

SIZE DISCOUNT: BUKTI EMPIRIS DARI AKUISISI DI INDONESIA

Suherman

suherman@feunj.ac.id

Mirza Azhari

Gatot N. Ahmad

Universitas Negeri Jakarta

ABSTRACT

One of the corporate actions often carried out by the company is acquisition. The purpose of the acquisition is to enhance the firm value. However, empirical findings in developed capital markets such as the United States show that the acquisition lowers the value of the company (which is called as size discount) (Offenberg, 2010; Offenberg, et al., forthcoming). The purposes of this study are 1) to examine the effect of firm size on firm value in the context of acquisitions in developing capital market, particularly in Indonesia, and 2) to investigate whether the agency cost, level of diversification and growth opportunities moderate the relation between firm size and firm value. Sample of this research covers 35 acquiring-companies listed on Indonesia Stock Exchange between 2008 and 2012. Firm value is measured with Tobin's Q, firm size is measured with sales, agency cost is measured with cumulative abnormal returns, diversification is measured with business segments, and growth opportunity is measured with price to earning ratio (PER). Using unbalanced panel data (46 observations/46 acquisitions) and controlling for profitability, leverage and liquidity, the result shows that firm size significantly affects the firm value. In addition, agency cost, diversification and growth significantly moderate the relation between firm size and firm value.

Key words: acquisitions, firm size, firm value, agency cost, diversification, growth

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah 1) untuk menguji pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dalam konteks akuisisi di pasar modal berkembang, khususnya di Indonesia, dan 2) untuk menyelidiki apakah biaya agensi, tingkat diversifikasi dan kesempatan pertumbuhan memoderasi hubungan antara ukuran perusahaan dan nilai perusahaan. Sampel penelitian ini meliputi 35 perusahaan pengakuisisi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2008 dan 2012. Nilai perusahaan diukur dengan Tobin's Q, ukuran perusahaan diukur dengan penjualan, biaya keagenan diukur dengan tingkat pengembalian abnormal kumulatif, tingkat diversifikasi diukur dengan jumlah segmen bisnis yang dimiliki perusahaan, dan kesempatan pertumbuhan perusahaan diukur dengan rasio harga pasar saham dibagi laba per lembar saham. Dengan menggunakan data panel tidak seimbang (46 observasi/46 akuisisi) dan dikontrol oleh profitabilitas, hutang dan likuiditas, hasilnya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan secara signifikan mempengaruhi nilai perusahaan. Selain itu, biaya agensi, diversifikasi dan pertumbuhan secara signifikan memoderasi hubungan antara ukuran perusahaan dan nilai perusahaan.

Kata kunci: akuisisi, ukuran perusahaan, nilai perusahaan, biaya agensi, diversifikasi, pertumbuhan

PENDAHULUAN

Akuisisi merupakan keputusan strategi yang seringkali kontroversial dalam manajemen keuangan karena tidak hanya berhubungan dengan masalah bisnis dan keuangan tetapi juga menyangkut masalah

hukum, perpajakan, perijinan, manajemen bahkan budaya dari perusahaan tersebut. Akuisisi adalah pembelian atau pengambilalihan terhadap perusahaan lain (Brigham dan Daves, 2010). Sedangkan Akuisisi menurut UU No. 40 Tahun 2007 tentang

Perseroan Terbatas adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perorangan untuk mengambil alih saham perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas perseroan tersebut. Akuisisi tepat untuk memenuhi kekurangan sumber daya jika perusahaan yang diakuisisi memiliki sumber daya yang dibutuhkan. Di Indonesia aktivitas akuisisi masih terbilang sedikit jika dibandingkan dengan negara maju seperti Amerika Serikat. Setiap perusahaan yang melakukan akuisisi, tentu akan meningkatkan ukuran perusahaan karena merupakan peleburan dari dua perusahaan atau lebih (Pearce dan Robinson, 2008). Akuisisi diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan, walaupun pada banyak kasus akuisisi justru berdampak pada menurunnya nilai perusahaan.

Fenomena bertambahnya ukuran perusahaan dan berkurangnya nilai perusahaan akibat akuisisi disebut *size discount* (Offenberg, 2010; Offenberg, *et al.*, *forth coming*). *Size discount* menjadi topik yang sangat menarik untuk dibahas karena bertentangan dengan teori skala ekonomi. Case dan Ray (2007) mengatakan dalam teori skala ekonomi dijelaskan bahwa dengan meningkatnya skala operasi akan didapat berbagai keuntungan ekonomis seperti efisiensi, kenaikan penerimaan dan menurunkan risiko. Himmelberg *et al.* (1999) mengatakan perusahaan besar biasanya mempekerjakan manajer yang lebih terampil daripada perusahaan kecil sehingga perusahaan besar memiliki keuntungan yang tentu diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sangat menarik untuk diteliti lebih jauh apakah dalam konteks di pasar modal Indonesia fenomena *size discount* terjadi, atau malah sebaliknya sesuai dengan teori skala ekonomi yang mengatakan bahwa semakin besar skala operasi suatu perusahaan, semakin tinggi efisien dan selanjutnya akan berdampak meningkatkan nilai perusahaan.

Pada penelitian ini, peneliti juga menggunakan beberapa variabel moderating

seperti biaya keagenan, tingkat diversifikasi, dan kesempatan pertumbuhan perusahaan. Offenberg (2010) mengungkapkan bahwa fenomena *size discount* dapat dijelaskan oleh biaya agensi. Pada kasus akuisisi, manager bisa saja memiliki kepentingan lain selain meningkatkan nilai perusahaan seperti kepentingan meningkatkan kesejahteraan diri sendiri. Mohammed (2013) mengungkapkan bahwa biaya agensi merupakan tingkat efisiensi manajer dalam hal pengelolaan aset perusahaan untuk menghasilkan pendapatan. Apabila manajer memiliki kepentingan untuk meningkatkan nilai perusahaan tentu manajer tidak akan boros menggunakan sumber daya perusahaan sehingga perusahaan pun menjadi efisien. Yermack (2006) mengemukakan bahwa penggunaan pesawat jet perusahaan oleh manajer berdampak pada pengurangan kesejahteraan pemegang saham. Penggunaan fasilitas perusahaan secara boros merupakan biaya agensi sebab menimbulkan konflik antara manajer dan pemilik.

Biaya agensi akan berdampak pada meningkatnya beban perusahaan disebabkan biaya yang ditimbulkan oleh manager tidak memiliki manfaat baik bagi perusahaan maupun bagi pemilik. Fenomena *size discount* dapat pula terjadi akibat perusahaan makin terdiversifikasi dimana perusahaan mengakuisisi perusahaan lain. Santos, *et al.* (2008) mengatakan akuisisi yang tidak terkait dengan bisnis lini utama perusahaan mengurangi nilai perusahaan. Selain biaya agensi dan diversifikasi, *size discount* dapat dijelaskan oleh kesempatan pertumbuhan yang dimiliki perusahaan. Reyna dan Encalada (2012) menemukan ukuran perusahaan berbanding terbalik dengan nilai perusahaan hanya terjadi pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah. Claessens, *et al.* (2002) mengemukakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan.

Kontribusi penelitian ini adalah 1) sepengetahuan peneliti, penelitian ini adalah penelitian kali pertama mengenai feno-

mena *size discount* dalam konteks akuisisi di Indonesia. Penelitian-penelitian terdahulu mengenai hubungan ukuran perusahaan dan nilai perusahaan di Indonesia adalah bukan dalam konteks akuisisi (lihat antara lain; Rupilu, 2011; Nuraina, 2012; Marhamah, 2013; Imron, *et. al.*, 2013; Dewi dan Wirajaya, 2013), 2) penelitian *size discount* kebanyakan dilakukan di pasar modal maju seperti di Amerika Serikat. Penelitian *size discount* di pasar modal berkembang, khususnya di Indonesia, memperluas penelitian-penelitian terdahulu.

Hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa fenomena *size discount* signifikan terjadi di Indonesia, yaitu ukuran perusahaan berpengaruh negatif kepada nilai perusahaan. Lebih jauh, biaya keagenan, tingkat diversifikasi, dan pertumbuhan signifikan memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya pada bagian berikut ditulis mengenai tinjauan teoretis dan perumusan hipotesis, metodologi penelitian, hasil dan pembahasan, dan simpulan dan saran.

TINJAUAN TEORETIS

Berdasarkan penelitian Daines (2001), Claessens, *et al.* (2002), Dhaoui (2010), Ibrahim dan Samad (2011), Jo dan Harjoto (2011), Abdullah, *et al.* (2014) diketahui bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Offenberg (2010) dan Offenberg, *et al.* (*forthcoming*) mengungkapkan bahwa fenomena *size discount* terjadi pada kasus akuisisi. Hasil penelitian tersebut mengindikasikan adanya kelemahan menjadi perusahaan besar.

Perusahaan besar biasanya memiliki pemegang saham yang tersebar di banyak pemilik dan mempekerjakan banyak karyawan sehingga untuk terjadinya konflik kepentingan lebih mungkin akan terjadi. Perusahaan besar juga memungkinkan terjadinya *free-rider*. Sistem birokrasi pada perusahaan besar biasanya rumit sehingga terjadi ketidakefisiensian dalam pengambilan keputusan.

H₁: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

Offenberg (2010) mengatakan bahwa fenomena *size discount* dapat dijelaskan oleh biaya agensi. Jensen dan Meckling (1976) mengungkapkan bahwa biaya agensi adalah biaya yang muncul akibat perbedaan kepentingan antara manager dengan pemilik. Perbedaan kepentingan tersebut menyebabkan manager tidak selalu mengutamakan nilai perusahaan sebagai tujuan utamanya. Yermack (2006) mengatakan bahwa penggunaan pesawat jet perusahaan oleh manager berdampak pada pengurangan kesejahteraan pemegang saham. Penggunaan fasilitas perusahaan secara boros merupakan biaya agensi dan ini menimbulkan konflik antara manager dan pemilik. Pada kasus akuisisi, manager bisa saja memiliki kepentingan lain selain meningkatkan nilai perusahaan seperti kepentingan meningkatkan kesejahteraan diri sendiri. Biaya agensi akan berdampak pada meningkatnya beban perusahaan disebabkan biaya yang ditimbulkan oleh manager tidak memiliki manfaat baik bagi perusahaan maupun bagi pemilik. Ibrahim dan Samad (2011) mengatakan baik manager maupun pemegang saham harus memiliki satu tujuan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Manager adalah *agent* yang mengelola kegiatan perusahaan sehingga tindakan manager akan menentukan nilai perusahaan. Pemilikpun dapat mengontrol tindakan manager agar tidak menyimpang dari tujuannya yaitu memaksimalkan nilai perusahaan.

Goranova, *et al.* (2010) mengatakan konflik keagenan akan muncul pada saat pemilik fokus pada nilai perusahaan pengakuisisi dan nilai perusahaan diakuisisi, dengan kata lain fokus yang terpecah-pecah membuat kurangnya kontrol dari pemilik kepada manager. Sangatlah penting bagi manager dan pemilik untuk memiliki kepentingan yang sama. Wang (2010) menemukan bahwa biaya agensi mempengaruhi nilai perusahaan. Hubungan antara ukuran perusahaan dengan nilai perusaha-

an akan diperkuat oleh biaya agensi karena semakin besar biaya agensi mengindikasikan manajer memiliki kepentingan yang berbeda dengan pemilik.

H₂: Biaya agensi memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan

Fenomena *size discount* dapat pula terjadi akibat perusahaan makin terdiversifikasi dimana perusahaan mengakuisisi perusahaan lain. Penelitian yang dilakukan oleh Lang dan Stulz (1994), Berger dan Ofek (1995), Daines (2001), Lamont dan Polk (2002), Baek, *et al.* (2004), dan Hoechle, *et al.* (2012) menunjukkan bahwa strategi diversifikasi justru mengurangi nilai perusahaan. Dengan kata lain perusahaan yang mengubah operasional dari *single-segment* menjadi *multi-segment* akan berdampak pada berkurangnya nilai perusahaan. Hal tersebut mungkin saja terjadi apabila penilaian investor bukan berdasarkan tingkat risiko. Offenberg (2010) menemukan perusahaan diversifikasi memiliki ukuran perusahaan yang besar tetapi nilai perusahaan yang rendah sedangkan perusahaan *single-segment* adalah perusahaan kecil tetapi memiliki nilai perusahaan yang tinggi. Menambah segmentasi perusahaan menjadi *multi-segment* berarti meningkatkan ukuran perusahaan sebab secara umum diversifikasi dilakukan dua cara yaitu pendirian perusahaan baru atau melalui merger dan akuisisi. Santos *et al.* (2008) mengatakan akuisisi yang tidak terkait dengan bisnis lini utama perusahaan mengurangi nilai perusahaan. Baek, *et al.* (2004) mengungkapkan semakin banyak jenis usaha yang dikelola, semakin besar tingkat kompleksitas manajer dalam mengelola perusahaannya. Ini mengakibatkan turunnya nilai perusahaan.

H₃: Tingkat diversifikasi memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan

Reyna dan Encalada (2012) menemukan ukuran perusahaan berbanding terbalik dengan nilai perusahaan hanya terjadi pada

perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah, sedangkan pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi berhubungan positif. Jo dan Harjoto (2011) dan Abdullah, *et al.* (2014) mengungkapkan bahwa tingkat pertumbuhan secara positif mempengaruhi nilai perusahaan. Perusahaan yang menginvestasikan dananya dalam proyek yang menguntungkan tentu diharapkan akan meningkatkan tingkat pengembalian di masa depan. Melalui akuisisi, perusahaan dapat meningkatkan tingkat pertumbuhan apabila perusahaan yang diakuisisinya memiliki prospek baik dimasa depan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan yang mengakuisisi. Akan tetapi bila akuisisi tidak berhasil meningkatkan tingkat pertumbuhan maka akuisisi hanya berdampak pada peningkatan ukuran perusahaan saja, tidak diikuti dengan nilai perusahaan. Claessens, *et al.* (2002) mengatakan perusahaan kecil mempunyai prospek pertumbuhan yang lebih baik daripada perusahaan besar. Hal tersebut dapat disebabkan perusahaan besar sudah mencapai titik jenuh sehingga sulit meningkatkan tingkat pertumbuhan.

H₄: Pertumbuhan memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan teknik *Purposive Sampling* dalam menentukan sampel. Sampel yang diambil dari KPPU dan OJK harus memiliki kriteria sebagai berikut: (1). Perusahaan pengakuisisi yang sudah *go public* terdaftar di BEI pada periode 2008-2012. (2). Bukan perusahaan sektor keuangan. (3). Tersedianya kelengkapan data. Sampel penelitian terlihat pada tabel 1.

Metode pengumpulan data yang digunakan pada penelitian ini adalah metode dokumentasi yang mengumpulkan data akuisisi berdasarkan pada komisi pengawasan persaingan usaha (KPPU) dan kantor OJK. Tanggal akuisisi dan informasi segmen perusahaan didapatkan dari laporan-

Tabel 1
Sampel Penelitian

Kriteria Sampel	Perusahaan pengakuisisi
Perusahaan pengakuisisi pada data KPPU dan OJK	90
Bukan perusahaan go publik yang terdaftar di BEI periode 2008-2012	(49)
Perusahaan keuangan	(4)
Tidak tersedianya kelengkapan data	(1)
Outlier	(1)
Total perusahaan yang dijadikan sampel	35

Sumber : Diolah penulis

an tahunan perusahaan masing-masing di situs Bursa Efek Indonesia.

Data *PER*, *profitability*, *leverage*, *liquidity*, *firm sizedan Tobin's q* didapatkan/dihitung dari ICMD ECFIN (*Institute for Economics and Financial Research*). *Return* saham didapatkan dari situs *yahoo finance*.

Data yang digunakan oleh peneliti adalah data sekunder. Berikut tahapan yang dilakukan oleh peneliti dalam mengumpulkan data, yaitu: 1). Mengakses situs <http://kppu.go.id/> dan mendatangi kantor OJK untuk mengetahui perusahaan-perusahaan yang melakukan akuisisi. 2). Mengakses situs <http://idx.co.id/> untuk mendapatkan laporan tahunan pengakuisisi pada periode 2008–2012. 3). Mendapatkan data ICMD dari ECFIN. 4). Mengakses situs <http://sahamok.com>, ICMD ECFIN dan laporan tahunan untuk menghitung *tobin's q* dan situs <http://duniainvestasi.com/> untuk menghitung biaya agensi.

Variabel Penelitian

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah harga yang dianggap layak sehingga investor bersedia untuk membayarnya. Nilai perusahaan diprosikan oleh *tobin's q*. Rumus *tobin's q* adalah: $Tobin's\ q = (EMV + D) / TA$

dimana:

EMV = Jumlah saham biasa perusahaan yang beredar dikali dengan harga penutupan saham

D = Nilai buku dari total hutang

TA = Nilai buku total aktiva perusahaan

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan nilai yang menyatakan besar kecilnya suatu perusahaan. Ukuran perusahaan dinyatakan dalam penjualan perusahaan diakhir tahun. Rumus ukuran perusahaan adalah: $Size = LnSales$

Biaya Keagenan

Biaya Agensi adalah biaya yang dikeluarkan oleh pemilik dalam rangka menjamin manager menjalankan tugasnya sesuai dengan keinginan pemilik. Biaya agensi disebabkan pemilik dan manager memiliki kepentingan yang berbeda. Biaya agensi diprosikan oleh *cumulative abnormal return* (CAR). Penelitian ini mengikuti Offenberg (2010) menggunakan periode 8 hari yaitu, 5 hari sebelum dan 2 hari sesudah pengumuman. Goranova, *et al.* (2010) mengatakan periode yang panjang akan menjadi bias sebab akan mengambil dampak dari *corporate action* selain akuisisi. Langkah-langkah menghitung CAR adalah:

1. Menghitung *actual return* dari masing-masing data harga saham selama periode penelitian dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-i}}$$

dimana:

P_{it} = harga saham i pada hari t

P_{it-1} = harga saham i pada hari t-1

R_{it} = *actual return* saham i pada hari t

2. Menghitung *return* pasar selama periode peristiwa, dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHSg_t - IHSg_{t-1}}{IHSg_{t-1}}$$

dimana:

IHSg_t = IHSg pada hari t
 IHSg_{t-1} = IHSg pada hari t-1
 R_{mt} = *return* pasar pada hari t

3. Menghitung koefisien regresi β_i dan α_i dengan rumus:

$$\beta_i = \frac{n \sum_{t=1}^n R_{mt} R_{it} - \sum_{t=1}^n R_{mt} \sum_{t=1}^n R_{it}}{n \sum_{t=1}^n R_{mt}^2 - \left(\sum_{t=1}^n R_{mt} \right)^2}$$

$$\alpha_i = \frac{\sum_{t=1}^n R_{it} - \beta_i \sum_{t=1}^n R_{mt}}{n}$$

dimana:

n = jumlah sampel penelitian

4. Setelah menghitung koefisien β_i dan α_i diperoleh *expected return* dihitung dengan menggunakan *single market model*, yaitu:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

dimana:

R_{mt} = *return* pasar pada t
 α_i = *return* saham i yang tidak terpengaruh pasar
 β_i = tingkat pengaruh *return* pasar terhadap *estimated return* saham I

E (R_{it}) = *expected return* untuk saham i pada hari t

5. Menghitung besarnya *abnormal return* untuk setiap saham yang diteliti selama periode peristiwa dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

dimana:

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada hari t

6. Menghitung *cumulative abnormal return*

untuk setiap perusahaan yang diteliti dengan *event window* (-5,2). Rumus CAR adalah: CAR = $\sum AR$

Diversifikasi

Diversifikasi adalah jumlah segmentasi yang dioperasikan oleh perusahaan.

$$\text{Diversifikasi} = \sum \text{Segmen}$$

Tingkat pertumbuhan

Tingkat pertumbuhan adalah gambaran prospek perusahaan di masa depan. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan menggambarkan semakin baik prospek perusahaan dimasa depan. Tingkat pertumbuhan diprosikan oleh *price earning ratio* (PER) dengan rumus:

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{EPS}}$$

dimana:

EPS = *earning per share*

Profitabilitas

Profitabilitas adalah jumlah pendapatan bersih yang dihasilkan dari aset-aset perusahaan. *Profitabilitas* diprosikan oleh *return on asset* (ROA) dengan rumus:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

Leverage

Leverage adalah sumber dana eksternal yang dimana dana tersebut memiliki kewajiban pembayaran bunga. *Leverage* diprosikan oleh *debt to assets ratio* (DAR) dengan rumus:

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

Liquidity

Liquidity adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban yang jatuh tempo. Likuiditas diprosikan oleh *Cash to sales ratio* (Offenberg, 2010) dengan rumus:

$$\text{CS} = \frac{\text{Kas}}{\text{Penjualan}}$$

Persamaan Regresi

Penelitian ini menggunakan analisis regresi dengan data panel *unbalanced*. Model persamaan regresi yang digunakan pada penelitian ini adalah:

$$\text{Tobin's } q_{it} = a + \beta_1 \text{size}_{it} + \beta_2 \text{CAR}_{it} + \beta_3 \text{size}_{it} * \text{CAR}_{it} + \beta_4 \text{Diversification}_{it} + \beta_5 \text{size}_{it} * \text{Diversification}_{it} + \beta_6 \text{PER}_{it} + \beta_7 \text{size}_{it} * \text{PER}_{it} + \beta_8 \text{ROA}_{it} + \beta_9 \text{DAR}_{it} + \beta_{10} \text{CS}_{it} + \epsilon_{it}$$

dimana :

Tobin's q = Nilai perusahaan

Size = Ukuran perusahaan (Ln Penjualan)

CAR = Biaya agensi (*Cummulative abnormal return*)

Diversification = Jumlah segmen usaha

PER = Tingkat pertumbuhan (PER)

Size * CAR = interaksi antara *size* dan *agency cost*

Size * Diversification = interaksi antara *size* dan *diversification*

Size * PER = interaksi antara *size* dan *growth opportunities*

ROA = Profitabilitas (*return on assets*)

DAR = Hutang (*debt to total assets*)

CS = Likuiditas (*cash to sales*)

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif untuk Tobin's q , Size, CAR, Diversifikasi, PER, ROA, DAR dan CS pada perusahaan pengakuisisi yang terdaftar di bursa efek Indonesia periode 2008-2012 seperti pada tabel 2. Tabel 2 menunjukkan bahwa jumlah sampel atau n data valid yang diteliti adalah 46 observasi. Nilai standar deviasi Tobin's q adalah 1.58 dengan nilai rata-rata Tobin's q adalah sebesar 2.18. Standar deviasi Tobin's q lebih kecil dari pada rata-rata (mean) yang mengindikasikan bahwa rasio Tobin's q selama periode penelitian berada pada fluktuatif serta variabilitas yang rendah. Tobin's q tertinggi sebesar 9.6 dimiliki oleh PT. Hanson International Tbk. (2010) dan Tobin's q terendah sebesar 0.67 dimiliki oleh PT. Bintang Mitra Semestaraya Tbk. (2009).

Nilai standar deviasi Size adalah 25 triliun dengan nilai rata-rata Size adalah sebesar Rp. 10 triliun. Standar deviasi Size lebih kecil daripada rata-rata (mean) yang mengindikasikan bahwa Size selama periode penelitian berada pada fluktuatif serta variabilitas yang rendah. Size tertinggi sebesar Rp. 163 triliun dimiliki oleh PT Astra International Tbk. (2011) dan Size terendah sebesar Rp. 20 miliar dimiliki oleh PT Sugih Energy Tbk. (2012).

Nilai standar deviasi CAR adalah 0.16 dengan nilai rata-rata CAR adalah sebesar 0.03. Standar deviasi CAR lebih besar dari pada rata-rata (mean) yang mengindikasikan bahwa rasio CAR selama periode penelitian berada pada fluktuatif serta variabilitas yang tinggi. CAR tertinggi sebesar 0.33 dimiliki oleh PT Nusantara Infrastrukture Tbk. (2010) dan CAR terendah sebesar -0.82 dimiliki oleh PT Bumi Resources Tbk. (2009). Rendahnya CAR yang dimiliki PT Bumi Resources Tbk. Mengindikasikan bahwa pemilik melepas kepemilikannya dengan harga yang murah pada saat perusahaan melakukan strategi akuisisi.

Nilai standar deviasi Diversifikasi adalah 1.69 dengan nilai rata-rata Diversifikasi adalah sebesar 3.19. Standar deviasi Diversifikasi lebih kecil daripada rata-rata (mean) yang mengindikasikan bahwa Diversifikasi selama periode penelitian berada pada fluktuatif serta variabilitas yang rendah. Diversifikasi tertinggi sebesar 7 dimiliki oleh PT Intiland Development Tbk. (2012 dan 2011) dan Diversifikasi terendah sebesar 1 dimiliki oleh 7 perusahaan Go Public dalam periode penelitian.

Nilai standar deviasi PER adalah 111.78 dengan nilai rata-rata PER adalah sebesar 32.44. Standar deviasi PER lebih besar dari pada rata-rata (mean) yang mengindikasikan bahwa rasio PER selama periode penelitian berada pada fluktuatif serta variabilitas yang tinggi.

PER tertinggi sebesar 616.94 dimiliki oleh PT. Rukun Rahaja Tbk. (2010) sebab

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	TOBINS_	SIZE		DIVERSIFI				
	Q	(dalam jutaan)	CAR	KASI	PER	ROA(%)	DAR	CS
Mean	2.1895	10222881	0.0302	3.1956	32.4459	6.4432	0.5641	0.4106
Median	1.6582	2481892	0.0173	3.0000	13.9550	6.2200	0.5200	0.1433
Maximum	9.6676	1.63E+08	0.3326	7.0000	616.9400	33.6200	1.8400	3.1690
Minimum	0.6714	20071.00	-0.8244	1.0000	-145.3800	-32.1600	0.1600	0.0068
Std. Dev.	1.5812	25140884	0.1686	1.6946	111.7834	11.3980	0.2862	0.5684
Observations	46	46	46	46	46	46	46	46

pada tahun tersebut perusahaan mengalami peningkatan pendapatan yang signifikan akibat dari penggunaan utang untuk membiayai proyek-proyek yang menguntungkan. PER terendah sebesar -145.38 dimiliki oleh PT Sugih Energy Tbk. (2012).

Nilai standar deviasi ROA adalah 11.39% dengan nilai rata-rata ROA adalah sebesar 6.44% yang berarti bahwa secara rata-rata tiap penggunaan Rp. 100 aset menghasilkan laba bersih sebesar Rp. 6. Standar deviasi ROA lebih besar daripada rata-rata (mean) yang mengindikasikan bahwa rasio ROA selama periode penelitian berada pada fluktuatif serta variabilitas yang tinggi. ROA tertinggi sebesar 33.62% dimiliki oleh PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk. (2011) dan ROA terendah sebesar -32.16% dimiliki oleh PT Mitra International Resources Tbk. (2012).

Nilai standar deviasi DAR adalah 0.28 dengan nilai rata-rata DAR adalah sebesar 0.56. Standar deviasi DAR lebih kecil dari pada rata-rata (mean) yang mengindikasikan bahwa rasio DAR selama periode penelitian berada pada fluktuatif serta variabilitas yang rendah. DAR tertinggi sebesar 1.84 dimiliki oleh PT. Hanson International Tbk. (2010) yang berarti bahwa perusahaan lebih banyak menggunakan hutang dari

pada dana internal untuk membiayai aset perusahaan. DAR terendah sebesar 0.16 dimiliki oleh PT Sugih Energy Tbk. (2012).

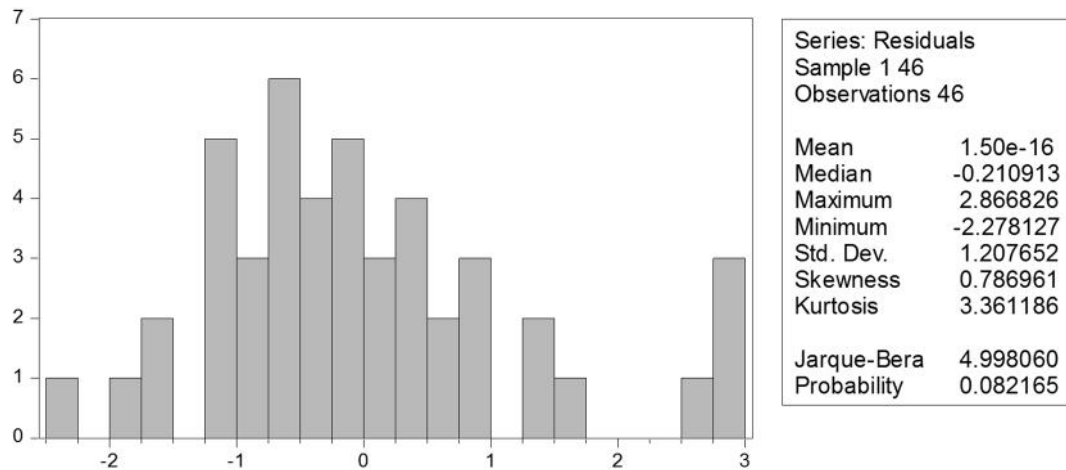
Nilai standar deviasi CS adalah 0.56 dengan nilai rata-rata CS adalah sebesar 0.41. Standar deviasi CS lebih besar dari pada rata-rata (mean) yang mengindikasikan bahwa rasio CS selama periode penelitian berada pada fluktuatif serta variabilitas yang tinggi. CS tertinggi sebesar 3.16 dimiliki oleh PT Royal Oak Development Asia Tbk. (2012) dan CS terendah sebesar 0.006 dimiliki oleh PT. Hanson International Tbk. (2010).

Uji Normalitas

Uji normalitas menggunakan metode Jarque Bera dengan software Eviews 7.0. Model dianggap berdistribusi normal bila probabilitas Jarque-Bera hitung lebih besar dari 0.05. Gambar 1 menunjukkan distribusi normal karena nilai probabilitasnya lebih besar dari 0,05.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan dengan menggunakan Pearson Correlation Matrix pada Eviews 7.0. Variabel terindikasi terkena mutikolinearitas tinggi apabila nilai koefisien korelasi lebih besar dari 0,8.



Gambar 1
Hasil Uji Normalitas

Berdasarkan hasil pengujian multikolinearitas, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi fenomena multikolinearitas yang tinggi karena seluruh koefisien korelasi antar variabel masih di bawah 0,8.

Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas dilakukan dengan Uji White pada Eviews. Apabila nilai probabilitas Obs*R-squared lebih besar dari $\alpha=5\%$ maka model bebas dari fenomena heteroskedastisitas.

Dari tabel 4 diketahui bahwa model bebas dari fenomena heteroskedastisitas dengan nilai probabilitas Obs*R-squared > 0.05.

Uji Autokorelasi

Untuk mengidentifikasi adanya auto-

korelasi maka dilakukan uji Breusch-Godfrey dengan menggunakan lag 2. Apabila nilai probabilitas Obs*R-squared lebih besar dari $\alpha=5\%$ maka model bebas dari fenomena autokorelasi.

Pada tabel 5 diketahui bahwa model bebas dari autokorelasi karena nilai probabilitas Obs*R-squared lebih besar dari 0,05. Hal tersebut mengindikasikan, bahwa tidak ada hubungan antara residual satu observasi dengan residual observasi lainnya.

Untuk mendapatkan model regresi yang terbaik terlebih dahulu ditentukan jenis data panel apa yang paling baik untuk model penelitian. Terdapat tiga pilihan yaitu: *Pooled Ordinary Least Square (POLS)*, *Fixed Effect Model (FEM)*, atau *Random Effect Model (REM)*.

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinearitas

	DIVERSIFIK						
	SIZE	CAR	ASI	PER	ROA	DAR	CS
SIZE	1.000000	-0.182312	0.219164	-0.107753	0.244012	-0.168337	-0.309415
CAR	-0.182312	1.000000	-0.017222	-0.078289	-0.078309	-0.204473	0.187368
DIVERSIFIKASI	0.219164	-0.017222	1.000000	0.084038	-0.103206	-0.070880	-0.233070
PER	-0.107753	-0.078289	0.084038	1.000000	0.070805	0.164697	0.027357
ROA	0.244012	-0.078309	-0.103206	0.070805	1.000000	0.003271	-0.083976
DAR	-0.168337	-0.204473	-0.070880	0.164697	0.003271	1.000000	-0.224630
CS	-0.309415	0.187368	-0.233070	0.027357	-0.083976	-0.224630	1.000000

Tabel 4
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	2.243388	Prob. F(10,35)	0.0380
Obs*R-squared	17.96777	Prob. Chi-Square(10)	0.0555
Scaled explained SS	12.28046	Prob. Chi-Square(10)	0.2667

Tabel 5
Hasil Uji Autokorelasi

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.837881	Prob. F(2,33)	0.1751
Obs*R-squared	4.610267	Prob. Chi-Square(2)	0.0997

Uji Chow

Langkah pertama yang dilakukan adalah uji Chow untuk mengetahui jenis POLS atau bukan yang tepat untuk model tersebut. Dan hipotesis yang akan diuji dalam pengujian ini adalah:

H_0 : Pooled least square

H_a : Fixed effect

Apabila nilai probabilitas χ^2 lebih kecil dari $\alpha=5\%$ maka H_0 ditolak. Dengan kata lain, model yang tepat adalah bukan POLS dan akan dilakukan uji berikutnya, yaitu uji hausman.

Pada Tabel 6 diketahui bahwa hasil uji Chow pada model menunjukkan nilai probabilitas *Chi-square* sebesar 0,00 lebih kecil dari 0,05. Maka H_0 ditolak, sehingga bukan metode POLS yang tepat untuk model ini dan selanjutnya dilakukan uji Hausman.

Uji Hausman

Langkah selanjutnya yang dilakukan adalah uji Hausman untuk mengetahui jenis

Random Effect Model atau bukan yang tepat untuk model tersebut. Dan hipotesis yang akan diuji dalam pengujian ini adalah:

H_0 : Fixed effects model

H_a : Random effects model

Bila mendapatkan nilai probabilitas χ^2 lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ maka H_0 diterima, sehingga FEM yang paling tepat digunakan. Sebaliknya χ^2 lebih besar dari $\alpha = 5\%$ maka H_0 ditolak. Dengan kata lain, model REM yang dipakai.

Hasil Uji Hausman pada Tabel 7 menunjukkan nilai probabilitas sebesar $0,0000 < 0,05$, maka H_0 diterima. Artinya, *Fixed Effects Model* yang paling tepat untuk digunakan.

Hasil Regresi

Pengaruh *Size* terhadap Tobin's q

Tabel 8 menunjukkan nilai koefisien dari variabel *size* sebesar -5.007. artinya, pengaruh *size* terhadap tobin's q adalah negative.

Tabel 6
Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	262.515756	(34,1)	0.0489
Cross-section Chi-square	418.452048	34	0.0000

Tabel 7
Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	386.729703	10	0.0000

Tabel 8
Hasil Uji Regresi

Dependent Variable: TOBINS_Q					
Method: Panel Least Squares					
Date: 04/15/14 Time: 08:01					
Sample: 2008 2012					
Periods included: 5					
Cross-sections included: 35					
Total panel (unbalanced) observations: 46					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
SIZE	-5.007234	0.546397	-9.164093	0.0692	
CAR	-1.909170	0.463627	-4.117902	0.1517	
SIZEXCAR	0.099669	0.004177	23.86238	0.0267	
DIVERSIFIKASI	-0.349670	0.056741	-6.162525	0.1024	
SIZEXDIVERSIFICATION	0.109241	0.008106	13.47699	0.0472	
PER	-0.640944	0.026652	-24.04854	0.0265	
SIZEXPER	0.108558	0.004513	24.05605	0.0264	
ROA	0.052333	0.005540	9.446339	0.0671	
DAR	8.468516	0.233932	36.20083	0.0176	
CS	-2.458241	0.134177	-18.32092	0.0347	
C	28.33782	3.644646	7.775190	0.0814	
Effects Specification					
Cross-section fixed (dummy variables)					
R-squared	0.999935	Mean dependent var	2.189563		
Adjusted R-squared	0.997059	S.D. dependent var	1.581222		
S.E. of regression	0.085745	Akaike info criterion	-3.947008		
Sum squared resid	0.007352	Schwarz criterion	-2.158119		
Log likelihood	135.7812	Hannan-Quinn criter.	-3.276879		
F-statistic	347.7796	Durbin-Watson stat	5.431049		
Prob(F-statistic)	0.042521				

Nilai probabilitas pada variabel *size* adalah $0.0692 < 0,10$. Maka, *size* berpengaruh signifikan terhadap tobin's q pada tingkat kepercayaan 90%. Moller, *et al.* (2004), Offenber (2009 dan 2010), dan Offenber, *et al.* (*forthcoming*) menemukan perusahaan besar seringkali mengakuisisi perusahaan

lain dengan harga yang tinggi dibandingkan dengan transaksi yang dilakukan perusahaan kecil. Himmelberg, *et al.* (1999) mengatakan bahwa perusahaan besar memiliki biaya agensi yang besar dari pada perusahaan kecil.

Penelitian ini sesuai dengan Ibrahim dan Samad (2011), Jo dan Harjoto (2011), Dhaoui (2010) yang menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Size* terhadap Tobin's *q* dimoderasi oleh CAR

Nilai probabilitas pada variabel *size-car* adalah $0.0267 < 0,05$ (lihat Tabel 8) yang artinya biaya agensi adalah variabel moderasi pada tingkat kepercayaan 95%. Offenber (2010) menemukan penyebab dari *size discount* adalah ketidakmampuan pemilik dalam menekan biaya agensi sebab biaya agensi mengindikasikan adanya perbedaan kepentingan antara manager dengan pemilik. Penelitian ini sesuai dengan Offenber (2010) yang menyatakan bahwa biaya agensi adalah variabel yang memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Size* terhadap Tobin's *q* dimoderasi oleh Diversifikasi

Nilai probabilitas pada variabel *size-diversifikasi* adalah $0.0472 < 0,05$ (lihat Tabel 8). artinya diversifikasi adalah variabel moderasi pada tingkat kepercayaan 95%. Offenber (2010) menemukan perusahaan diversifikasi memiliki ukuran perusahaan yang besar tetapi nilai perusahaan yang rendah sedangkan perusahaan *single-segment* adalah perusahaan kecil tetapi memiliki nilai perusahaan yang tinggi. Berger dan Ofek (1995) menemukan pada perusahaan diversifikasi, kerugian suatu segmen yang menjadi beban bagi segmen lain yang berkinerja baik. Penelitian ini sesuai dengan Offenber (2010) yang menyatakan bahwa diversifikasi adalah variabel yang memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Size* terhadap Tobin's *q* dimoderasi oleh PER

Nilai probabilitas pada variabel *size-per* adalah $0.0264 < 0,05$ (lihat Tabel 8). artinya tingkat pertumbuhan adalah varia-

bel moderasi pada tingkat kepercayaan 95%. Reyna dan Encalada (2012) menemukan *size discount* hanya terjadi pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah. Claessens, *et al.* (2002) mengatakan perusahaan kecil mempunyai prospek pertumbuhan yang lebih baik daripada perusahaan besar.

Pengaruh variabel kontrol (ROA, DAR dan CS) terhadap Tobin's *q*

ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap tobin's *q* pada tingkat kepercayaan 90% (lihat Tabel 8). Hasil ini sesuai dengan Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) yang menyatakan bahwa ROA berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan sebab perusahaan dengan laba yang tinggi dapat mampu melakukan pendanaan dengan kas internal sehingga memiliki kewajiban bayar bunga yang rendah dan laba yang tinggi juga dapat didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. DAR berpengaruh positif dan signifikan terhadap tobin's *q* pada tingkat kepercayaan 95% (lihat Tabel 8). Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) mengatakan penggunaan hutang akan memberikan keuntungan dari *tax shield*. Hasil ini sesuai dengan Wulandari (2006) yang menyatakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan sebab dengan adanya modal asing maka manajemen perusahaan dituntut untuk berusaha mengoptimalkan pemakaian modal asing tersebut. CS berpengaruh negatif signifikan terhadap tobin's *q* pada tingkat kepercayaan 95% (lihat Tabel 8). Hasil tersebut menunjukkan semakin banyak uang kas yang dipegang oleh perusahaan maka semakin rendah nilai perusahaan sebab uang tersebut tidak diputar kembali oleh perusahaan sehingga menyebabkan *opportunity cost* yang besar. Ini sesuai dengan Palepu (1986) yang menyatakan likuiditas berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Hasil diatas menunjukkan bahwa ukuran perusahaan signifikan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (feno-

mena *size discount* signifikan terjadi) dalam konteks akuisisi di Indonesia. Pengaruh tersebut diperkuat (dimoderasi) secara signifikan oleh biaya keagenan, tingkat diversifikasi, dan pertumbuhan perusahaan. Diduga bahwa para manager mempunyai kepentingan-kepentingan lain seperti kepentingan meningkatkan kesejahteraan diri sendiri daripada meningkatkan kepentingan pemegang saham (atau adanya tindakan-tindakan tersembunyi dari manajer puncak yang berakibat pada berkurangnya kesejahteraan pemegang saham).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dan faktor-faktor yang memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil uji analisis regresi, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut: (1). Ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. (2). Biaya keagenan, tingkat diversifikasi, dan kesempatan pertumbuhan signifikan memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Saran

Peneliti menyarankan berikut dibawah ini: (1). Penelitian berikutnya sampel dipisahkan antara *good bidders* dan *bad bidders* (dibuat sub-sampel). Kemudian diteliti apakah fenomena *size discount* yang dimoderasi oleh biaya keagenan, diversifikasi dan pertumbuhan sama terjadi pada perusahaan *good bidders* dan *bad bidders*. (2). Penelitian berikutnya menggunakan pengukuran-pengukuran variabel yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

Abdullah, F., Shah, A., dan Khan, U. S. 2014. Firm performance and the nature of agency problems in insiders-controlled firms: Evidence from Pakistan. *The Pakistan Development Review* 51(4): 161-183.

- Baek, J. S., Kang, J. K., dan Park, K. S. 2004. Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics* 71(2): 265-313.
- Berger, P. G., dan Ofek, E. 1995. Diversification Effect on Firm Value. *Journal of Financial Economics* 37(1): 39-65.
- Brigham, E. F., dan P. R. Daves. 2010. *Intermediate Financial Management*. 10th edition, South-Western Cengage Learning.
- Case, E. Karl, dan Ray, C. Fair. 2007. *Prinsip – Prinsip Ekonomi*, Jakarta: Erlangga.
- Claessens, S, Djankov, S., Fan, J. P. H., dan Lang, L. H. P. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance* 57(6): 2741-2771.
- Daines, R. 2001. Does Delaware Law Improve Firm Value?. *Journal of Financial Economics* 62(3): 525-558.
- Dewi, Ayu S. M. dan Wirajaya, A. 2013. Pengaruh struktur modal, profitabilitas dan ukuran perusahaan pada nilai perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 4.2: 358-372.
- Dhaoui, A. 2010. “MNCs’ Strategy in R&D: The Effect of the Decentralization on the Performance and on the Earnings Management. *Global Review of Business and Economic Research* 6(1): 83-97.
- Goranova, M. L., Dharwadkar, R., dan Brandes, P. M. 2010. Owners on Both Sides of the Deal: Mergers and Acquisitions and Overlapping Institutional Ownership. *Strategic Management Journal* 31(10): 1114-1135.
- Himmelberg, P. C., Hubbard, R. G., dan Palia, D. 1999. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics* 53(3): 353-384.
- Hoechie, D., Schmid, M., Walter, Ingo., dan Yermack, D. 2012. How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance?.

- Journal of Financial Economics* 103(1): 41-60.
- Ibrahim, H., dan Samad, F. A. 2011. Corporate Governance Mechanisms and Performance of Public-Listed Family-Ownership in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance* 3(1): 105-115.
- Imron, G. S., Hidayat, R., dan Alliyah, S. 2013. Pengaruh kinerja keuangan dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan corporate social responsibility dan good corporate governance sebagai variabel moderasi. *POTENSIO* 18(2): 82-93.
- Jensen, M., dan Meckling, W. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Jo, H., dan Harjoto, M. A. 2011. Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics* 103(3): 351-383.
- Lamont, O. A., dan Polk, C. 2002. Does diversification destroy value? Evidence from the industry shocks. *Journal of Financial Economics* 63(1): 51-77.
- Lang, H. P. L., dan Stulz, R. M. 1994. Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance. *Journal of Political Economy* 102(6): 1248-1280.
- Marhamah. 2013. Pengaruh Manajemen Laba, Ukuran Perusahaan terhadap Corporate Social Responsibility (CSR) Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2010. *Jurnal STIE SEMARANG* 5(3): 43-67.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., dan Stulz, R. M. 2004. Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics* 73(2): 201-228.
- Mohammed, D. 2013. A dynamic panel model of capital structure and agency cost in Nigerian listed companies. *Global Journal of Business Research* 5(2): 33-44.
- Nuraina, Elva. 2012. Pengaruh kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan (Studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI). *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* 19(2): 110-125.
- Offenberg, D. 2009. Firm size and the effectiveness of the market for corporate control. *Journal of Corporate Finance* 15(1): 66-79.
- Offenberg, D. 2010. Agency Costs and the Size Discount: Evidence from Acquisitions. *Journal of economics, finance and administrative studies* 15(29): 74-93.
- Offenberg, D., Miroslava S. dan H. Gregory Waller. Forthcoming. Who Gains from Buying Bad Bidders?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Palepu, K. G. 1986. Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics* 8(1): 3-35.
- Pearce, A. John. dan Robinson B. R. 2008. *Manajemen Strategis – Formulasi, Implementasi, dan Pengendalian*. Jakarta: Salemba empat.
- Reyna, J. M. S. M., dan Encalada, J. A. D. 2012. Ownership Structure, Firm Value and Investment Opportunities Set: Evidence from Mexican Firms. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation* 8(3): 35-57.
- Rupilu, Wilsna. 2011. Pengaruh mekanisme corporate governance terhadap kualitas laba dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi, Manajemen Bisnis dan Sektor Publik* 8(1): 101-127.
- Santos, M. B. D., Errunza, V. R., dan Miller, D. P. 2008. Does corporate international diversification destroy value? Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance* 32(12): 2716-2724.
- Sofyaningsih, S., dan Hardiningsih, P. 2011. Struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan utang dan nilai perusahaan. *Journal dinamika keuangan dan perbankan* 3(1): 68-87.

- Wang, G. C. 2010. The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *Journal Service Science and Management* 3(4): 408-418.
- Wulandri, N. 2006. Pengaruh Indikator Mekanisme Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Ekonomi* 1(2): 120-136.
- Yermack, D. 2006. Flights of fancy: corporate jets, CEO perquisites and inferior shareholder returns. *Journal of Financial Economics* 80(1): 211-242.