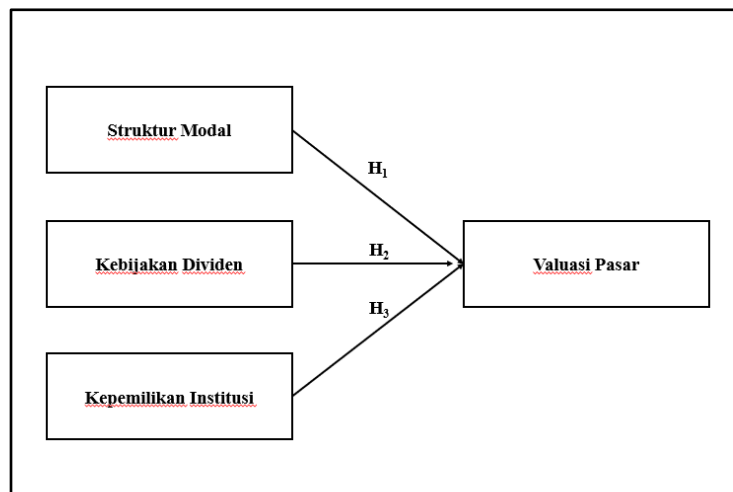
Shefrin & Statman (1984) berpendapat bahwa *mental accounting* dapat mempengaruhi preferensi dividen para investor yang menyimpan pendapatan dividen, dan keuntungan modal dalam dua “*mental accounts*” terpisah mungkin tidak memperlakukan pendapatan dividen, dan keuntungan modal dengan setara. Investor tersebut mungkin lebih memilih saham dengan imbal hasil dividen tinggi karena pendapatan dividen dapat bertindak sebagai “*silver lining*” ketika keuntungan modal rendah atau negatif. Graham & Kumar (2006) meneliti kepemilikan saham lebih dari 60.000 rumah tangga dan menemukan bahwa investor ritel lebih memilih saham tanpa dividen tunai, serta investor institusi lebih suka memegang saham yang membayar dividen tunai.

H<sub>2</sub>: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap valuasi pasar Perusahaan IDX30.

### Kepemilikan Institusi dan Nilai Perusahaan

Dalam konteks kepemilikan yang terkonsentrasi, pemegang saham dominan dicirikan oleh tingkat partisipasi yang tinggi dan stabil sepanjang waktu, yang menyebabkan pemegang saham ini memiliki insentif, dan kemampuan untuk mengendalikan tindakan manajemen (Ruiz-Mallorquí & Santana-Martín, 2011). Di bawah skenario pengendalian aktif, tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pemegang saham dominan atas manajer memiliki efek positif pada nilai perusahaan (Kaplan & Minton, 1994). Di bawah skenario *self-dealing*, pemegang saham dominan berkolusi dengan manajer untuk kekayaan perusahaan yang sesuai, sehingga mengurangi nilai perusahaan (Claessens, Djankov, Fan, & Lang (2002); López-de-Foronda, López-Iturriaga, & Santamaría-Mariscal (2007)). Investor institusional memainkan peran penting dalam meningkatkan tata kelola perusahaan dan menstabilkan pasar saham di Tiongkok berdasarkan temuan empiris (Li & Ji, 2021).

H<sub>3</sub>: Kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap valuasi pasar Perusahaan IDX30.



Gambar 1. Model Penelitian

### 3. METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat dalam indeks IDX30 di Bursa Efek Indonesia. Setiap semester ada perusahaan yang dikeluarkan, dan dimasukkan dalam IDX30. Jumlah perusahaan setiap semester 30 perusahaan. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat dalam indeks IDX30 dari tahun 2018 sampai dengan 2021. Jumlah sampel dalam penelitian ini sejumlah 49 perusahaan. Sumber data keuangan yang digunakan berasal dari laporan keuangan tahunan emiten, dan basis data Osiris. Perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam IDX30 selama periode pengamatan dengan penilaian setahun dua kali terlampir.

#### Spesifikasi Model

Penelitian ini merupakan penelitian empiris yang menganalisis kausalitas antara variabel independen dengan variabel dependen.

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (1)$$

Keterangan:

$Y_{it}$  : valuasi pasar perusahaan i pada tahun t;

$X_{1it}$  : struktur modal perusahaan i tahun t;

$X_{2it}$  : dividen perusahaan i tahun t;

$X_{3it}$  : kepemilikan institusional perusahaan i tahun t;

$\beta_0$  : *intercept*;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$  : koefisien regresi;

$\varepsilon_{it}$  : *error term* estimasi perusahaan i tahun t.

### Definisi Operasional Variabel

Valuasi pasar adalah rasio harga saham emiten i pada tahun t dibagi dengan nilai buku pada tahun t.

Struktur modal adalah rasio ekuitas pemegang saham perusahaan i pada tahun t dibagi dengan aset pada tahun t.

Dividen adalah rasio perubahan arus kas dividen yang dibagikan pada tahun t dari tahun t – 1 dibagi dengan arus kas dividen pada tahun t – 1.

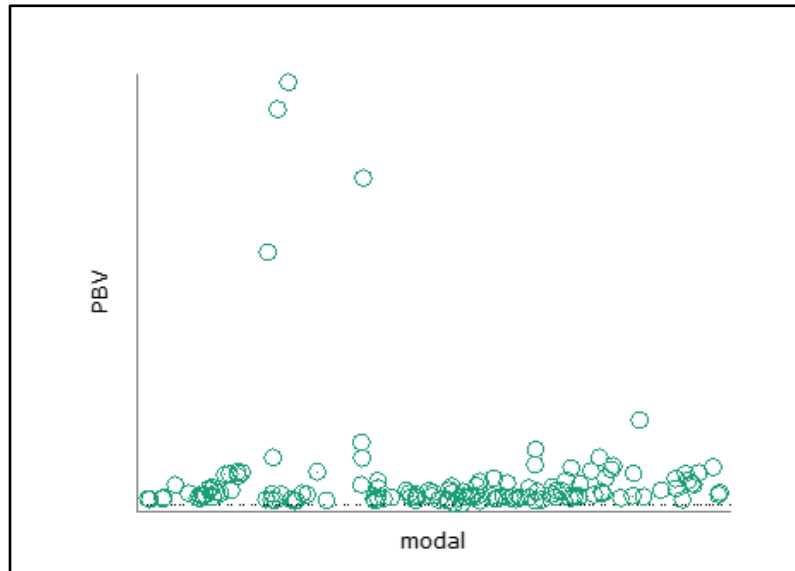
Kepemilikan institusi adalah proporsi kepemilikan saham oleh institusi lain.

### Metode Analisis Data

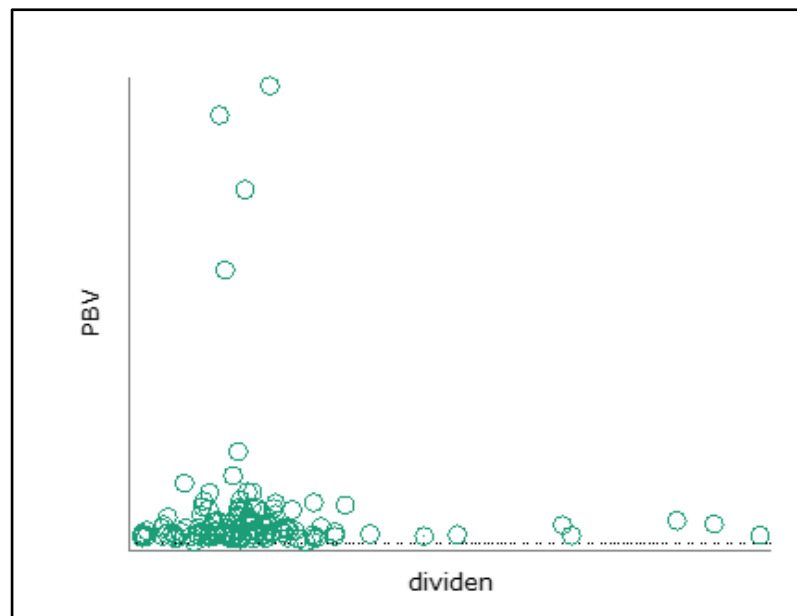
Metode analisis data menggunakan regresi linier berganda dengan *robust standard error estimator*, tingkat signifikansi 5%. Persamaan regresi linier berganda metode *ordinary least squares*, dan *quantile regression* digunakan, dan dipilih berdasarkan kriteria Hannan-Quinn. Suzuki (2012) membuktikan bahwa proposisi Hannan-Quinn benar untuk regresi linier, konsisten dengan Hannan & Quinn (1979) Persamaan yang dibandingkan dengan nilai Hannan-Quinn, yang memiliki nilai terkecil dipilih.

## 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Sebaran data antara variabel terikat, yaitu Valuasi Pasar (PBV) dengan setiap variabel bebas Struktur Modal (modal), Kebijakan Dividen (dividen), dan Kepemilikan Institusi (institusi) pada gambar 2, 3, dan 4. Sebaran data tampak banyak di tingkat PBV yang rendah untuk modal, dividen, dan institusi. Hal ini menunjukkan sebaran data yang tidak terpusat pada rata-rata, dan akan dibandingkan dengan menggunakan dua metode, yaitu *ordinary least squares* yang sesuai penggunaannya dengan tendensi rata-rata terpusat, dengan *quantile regression* yang memungkinkan untuk menentukan kuartil, desil, dan persentil. Penulis akan menggunakan 9 desil (disimbolkan dengan  $\tau$  atau *tau*) dalam penelitian ini, yaitu 0,1, 0,2, 0,3, 0,4, 0,5, 0,6, 0,7, 0,8, dan 0,9.



**Gambar 2.** Valuasi Pasar (PBV) dengan Struktur Modal (modal)

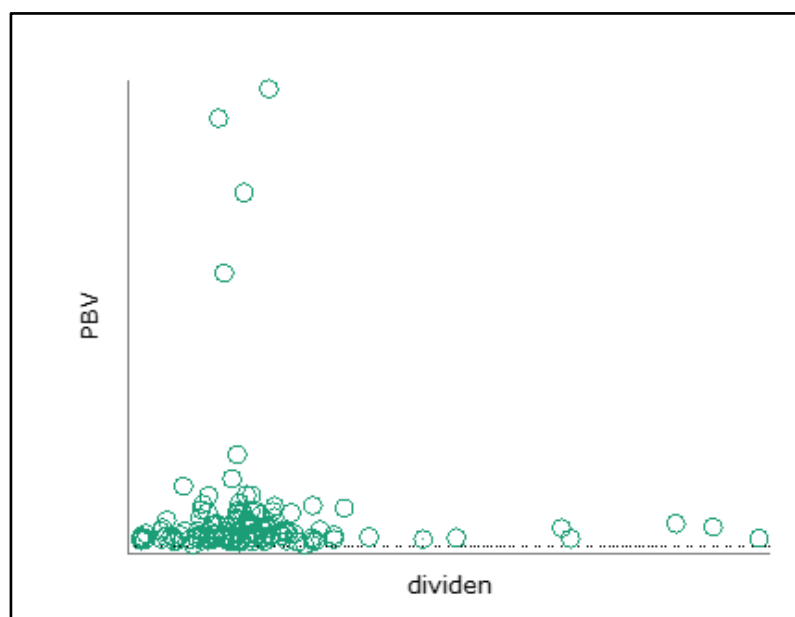


**Gambar 3.** Valuasi Pasar (PBV) dengan Kebijakan Dividen (dividen)

**Tabel 2.** Matriks Korelasi

	PBV	modal	dividen	institusi
PBV	1	-0,1112	-0,0310	0,2560
Modal	-0,1112	1	0,1081	-0,0083
Dividen	-0,0310	0,1081	1	-0,0352
Institusi	0,2560	-0,0083	-0,0352	1

Sumber: data diolah penulis



**Gambar 4.** Valuasi Pasar (PBV) dengan Kepemilikan Institusi (institusi)

Korelasi antar variabel dalam penelitian ini memiliki korelasi yang lemah (seperti yang ditunjukkan pada tabel 2). Hasil regresi dengan *ordinary least squares* dengan metode *quantile* akan dibandingkan, dan dipilih berdasarkan kriteria Hannan-Quinn yang terkecil. Tanda (\*) menunjukkan signifikansi pada tingkat signifikansi 0,10. Tanda (\*\*) menunjukkan signifikansi pada tingkat signifikansi 0,05. Tanda (\*\*\*) menunjukkan signifikansi pada tingkat signifikansi 0,01. Hasil *ordinary least squares* sebagai berikut:

**Tabel 3.** *Ordinary Least Squares*

Pengamatan yang digunakan 1-133; *Dependent variable: PBV; Heteroskedasticity-robust standard errors, variant HC1*

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Sig.</i>
<i>const</i>	-2,09405	2,51608	-0,8323	0,4068	
modal	-4,14811	3,08852	-1,343	0,1816	
dividen	-0,0887651	0,290901	-0,3051	0,7608	
institusi	13,0054	6,59475	1,972	0,0507	*
<i>Mean dependent var</i>		3,733853	<i>S.D. dependent var</i>		8,580789
<i>Sum squared resid</i>		8965,637	<i>S.E. of regression</i>		8,336730
<i>R-squared</i>		0,077529	<i>Adjusted R-squared</i>		0,056076
F(3, 129)		1,380571	<i>P-value(F)</i>		0,251666
Hannan-Quinn		950,1729			

Sumber: data diolah penulis

$$PBV = -2,094 - 4,148 \text{ modal} - 0,089 \text{ dividen} + 13,005 \text{ institusi} \dots\dots\dots(2)$$

$$(2,516) \quad (3,089) \quad (0,291) \quad (6,595)$$

(standard errors in parentheses)

Berdasarkan hasil analisis dengan menggunakan *ordinary least squares*, model persamaan 1 tidak tepat untuk digunakan dalam interpretasi hasil statistika karena nilai *p-value* untuk uji F sebesar  $0,25 > 0,05$ . Hasil regresi *quantile* dengan  $\tau = 0,1$  sebagai berikut:

**Tabel 4. Quantile estimates**  
Pengamatan yang digunakan 1-133; *Dependent variable: PBV; tau = 0,1; Robust (sandwich) standard errors*

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Sig.</i>
<i>const</i>	-0,0191490	0,154124	-0,1242	0,9013	
<i>modal</i>	0,287652	0,174039	1,653	0,1008	
<i>dividen</i>	0,0438959	0,0126149	3,480	0,0007	***
<i>institusi</i>	1,11124	0,223613	4,969	<0,0001	***
<i>Median depend. Var</i>		1,619939	<i>S.D. dependent var</i>		8,580789
<i>Sum absolute resid</i>		394,9882	<i>Sum squared resid</i>		10787,17
<i>Hannan-Quinn</i>		605,8209			

Sumber: data diolah penulis

$$PBV = -0,019 + 0,288 \text{ modal} + 0,044 \text{ dividen} + 1,111 \text{ institusi} \dots\dots\dots(3)$$

$$(0,154) \quad (0,174) \quad (0,013) \quad (0,224)$$

(standard errors in parentheses)

Berdasarkan hasil analisis dengan menggunakan regresi *quantile* ( $\tau = 0,1$ ), variabel dividen dan institusi berpengaruh positif terhadap PBV (hipotesis 2, dan 3 diterima dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,01). Hasil regresi *quantile* dengan  $\tau = 0,2$  sebagai berikut:

**Tabel 5. Quantile estimates**  
Pengamatan yang digunakan 1-133; *Dependent variable: PBV; tau = 0,2; Robust (sandwich) standard errors*

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Sig.</i>
<i>const</i>	0,0791514	0,266945	0,2965	0,7673	
<i>modal</i>	0,718824	0,231386	3,107	0,0023	***
<i>dividen</i>	-0,00392936	0,0603470	-0,06511	0,9482	
<i>institusi</i>	0,959416	0,315971	3,036	0,0029	***
<i>Median depend. var</i>		1,619939	<i>S.D. dependent var</i>		8,580789
<i>Sum absolute resid</i>		376,2022	<i>Sum squared resid</i>		10672,20
<i>Hannan-Quinn</i>		626,6377			

Sumber: data diolah penulis

$$PBV = 0,079 + 0,719 \text{ modal} - 0,004 \text{ dividen} + 0,959 \text{ institusi} \dots\dots\dots(4)$$

$$(0,267) \quad (0,231) \quad (0,060) \quad (0,316)$$

(standard errors in parentheses)

Berdasarkan hasil analisis dengan menggunakan regresi *quantile* ( $\tau = 0,2$ ), variabel modal, dan institusi berpengaruh positif terhadap PBV (hipotesis 1, dan 3 diterima dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,01). Hasil regresi *quantile* dengan  $\tau = 0,3$  sebagai berikut:



**Tabel 6. Quantile estimates**

Pengamatan yang digunakan 1-133; *Dependent variable: PBV; tau = 0,3; Robust (sandwich) standard errors*

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Sig.</i>
<i>const</i>	0,569975	0,351610	1,621	0,1075	
<i>modal</i>	0,562959	0,301244	1,869	0,0639	*
<i>dividen</i>	0,0145621	0,131390	0,1108	0,9119	
<i>institusi</i>	0,529527	0,458196	1,156	0,2499	
<i>Median depend. var</i>		1,619939	<i>S.D. dependent var</i>		8,580789
<i>Sum absolute resid</i>		365,3931	<i>Sum squared resid</i>		10587,58
<i>Hannan-Quinn</i>		653,0873			

Sumber: data diolah penulis

$$PBV = 0,570 + 0,563 \text{ modal} + 0,015 \text{ dividen} + 0,530 \text{ institusi} \dots\dots\dots(5)$$

(0,352) (0,301) (0,131) (0,458)

(standard errors in parentheses)

Berdasarkan hasil analisis dengan menggunakan regresi *quantile* ( $\tau = 0,3$ ), variabel modal berpengaruh positif terhadap PBV (hipotesis 1 tidak diterima karena tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05). Hasil regresi *quantile* dengan  $\tau = 0,4$  sebagai berikut:

**Tabel 7. Quantile estimates**

Pengamatan yang digunakan 1-133; *Dependent variable: PBV; tau = 0,4; Robust (sandwich) standard errors*

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Sig.</i>
<i>const</i>	0,742580	0,456352	1,627	0,1061	
<i>modal</i>	0,549367	0,419430	1,310	0,1926	
<i>dividen</i>	0,0799788	0,139315	0,5741	0,5669	
<i>institusi</i>	0,531993	0,608333	0,8745	0,3835	
<i>Median depend. var</i>		1,619939	<i>S.D. dependent var</i>		8,580789
<i>Sum absolute resid</i>		358,9793	<i>Sum squared resid</i>		10472,72
<i>Hannan-Quinn</i>		686,0079			

Sumber: data diolah penulis

$$PBV = 0,743 + 0,549 \text{ modal} + 0,080 \text{ dividen} + 0,532 \text{ institusi} \dots\dots\dots(6)$$

(0,456) (0,419) (0,139) (0,608)

(standard errors in parentheses)

Berdasarkan hasil analisis dengan menggunakan regresi *quantile* ( $\tau = 0,4$ ), tidak ada hipotesis yang diterima. Hasil regresi *quantile* dengan  $\tau = 0,5$  sebagai berikut:

**Tabel 8. Quantile estimates**

Pengamatan yang digunakan 1-133; *Dependent variable: PBV; tau = 0,5; Robust (sandwich) standard errors*

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Sig.</i>
<i>const</i>	0,942893	0,416446	2,264	0,0252	**
<i>modal</i>	0,845896	0,813884	1,039	0,3006	
<i>dividen</i>	0,152761	0,0943330	1,619	0,1078	
<i>institusi</i>	0,559296	0,546372	1,024	0,3079	
<i>Median depend. var</i>		1,619939	<i>S.D. dependent var</i>		8,580789
<i>Sum absolute resid</i>		354,2586	<i>Sum squared resid</i>		10279,33

Hannan-Quinn	723,6696
--------------	----------

Sumber: data diolah penulis

$$PBV = 0,943 + 0,846 \text{ modal} + 0,153 \text{ dividen} + 0,559 \text{ institusi} \dots\dots\dots(7)$$

(0,416) (0,814)      (0,094)      (0,546)

(standard errors in parentheses)

Berdasarkan hasil analisis dengan menggunakan regresi *quantile* ( $\tau = 0,5$ ), tidak ada hipotesis yang diterima, dan faktor konstan yang mempengaruhi PBV signifikan dengan tingkat signifikansi di bawah 0,05. Hasil regresi *quantile* dengan  $\tau = 0,6$  sebagai berikut:

**Tabel 9.** *Quantile estimates*

Pengamatan yang digunakan 1-133; *Dependent variable: PBV; tau = 0,6; Robust (sandwich) standard errors*

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Sig.</i>
<i>Const</i>	1,68799	0,885071	1,907	0,0587	*
<i>Modal</i>	1,09254	1,07256	1,019	0,3103	
<i>Dividen</i>	0,0957082	0,0825404	1,160	0,2484	
<i>Institusi</i>	-0,394550	1,23102	-0,3205	0,7491	
<i>Median depend. var</i>		1,619939	<i>S.D. dependent var</i>		8,580789
<i>Sum absolute resid</i>		358,5964	<i>Sum squared resid</i>		10243,18
<i>Hannan-Quinn</i>		770,2210			

Sumber: data diolah penulis

$$PBV = 1,688 + 1,093 \text{ modal} + 0,096 \text{ dividen} - 0,395 \text{ institusi} \dots\dots\dots(8)$$

(0,885) (1,073)      (0,083)      (1,231)

(standard errors in parentheses)

Berdasarkan hasil analisis dengan menggunakan regresi *quantile* ( $\tau = 0,6$ ), tidak ada hipotesis yang diterima, dan faktor konstan yang mempengaruhi PBV signifikan dengan tingkat signifikansi di bawah 0,1. Hasil regresi *quantile* dengan  $\tau = 0,7$  sebagai berikut:

**Tabel 10.** *Quantile estimates*

Pengamatan yang digunakan 1-133; *Dependent variable: PBV; tau = 0,7; Robust (sandwich) standard errors*

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Sig.</i>
<i>const</i>	0,454849	1,13439	0,4010	0,6891	
<i>modal</i>	1,75422	1,84514	0,9507	0,3435	
<i>dividen</i>	-0,0783320	0,187493	-0,4178	0,6768	
<i>institusi</i>	2,48406	1,56178	1,591	0,1142	
<i>Median depend. var</i>		1,619939	<i>S.D. dependent var</i>		8,580789
<i>Sum absolute resid</i>		390,0251	<i>Sum squared resid</i>		9740,638
<i>Hannan-Quinn</i>		828,9488			

Sumber: data diolah penulis

$$PBV = 0,455 + 1,754 \text{ modal} - 0,078 \text{ dividen} + 2,484 \text{ institusi} \dots\dots\dots(9)$$

(1,134) (1,845)      (0,187)      (1,562)

(standard errors in parentheses)

Berdasarkan hasil analisis dengan menggunakan regresi *quantile* ( $\tau = 0,7$ ), tidak ada hipotesis yang diterima. Hasil regresi *quantile* dengan  $\tau = 0,8$  sebagai berikut:

**Tabel 11. Quantile estimates**

Pengamatan yang digunakan 1-133; *Dependent variable: PBV; tau = 0,8 Robust (sandwich) standard errors*

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Sig.</i>
<i>const</i>	2,37960	1,83638	1,296	0,1974	
<i>modal</i>	2,42671	2,43188	0,9979	0,3202	
<i>dividen</i>	-0,262264	0,358952	-0,7306	0,4663	
<i>institusi</i>	0,314558	2,60198	0,1209	0,9040	
<i>Median depend. var</i>		1,619939	<i>S.D. dependent var</i>		8,580789
<i>Sum absolute resid</i>		451,5479	<i>Sum squared resid</i>		9851,526
<i>Hannan-Quinn</i>		910,3426			

Sumber: data diolah penulis

$$PBV = 2,380 + 2,427 \text{ modal} - 0,262 \text{ dividen} + 0,315 \text{ institusi} \dots\dots\dots(10)$$

(1,836) (2,432) (0,359) (2,602)

(standard errors in parentheses)

Berdasarkan hasil analisis dengan menggunakan regresi *quantile* ( $\tau = 0,8$ ), tidak ada hipotesis yang diterima. Hasil regresi *quantile* dengan  $\tau = 0,9$  sebagai berikut:

**Tabel 12. Quantile estimates**

Pengamatan yang digunakan 1-133; *Dependent variable: PBV; tau = 0,9; Robust (sandwich) standard errors*

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	<i>Sig.</i>
<i>const</i>	3,27427	9,30349	0,3519	0,7255	
<i>modal</i>	-0,0403344	16,7947	-0,002402	0,9981	
<i>dividen</i>	-0,254704	3,19139	-0,07981	0,9365	
<i>institusi</i>	3,82073	17,2125	0,2220	0,8247	
<i>Median depend. var</i>		1,619939	<i>S.D. dependent var</i>		8,580789
<i>Sum absolute resid</i>		619,2003	<i>Sum squared resid</i>		9804,871
<i>Hannan-Quinn</i>		1047,934			

Sumber: data diolah penulis

$$PBV = 3,274 - 0,040 \text{ modal} - 0,255 \text{ dividen} + 3,821 \text{ institusi} \dots\dots\dots(11)$$

(9,303) (16,795) (3,191) (17,213)

(standard errors in parentheses)

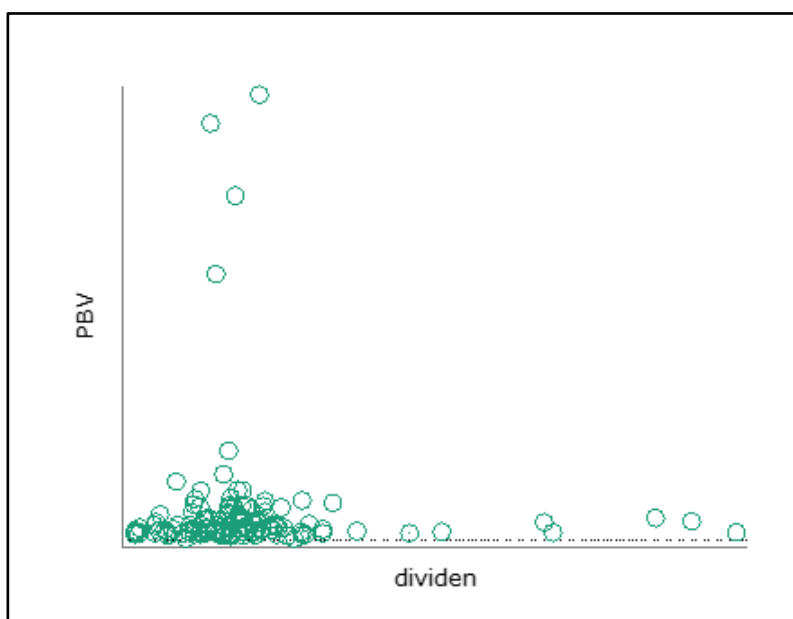
Berdasarkan hasil analisis dengan menggunakan regresi *quantile* ( $\tau = 0,9$ ), tidak ada hipotesis yang diterima. Persamaan 2 memiliki kriteria Hannan-Quinn yang terkecil, dan persamaan ini akan digunakan untuk menginterpretasikan kausalitas antara variabel bebas terhadap variabel terikat.

**Tabel 13. Rangkuman Persamaan Regresi**

No.	Metode	Persamaan	Kriteria Hannan-Quinn
1	OLS	$PBV = -2,094 - 4,148 \text{ modal} - 0,089 \text{ dividen} + 13,005 \text{ institusi}$	950,1729
2	RQ ( $\tau = 0,1$ )	$PBV = -0,019 + 0,288 \text{ modal} + 0,044 \text{ dividen} + 1,111 \text{ institusi}$	605,8209
3	RQ ( $\tau = 0,2$ )	$PBV = 0,079 + 0,719 \text{ modal} - 0,004 \text{ dividen} + 0,959 \text{ institusi}$	626,6377
4	RQ ( $\tau = 0,3$ )	$PBV = 0,570 + 0,563 \text{ modal} + 0,015 \text{ dividen} + 0,530 \text{ institusi}$	653,0873

5	RQ ( $\tau = 0,4$ )	PBV = 0,743 + 0,549 modal + 0,080 dividen + 0,532 institusi	686,0079
6	RQ ( $\tau = 0,5$ )	PBV = 0,943 + 0,846 modal + 0,153 dividen + 0,559 institusi	723,6696
7	RQ ( $\tau = 0,6$ )	PBV = 1,688 + 1,093 modal + 0,096 dividen - 0,395 institusi	770,2210
8	RQ ( $\tau = 0,7$ )	PBV = 0,455 + 1,754 modal - 0,078 dividen + 2,484 institusi	828,9488
9	RQ ( $\tau = 0,8$ )	PBV = 2,380 + 2,427 modal - 0,262 dividen + 0,315 institusi	910,3426
10	RQ ( $\tau = 0,9$ )	PBV = 3,274 - 0,040 modal - 0,255 dividen + 3,821 institusi	1047,934

Keterangan: OLS = *ordinary least squares* ; RQ = regresi *quantile*;  $\tau = tau$



**Gambar 5.** Prediksi PBV terhadap PBV Aktual dengan Regresi *Quantil* ( $\tau = 0,1$ )

Hasil analisis data dengan menggunakan metode regresi *quantile* pada persamaan 2 ( $tau = 0,1$ ) menunjukkan bahwa variabel dividen (kebijakan dividen) dan institusi (kepemilikan institusi) berpengaruh terhadap *Price to Book Value* (PBV) yang merupakan ukuran untuk valuasi pasar. Hipotesis 2, dan 3 diterima. Variabel modal (struktur modal yang diukur dengan perbandingan ekuitas dengan aset) berpengaruh terhadap *Price to Book Value* (PBV) pada persamaan 3 ( $tau = 0,2$ ), namun tidak digunakan untuk uji hipotesis. Hal ini dikarenakan kriteria Hannan-Quinn persamaan 3 lebih besar daripada persamaan 2. Hal ini mengakibatkan hipotesis 1 ditolak.

Maksimalisasi nilai bukan lagi tujuan perusahaan yang sangat akurat, dan didukung secara universal di luar skenario pasar sempurna. Biasanya tidak akan ada tujuan bisnis yang bebas preferensi, dalam hal ini tidak akan ada tujuan yang mendapat dukungan dari semua pemegang saham kecuali ada batasan serupa pada preferensi mereka. Investor yang menghindari risiko akan memilih pilihan yang memaksimalkan nilai yang membawa risiko tinggi selama mereka dapat menggunakan kekayaan mereka yang meningkat untuk berdagang ke posisi dengan risiko lebih rendah untuk portofolio masing-masing. Tindakan perusahaan berisiko tinggi tidak akan menarik bagi pemegang saham yang menghindari risiko jika pertukaran semacam itu terhambat secara signifikan, bahkan ketika mereka memaksimalkan nilai (DeAngelo, 2022).

Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap valuasi pasar sesuai dengan penjelasan yang dikemukakan oleh Shefrin & Statman (1984) mengenai preferensi investor atas dividen tunai yang dapat digunakan sebagai sebagai “*silver lining*” ketika keuntungan modal rendah atau negatif. Kepemilikan institusi

berpengaruh positif terhadap valuasi pasar memiliki implikasi yang terkait dengan pengendalian perusahaan. La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer (1999) meneliti kepemilikan perusahaan di berbagai negara. Perusahaan terbesar di luar Amerika Serikat sering kali memiliki pemegang saham pengendali, terutama di negara dengan perlindungan yang lemah kepada pemegang saham. Hasil penelitian ini selaras dengan temuan Li & Ji (2021) mengenai peran investor institusi di Tiongkok dalam peningkatan tata kelola, dan menstabilkan pasarsaham di Tiongkok.

## 5. SIMPULAN

Struktur modal tidak berpengaruh terhadap valuasi pasar perusahaan IDX30 berdasarkan pengujian statistika dengan tingkat signifikansi 0,05. Hal ini menunjukkan para investor tidak secara langsung menghubungkan struktur modal yang dimiliki perusahaan dengan valuasi. Perusahaan yang tergabung dalam IDX30 telah diseleksi sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan oleh otoritas bursa dari seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap valuasi pasar perusahaan IDX30 berdasarkan pengujian statistika dengan tingkat signifikansi 0,01. Hal ini sesuai dengan pola perilaku *mental accounting* dari para investor yang memisahkan keuntungan modal dengan pendapatan dividen. Pendapatan dividen dapat dianggap sebagai hal yang positif ketika terjadi penurunan harga saham.

Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap valuasi pasar perusahaan IDX30 berdasarkan pengujian statistika dengan tingkat signifikansi 0,01. Pengendalian perusahaan oleh pemilik yang memiliki jumlah proporsi kepemilikan yang besar merupakan hal yang penting di luar negara yang menganut sistem hukum *common law*. Para investor secara eksplisit menghubungkan struktur kepemilikan yang dimiliki oleh institusi dengan valuasi yang dilakukan.

Penelitian selanjutnya dapat memilih klasifikasi perusahaan yang berbeda dalam mengkaji hubungan kausalitas antara struktur modal dengan valuasi pasar. Dalam penelitian ini, perusahaan yang diobservasi merupakan perusahaan yang memiliki kinerja baik sejumlah 30 perusahaan yang dievaluasi setiap enam bulan. Hasil yang berbeda dimungkinkan dapat diperoleh jika dilakukan observasi pada klasifikasi perusahaan yang berbeda.

## 6. LAMPIRAN

**Tabel 14.** Observasi Perusahaan IDX30 tahun 2018-2021

No.	Emiten dan Kode Emiten	Awal Periode Tercatat
1	PT Ace Hardware Indonesia Tbk. [ACES]	Februari dan Agustus 2020
2	PT Adaro Energy Tbk. [ADRO]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
3	PT Aneka Tambang Tbk. [ANTM]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
4	PT Astra International Tbk. [ASII]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
5	PT Bank Central Asia Tbk. [BBCA]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
6	PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk. [BBTN]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021

No.	Emiten dan Kode Emiten	Awal Periode Tercatat
7	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk. [BBRI]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
8	PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk. [BBTN]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
9	PT Bank Mandiri Tbk. (Persero) [BMRI]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
10	PT Global Mediacom Tbk. [BMTR]	Februari 2018
11	PT Barito Pacific Tbk. [BRPT]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari 2020; Agustus 2021
12	PT Bumi Serpong Damai Tbk. [BSDE]	Februari dan Agustus 2018
13	PT Bank BTPN Syariah Tbk. [BTPS]	Agustus 2020; Februari 2021
14	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk [CPIN]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
15	PT Erajaya Swasembada Tbk. [ERAA]	Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020
16	PT XL Axiata Tbk. [EXCL]	Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
17	PT Gudang Garam Tbk. [GGRM]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
18	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. {HMSP}	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
19	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk. [ICBP]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
20	PT Vale Indonesia Tbk. [INCO]	Februari dan Agustus 2020; Agustus 2021
21	PT Indofood Sukses Makmur Tbk. [INDF]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
22	PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk. [INKP]	Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
23	PT Indocement TungalPrakarsa Tbk. [INTP]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari 2021
24	PT Indo Tambangraya Megah Tbk. [ITMG]	Februari dan Agustus 2019
25	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk. [JPFA]	Februari dan Agustus 2020
26	PT Jasa Marga (Persero) Tbk. [JSMR]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019
27	PT Kalbe Farma [KLBF]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
28	PT Lippo Karawaci Tbk. [LPKR]	Februari 2018
29	PT Matahari Department Store Tbk. [LPPF]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019
30	PT Merdeka Copper Gold Tbk. [MDKA]	Februari dan Agustus 2021
31	PT Medco Energi International Tbk. [MEDC]	Agustus 2018; Februari 2019
32	PT Mitra Keluarga Karyasehat Tbk. [MIKA]	Agustus 2021
33	PT Media Nusantara Citra Tbk. [MNCN]	Februari dan Agustus 2020; Februari 2021
34	PT Perusahaan Gas Negara Tbk. [PGAS]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021

No.	Emiten dan Kode Emiten	Awal Periode Tercatat
35	PT Bukit Asam Tbk. [PTBA]	Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
36	PT PP (Persero) Tbk. [PTPP]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari 2020
37	PT Pakuwon Jati Tbk. [PWON]	Februari 2018; Februari 2021
38	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk. [SMGR]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
39	PT Sri Rejeki Isman Tbk. [SRIL]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019
40	PT Sawit Sumbermas Sarana Tbk. [SSMS]	Februari 2018
41	PT Tower Bersama Infrastructure Tbk. [TBIG]	Februari dan Agustus 2021
42	PT Timah (Persero) Tbk. [TINS]	Agustus 2021
43	PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk. [TKIM]	Februari dan Agustus 2021
44	PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk. [TLKM]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
45	PT Sarana Menara Nusantara Tbk. [TOWR]	Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
46	PT United Tractors Tbk. [UNTR]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
47	PT Unilever Indonesia Tbk. [UNVR]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari dan Agustus 2020; Februari dan Agustus 2021
48	PT Waskita Beton Precast Tbk. [WSBP]	Agustus 2018
49	PT Waskita Karya (Persero) Tbk. [WIKA]	Februari dan Agustus 2018; Februari dan Agustus 2019; Februari 2020

Sumber: data diolah penulis dari Bursa Efek Indonesia ("Indones. Stock Exch.," 2023)

## 7. DAFTAR PUSTAKA

- Berger, A. N., & Bonaccorsi di Patti, E. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065–1102. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426605001093>
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2019). *Intermediate Financial Management* (13th ed.). Boston: Cengage Learning Inc. Unless.
- Byoun, S. (2008). How and When Do Firms Adjust Their Capital Structures toward Targets? *The Journal of Finance*, 63(6), 3069–3096. [American Finance Association, Wiley]. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/20487958>
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771. John Wiley & Sons, Ltd. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- DeAngelo, H. (2022). The Capital Structure Puzzle: What Are We Missing? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 57(2), 413–454. Cambridge University Press.
- Demarzo, P. M. (2019). Presidential Address: Collateral and Commitment. *The Journal of Finance*, 74(4), 1587–1619. John Wiley & Sons, Ltd. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/jofi.12782>
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *The*

- Journal of Finance*, 44(1), 19–40. John Wiley & Sons, Ltd. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb02402.x>
- Graham, J. R., & Kumar, A. (2006). Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors. *The Journal of Finance*, 61(3), 1305–1336. John Wiley & Sons, Ltd. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00873.x>
- Hannan, E. J., & Quinn, B. G. (1979). The Determination of the Order of an Autoregression. *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological)*, 41(2), 190–195. [Royal Statistical Society, Wiley]. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2985032>
- IDX Index Fact Sheet ISSI 2022. (2023). *Indonesia Stock Exchange*. Retrieved from <https://www.idx.co.id/id/data-pasar/laporan-statistik/fact-sheet-index/>
- Indonesia Stock Exchange. (2023). *Indonesia Stock Exchange*. Retrieved from <https://www.idx.co.id/id>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. American Economic Association. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- Kaplan, S. N., & Minton, B. A. (1994). Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers. *Journal of Financial Economics*, 36(2), 225–258. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X94900256>
- Li, T., & Ji, Y. (2021). Institutional ownership and insider trading profitability: Evidence from an emerging market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 70, 101668. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927538X2100175X>
- López-de-Foronda, Ó., López-Iturriaga, F. J., & Santamaría-Mariscal, M. (2007). Ownership Structure, Sharing of Control and Legal Framework: international evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1130–1143. Wiley-Blackwell. Retrieved from <http://10.0.4.87/j.1467-8683.2007.00636.x>
- Morellec, E., Nikolov, B., & Schürhoff, N. (2012). Corporate Governance and Capital Structure Dynamics. *The Journal of Finance*, 67(3), 803–848. John Wiley & Sons, Ltd. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01735.x>
- La Porta, R., Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Good News for Value Stocks: Further Evidence on Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 52(2), 859–874. [American Finance Association, Wiley]. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2329502>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. John Wiley & Sons, Ltd. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Produk Index30. (2023). *Indonesia Stock Exchange*. Retrieved from <https://www.idx.co.id/produk/indeks/>
- Ruiz-Mallorquí, M. V., & Santana-Martín, D. J. (2011). Dominant institutional owners and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 35(1), 118–129. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426610002785>
- Shefrin, H. M., & Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253–282. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X84900254>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. John Wiley & Sons, Ltd. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Suzuki, J. (2012). The Hannan-Quinn Proposition for Linear Regression. *International Journal of Statistics and Probability*, 1(2), 179–185.