

DAMPAK CEO ABILITY DAN CEO OWNERSHIP TERHADAP STRUKTUR MODAL DAN NILAI PERUSAHAAN

Jaelani La Masidonda¹ dan Jusuf Sahupala²
Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi
Universitas Darussalam Ambon
Email: win.lany@yahoo.com¹,sahupalajusuf@yahoo.com²

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah: menguji dan menganalisis pengaruh 1) CEO *ability* dengan indikator masa jabatan dan tingkat pendidikan; 2) CEO *ownership* dengan indikator jumlah saham yang dimiliki CEO terhadap struktur modal dengan indikator *long term debt to equity* (LTDE), *long term debt to total assets* (LTDA) dan *total debt to total assets* (TDTA), kemudian pengaruh variable-variabel tersebut terhadap nilai perusahaan dengan indikator market book value (MBV) dan Tobin's Q. Kajian penelitian dikembangkan dengan mengintegrasikan aspek diluar basis data akuntansi yaitu CEO *ability* untuk mengetahui peran masa jabatan CEO dan tingkat pendidikan CEO dalam mempengaruhi pengambilan keputusan struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan tahun 2008-2012 dan selama periode penelitian memiliki kepemilikan saham CEO. Perusahaan yang dianalisis berjumlah 18 perusahaan yang ditetapkan berdasarkan kriteria populasi.

PENDAHULUAN

Keputusan struktur modal memiliki peran strategis bagi kesejahteraan pemilik dan kelangsungan hidup perusahaan. Sejumlah teori telah muncul untuk menjelaskan perbedaan keputusan modal bagi setiap perusahaan. Teori struktur modal pendekatan (Modigliani dan Miller, 1958) dengan asumsi tidak ada pajak mengungkapkan bahwa keputusan struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan, nilai aset perusahaan ditentukan oleh *operating cash flow* bukan oleh struktur modal. Selanjutnya (Modigliani dan Miller, 1963) mengkaji konsep tersebut dengan mempertimbangkan adanya pajak yang menyatakan nilai perusahaan dipengaruhi oleh struktur modal. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka nilai perusahaan akan meningkat. Nilai perusahaan yang menggunakan hutang sama dengan nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang ditambah dengan perlindungan pajak. Implikasinya adalah semakin banyak menggunakan hutang, semakin tinggi nilai perusahaan tersebut. Ini disebabkan karena *return* pemegang saham dibayarkan dari pendapatan setelah pajak, sementara *return* pemilik hutang dibayarkan dari pendapatan sebelum pajak. Dengan demikian, penggunaan hutang mengakibatkan pendapatan setelah pajak yang tersedia bagi pemegang saham menjadi lebih besar daripada jika perusahaan tidak menggunakan hutang. Namun, penggunaan hutang yang semakin tinggi dapat menyebabkan terjadinya kesulitan keuangan.

Nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan tingginya tingkat kesejahteraan para pemilik. Nilai perusahaan selain diukur dengan harga saham juga dapat diukur dengan menggunakan *dividend yield* (Hamington dan Wilson, 1989). Perkembangan harga saham perusahaan

Metode analisis yang digunakan adalah *Partial Least Square* (PLS) dengan bantuan *Software SmartPLS*.

Hasil penelitian menemukan bahwa CEOA berpengaruh signifikan dan positif terhadap struktur modal, CEOO berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. CEOA berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, CEOO berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan, struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. CEOA tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal, CEOO berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal. Struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan sangat dominan ditentukan oleh perusahaan yang lebih banyak menggunakan hutang pada keseluruhan aktivasnya dibandingkan dengan perusahaan yang hanya mengandalkan modal sendiri.

Kata Kunci: *CEO Ability, CEO Ownership, Struktur Modal, Nilai Perusahaan*

manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) menunjukkan adanya peningkatan dari tahun 2005-2009. Rata-rata harga saham pada tahun 2005 sebesar Rp. 4.997,- meningkat menjadi Rp. 7.077,- di tahun 2007, turun menjadi Rp. 6.667,- di tahun 2008 dan meningkat menjadi Rp. 14.279,- pada tahun 2009 dengan tingkat pertumbuhan rata-rata pertahun sebesar 32,05%. (data diolah dari *Indonesian Capital Market Directory* 2010).

Fenomena meningkatnya nilai perusahaan terjadi pada kondisi struktur modal perusahaan yang secara umum lebih banyak menggunakan modal sendiri dibandingkan dengan hutang terutama yang terjadi pada tahun 2009 yaitu total hutang sebesar Rp. 2.111.080 juta sedangkan modal sendiri sebesar Rp.2.420.036 juta (data diolah dari *Indonesian Capital Market Directory* 2010). Kondisi ini bertentangan dengan teori (Modigliani dan Miller, 1963) yang menyatakan bahwa tambahan penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya penghematan pajak dari beban bunga hutang perusahaan. Penggunaan hutang yang tinggi dapat memberikan *signal* positif terhadap kinerja perusahaan. Investor dapat membedakan kinerja perusahaan dengan melihat struktur modal dan investor akan memberikan nilai yang tinggi pada perusahaan dengan porsi hutang yang besar (Ross, 1977).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh 1) CEO *ability* dengan indikator masa jabatan dan tingkat pendidikan; 2) CEO *ownership* dengan indikator jumlah saham yang dimiliki CEO terhadap struktur modal dengan indikator *long term debt to equity* (LTDE), *long term debt to total assets* (LTDA) dan *total debt to total assets* (TDTA), kemudian pengaruh variable-variabel tersebut terhadap nilai perusahaan dengan indikator market book value (MBV) dan Tobin's Q. Kajian penelitian dikembangkan dengan mengintegrasikan aspek diluar basis data akuntansi yaitu CEO *ability* untuk mengetahui peran masa jabatan dan tingkat pendidikan CEO dalam mempengaruhi pengambilan keputusan struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian (Bhagat *et al.*, 2010) menganalisis pengaruh CEO *ability* dan CEO *ownership* terhadap struktur modal tetapi belum menghubungkan dengan nilai perusahaan. Dalam penelitian ini CEO *ability* dan CEO *ownership* dihubungkan dengan nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui struktur modal untuk menganalisis dan menjelaskan kontribusi CEO *ability* dan CEO *ownership* dalam mempengaruhi pengambilan keputusan struktur modal dan nilai perusahaan. Perusahaan dengan CEO yang memiliki kemampuan mengelola perusahaan dan menyertakan modalnya dalam bentuk kepemilikan saham, akan berupaya untuk meningkatkan kemampuan menghasilkan laba sebagai wujud peningkatan kesejahteraan pemilik karena CEO turut serta memiliki saham perusahaan.

TEORI DAN HIPOTESIS CEO *Ability*(CEOA)

Bhagat *et al.* (2010) menemukan bahwa kemampuan CEO berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Bhagat *et al.* menunjukkan adanya penurunan hutang jangka panjang sebagai akibat dari peningkatan kemampuan CEO. Selanjutnya terkait *manager characteristics and incremental debt financing* Bhagat *et al.* (2010), menemukan bahwa kemampuan CEO berpengaruh negatif terhadap proporsi tambahan hutang jangka panjang. Selain itu ditemukan bahwa kemampuan CEO berpengaruh negatif terhadap proporsi pembiayaan dengan tambahan hutang jangka pendek.

Semakin tinggi kemampuan yang dimiliki oleh CEO, semakin tinggi kemampuannya untuk menghasilkan laba. Semakin tinggi laba yang diperoleh akan semakin besar tersedianya dana internal melalui laba di tahan. Cukup tersedianya dana internal akan mengurangi penggunaan hutang. Dengan demikian, kemampuan CEO berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Artinya, perusahaan dengan kemampuan CEO yang tinggi akan menganut teori *pecking order*, karena lebih mengutamakan pendanaan dari dana internal berupa laba, kalau tidak mencukupi baru menggunakan hutang dan *equity*.

Dalam hubungan antara kemampuan CEO dan nilai perusahaan, McEvoy dan Cascio (1989) mengemukakan bahwa tinjauan ekstensif masa jabatan mengenai hubungan antara senioritas dan produktivitas dengan mendefinisikan senioritas sebagai waktu pada suatu pekerjaan menunjukkan adanya hubungan positif antara senioritas dan produktivitas. Teori

biographical characteristics menyatakan bahwa masa jabatan bila dinyatakan sebagai pengalaman kerja menjadi dasar pikir yang baik atas produktivitas (Robbins dan Judge (2008).

Robbins dan Judge (2008) mengemukakan bahwa individu cerdas memiliki pendidikan lebih tinggi dan memungkinkan menjadi pemimpin dalam suatu kelompok. Hasil penelitian Baghat *et al.* (2010) menunjukkan bahwa kemampuan CEO menyebabkan terjadinya penurunan hutang jangka panjang atau dengan kata lain, kemampuan CEO berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Semakin tinggi kemampuan yang dimiliki oleh CEO, semakin tinggi kemampuan CEO mengelola perusahaan sehingga menghasilkan laba yang tinggi. Huang, Sheng (2010) menemukan bahwa CEO yang lebih berpengalaman akan menghasilkan laba yang lebih tinggi. Laba yang tinggi, beridikasi semakin baik kinerja perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Artinya, kemampuan CEO berpengaruh meningkatkan nilai perusahaan atau berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

Hipotesis 1: Semakin tinggi CEOA, akan semakin rendah penggunaan hutang dalam struktur modal (H1).

Hipotesis 2: Semakin tinggi CEOA, akan semakin meningkatkan nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui struktur modal (H2).

CEO Ownership (CEOO)

Bhagat *et al.* (2010) menemukan bahwa kepemilikan CEOO berhubungan signifikan negatif terhadap struktur modal. Selanjutnya Bhagat *et al.* menemukan bahwa perusahaan secara efektif membeli kembali efek beredar (hutang dan ekuitas) yang diterbitkan pada tahun fiskal tertentu. Perusahaan yang membeli kembali efek yang beredar akan menambah kepemilikan CEO terhadap perusahaan. Bertambahnya kepemilikan CEO dapat menurunkan proporsi tambahan hutang jangka panjang yang artinya berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Temuan ini sesuai hasil penelitian Huang dan Song (2006), Moh'd *et al.* (1998) dan Bathala *et al.* (1994) menemukan kepemilikan manajer berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Dalam penelitian ini diprediksi kepemilikan saham oleh CEO berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Semakin tinggi kepemilikan CEO akan meningkatkan *equity* perusahaan dan akan mengurangi pembiayaan dari hutang.

Cole dan Mehran (1998) mengemukakan bahwa *Chief Executive Officer (CEO) ownership* berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja perusahaan. Itturiaga dan Santz (2001) menunjukkan bahwa kepemilikan manajer berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa keikutsertaan para CEO dalam kepemilikan saham perusahaan dapat merespon pasar modal sebagai *signal* bahwa para CEO menggantungkan nasib mereka pada proyek-proyek investasi perusahaan. Kepemilikan CEO menjadi *signal* terhadap prospek baik dari perusahaan, karena seseorang CEO hanya akan mau menginvestasikan sejumlah besar kekayaannya ke dalam perusahaan jika ia yakin bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik dan berhasil. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

Hipotesis 3: Semakin tinggi CEOO, akan semakin rendah penggunaan hutang dalam struktur modal (H3).

Hipotesis 4: Semakin tinggi CEOO, akan semakin meningkatkan nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui struktur modal (H4).

Struktur Modal (SM)

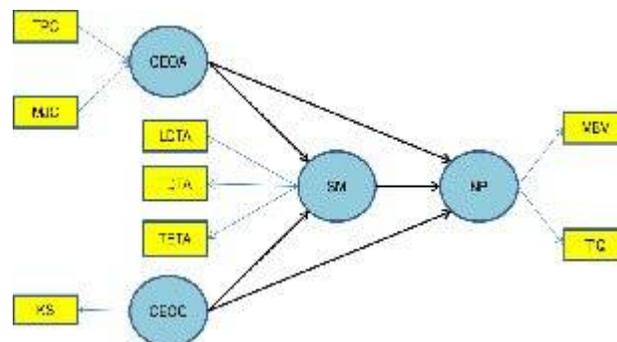
Penggunaan hutang akan menyebabkan laba yang diperoleh dari pemanfaatan pajak semakin besar, sepanjang keseimbangan antara biaya hutang dan manfaat pajak dapat dioptimalkan. Hal ini, berarti *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, karena semakin besar manfaat penggunaan hutang semakin besar laba yang pada akhirnya semakin tinggi harga saham. Hal ini didukung oleh hasil temuan penelitian Choi (2003), D'Mello dan Farhat (2004), Sudarma (2004) dan Titman dan Tsyplakov (2005).

Teori struktur modal *trade-off* menjelaskan bahwa peningkatan jumlah hutang perusahaan disamping memberikan manfaat berupa penghematan pajak, juga menyebabkan adanya *financial distress*. Dalam teori ini dijelaskan bahwa tingkat hutang yang melewati titik optimal

akan menimbulkan *present value financial distress* dan *agency cost* lebih besar dari pada *present value* penghematan pajak dari penggunaan hutang sehingga penambahan hutang justru menurunkan nilai perusahaan. Hal ini didukung oleh temuan Fattouh *et al.* (2005), Cleary (1999), Harris dan Raviv (1991) dan Mukerjee dan Mbodja (1997) bahwa struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Artinya, penerbitan hutang akan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, karena adanya penghematan pajak penghasilan yang lebih besar dari *financial distress* dan *agency cost*. Penggunaan hutang pada batas tertentu justru menurunkan nilai perusahaan, karena keuntungan penghematan pajak penghasilan tidak sebanding dengan besarnya biaya *financial distress* dan *agency cost*.

Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Namun disisi lain, penggunaan hutang akan menimbulkan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Hal ini dapat terjadi ketika manfaat pengurangan pajak masih lebih tinggi dari perkiraan *agency cost* sehingga perusahaan masih bisa meningkatkan hutangnya. Peningkatan hutang harus dihentikan ketika pengurangan pajak atas tambahan hutang tersebut sudah lebih rendah dibandingkan dengan peningkatan *agency cost*. Menurut teori *trade-off*, akan terjadi struktur modal yang optimal pada saat terjadi keseimbangan antara biaya pajak dengan biaya keagenan dan *financial distress*. Struktur modal optimal adalah tingkat bauran hutang dan ekuitas yang dapat memaksimumkan nilai perusahaan. Hipotesis yang diajukan adalah:

Hipotesis 5: Semakin tinggi struktur modal, akan semakin meningkatkan nilai perusahaan (H7).



Gambar 1. Kerangka Konsep

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif (positivis). Dilihat dari tujuan penelitian, yaitu untuk menguji dan menganalisis pengaruh CEO *ability* dan CEO *ownership* terhadap struktur modal dan pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap nilai perusahaan, sehingga penelitian ini tergolong penelitian eksplanatori. Penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan populasi 146 perusahaan berdasarkan Indonesia *Capital Market Directory* tahun 2012.

Penelitian dilakukan dengan pertimbangan jumlah populasi diketahui, sehingga kriteria yang digunakan untuk memilih perusahaan ditetapkan sebagai berikut: (1) perusahaan harus telah terdaftar di BEI sejak tahun 2007, karena dalam penelitian ini periode yang diambil adalah tahun 2008 sampai dengan 2012. (2) perusahaan yang diteliti tidak memiliki laba yang negatif atau rugi dan saldo ekuitas yang negatif. (3) perusahaan yang diteliti dapat diketahui masa jabatan sebagai CEO dan mempunyai kepemilikan saham CEO yang tampak pada *annual report*. Sesuai dengan kriteria yang digunakan, maka jumlah yang memenuhi sebanyak 18 perusahaan, sehingga jumlah observasi dalam penelitian ini adalah 90 observasi (5 tahun x 18 perusahaan). Jenis data yang digunakan adalah data sekunder dengan teknik pengumpulan data menggunakan teknik dokumentasi dan tipe *pooled data*. Metode analisis data adalah *Partial Least Square* (PLS) dengan bantuan *Software SmartPLS*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Outer Model

Outer model bertujuan untuk menguji hubungan masing-masing indikator terhadap konstruk laten yang ada dalam *inner model*. Hubungan indikator dengan konstruk laten yang bersifat formatif adalah CEOO sedangkan CEOA, struktur modal dan nilai perusahaan bersifat reflektif.

Variabel CEOA (Tabel 1) mempunyai *outer weights* 0,685 hingga 1,068. Hasil ini menerangkan bahwa korelasi diantara semua indikator variabel CEOA adalah positif dalam memprediksi variabel CEOA. Ke dua indikator MJC dan TPC adalah signifikan sebagai prediktor CEOA, dibuktikan dengan nilai estimasi *outer weights* untuk MJC yang bernilai 1,068 dan nilai t hitung = 3,394 lebih besar dari nilai t table = 1,96. Demikian juga TPC dengan indikator yang bernilai 0,685 adalah signifikan dalam memprediksi CEOA karena mempunyai nilai t hitung = 2,087 lebih besar dari nilai t table = 1,96. Hasil uji untuk kedua indikator ini menjelaskan bahwa CEOA yang tinggi dapat diprediksi dari tingginya tingkat pendidikan dan lamanya masa jabatan sebagai CEO. MJC memiliki *outer weights* tertinggi, maka secara substantif semakin tinggi CEOA, karena CEO telah menduduki jabatan tersebut dalam waktu yang lama.

Outer model untuk variabel CEOO mempunyai loading faktor sebesar 1 (Tabel 2). Variabel ini hanya dijelaskan oleh satu indikator tunggal, sehingga nilai variabel CEOO adalah sama dengan nilai indikator, sehingga nilai loading faktor adalah 1.

Hasil *outer model* variabel struktur modal mempunyai *outer loading* 0,139 hingga 0,560 (Tabel 3). Hal ini menerangkan bahwa korelasi diantara indikator variabel struktur modal ada yang negatif dan positif. Struktur modal yang kuat akan membentuk nilai LDTA, TDTA dan TETA menjadi semakin besar. Terdapat dua indikator yang signifikan sebagai penjelas struktur modal yaitu LDTA dan TDTA. Indikator LDTA memiliki nilai *outer loading* sebesar 0,560 dan nilai t hitung = 5,117 lebih besar dari t tabel = 1,96. Indikator TDTA bernilai 0,464 dan signifikan dalam menjelaskan struktur modal karena mempunyai nilai t hitung = 13,505 lebih besar dari t tabel = 1,96. Hasil uji dari ketiga indikator tersebut menunjukkan bahwa struktur modal yang tinggi, akan dijelaskan oleh tingginya nilai LDTA dan TDTA.

Hasil *outer model* variabel nilai perusahaan mempunyai *outer loading* 0,403 hingga 0,854 (Tabel 4). Hasil ini menerangkan bahwa korelasi diantara semua indikator variabel nilai perusahaan adalah positif. Nilai perusahaan yang kuat akan membentuk nilai MBV dan Tobin's Q menjadi semakin besar. Indikator MBV adalah signifikan karena memiliki nilai *outer loading* sebesar 0,854 dan nilai t hitung = 2,995 lebih besar dari t tabel = 1,96, demikian juga dengan indikator Tobin's Q bernilai 0,403 adalah tidak signifikan dalam menjelaskan nilai perusahaan karena mempunyai nilai t hitung = 1,345 lebih besar dari t tabel = 1,96. Hasil uji dari kedua indikator ini menjelaskan bahwa nilai perusahaan yang tinggi, secara substansial dijelaskan oleh tingginya nilai MBV.

Inner Model

Inner model pada penelitian ini, terdiri dari dua persamaan dengan satu variabel mediasi yaitu struktur modal. Persamaan pertama: pengaruh CEOA dan CEOO terhadap struktur modal, menunjukkan kontribusi kedua variabel dalam menerangkan struktur modal. Persamaan kedua: pengaruh CEOA, CEOO dan struktur modal terhadap nilai perusahaan, menunjukkan kontribusi ketiga variabel dalam menerangkan nilai perusahaan.

Pengaruh CEOA dan CEOO terhadap Struktur Modal

Koefisien jalur yang menunjukkan pengaruh langsung dari variabel CEOA dan CEOO terhadap struktur modal dilakukan dengan teknik *bootstrapping*.

$$\text{Struktur Modal} = 0.191\text{CEOA} - 0,257\text{ CEOO}$$

Koefisien determinasi sebesar 5,92% menjelaskan bahwa kontribusi dari kedua variabel tersebut dalam menjelaskan variasi struktur modal adalah 5,92%, sedangkan 94,08% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak masuk dalam model penelitian.

Pengaruh secara parsial dari variabel CEOA terhadap struktur modal diperoleh koefisien jalur 0,191 dan nilai t hitung 2,873 (Tabel 5). Hasil uji pada koefisien ini adalah signifikan (t hitung > 1,96) yang menjelaskan bahwa struktur modal dapat dijelaskan oleh CEOA. Hal ini, menunjukkan bahwa CEOA yang semakin meningkat dapat meningkatkan struktur modal perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 1 (H1) yang menyatakan semakin tinggi CEOA, akan semakin rendah penggunaan hutang dalam struktur modal adalah diterima.

Pengaruh secara parsial variabel CEOO terhadap struktur modal memiliki koefisien jalur sebesar -0,257 dan t hitung 5,630 (Tabel 5). Hasil uji pada koefisien ini adalah signifikan (t hitung > 1,96) yang menjelaskan bahwa struktur modal dapat dijelaskan oleh CEOO. Hal ini menerangkan bahwa hipotesis 3 (H3) yang menyatakan, semakin tinggi CEOO, akan semakin rendah penggunaan hutang dalam struktur modal adalah diterima.

Pada kedua jalur CEOA dan CEOO terhadap struktur modal, koefisien jalur paling tinggi ada pada CEOO. Untuk itu, hasil analisis ini menerangkan bahwa peningkatan struktur modal perusahaan sangat ditentukan oleh tingkat CEOO yang dimiliki perusahaan.

Pengaruh CEOA, CEOO dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Koefisien jalur yang menunjukkan pengaruh langsung dari variabel CEOA, CEOO dan struktur modal terhadap nilai perusahaan dilakukan dengan teknik *bootstrapping*.

Nilai Perusahaan = 0,125 CEOA - 0,030 CEOO + 0,427SM

Koefisien determinasi sebesar 20,86% menjelaskan bahwa kontribusi dari ketiga variabel tersebut dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan adalah 20,86%, sedangkan 79,14% dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak masuk dalam penelitian.

Pengaruh secara parsial dari variabel CEOA terhadap nilai perusahaan diperoleh koefisien jalur 0,125 dan t hitung 2,362 (Tabel 6). Hasil uji pada koefisien ini adalah signifikan (t hitung > 1,96) yang menunjukkan bahwa nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh CEOA. CEOA yang semakin tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini, menegaskan hipotesis 2 (H2) bahwa semakin tinggi CEOA, akan semakin meningkatkan nilai perusahaan, adalah diterima. Demikian juga, pada pengaruh tidak langsung CEOA terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal, hipotesis adalah diterima karena hasil uji pengaruh langsung CEOA terhadap struktur modal signifikan dan positif (Tabel 5).

Pengaruh secara parsial dari variabel CEOO terhadap nilai perusahaan diperoleh koefisien jalur -0,030 dan t hitung 2,055 (Tabel 6). Hasil uji pada koefisien ini adalah signifikan (t hitung > 1,96) yang menjelaskan bahwa nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh CEOO. CEOO yang semakin meningkat akan menurunkan nilai perusahaan. Hal ini menegaskan hipotesis 4 (H4) bahwa semakin tinggi CEOO, akan semakin meningkatkan nilai perusahaan, adalah ditolak. Demikian juga, pada pengaruh tidak langsung CEOO terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal, hipotesis ditolak, karena hasil uji pengaruh langsung CEOO terhadap struktur modal signifikan dengan arah yang negatif (Tabel 5).

Pengaruh secara parsial dari variabel struktur modal terhadap nilai perusahaan diperoleh koefisien jalur 0,427 dan t hitung 2,836 (Tabel 6). Hasil uji pada koefisien ini adalah signifikan (t hitung > 1,96) yang menjelaskan bahwa nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh struktur modal. Dengan demikian, hipotesis 5 (H5) yang menyatakan semakin tinggi struktur modal, akan semakin meningkatkan nilai perusahaan, adalah diterima.

Pada ketiga jalur yang menghubungkan CEOA, CEOO dan struktur modal terhadap nilai perusahaan, koefisien jalur yang paling tinggi terdapat pada struktur modal. Dengan demikian, hasil analisis ini menerangkan bahwa peningkatan nilai perusahaan sangat ditentukan oleh struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan.

PEMBAHASAN

Pengaruh Langsung

Pengaruh CEOAbility (CEOA) Terhadap Struktur Modal

Hasil analisis pengaruh CEOA terhadap struktur modal menunjukkan pengaruh positif dan signifikan (Tabel 5). Artinya, CEOA berpengaruh meningkatkan struktur modal perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa CEOA yang dicerminkan oleh lamanya masa jabatan sebagai

CEO dapat menjelaskan variasi perubahan struktur modal yang direfleksikan oleh LDTA dan TDTA. Peningkatan kemampuan CEO yang dicerminkan oleh masa jabatan tidak mampu mendorong perusahaan untuk meningkatkan modal sendiri yang dihasilkan melalui aktivitas operasional perusahaan. Hal ini, menunjukkan bahwa seorang yang memiliki masa jabatan yang lama sebagai CEO, dan selama menjabat tidak memiliki kontribusi yang berarti terhadap peningkatan laba perusahaan, sehingga tidak dapat meningkatkan sumber dana internal yang dibentuk dari laba ditahan sebagai upaya meningkatkan modal sendiri pada struktur modal perusahaan. Temuan penelitian ini mendukung teori *asymmetric information* (Donalson, 1960) bahwa apabila tidak cukup tersedia sumber dana internal, maka perusahaan akan meningkatkan *borrowing capacity* untuk menambah porsi hutang dalam struktur modal perusahaan.

Fakta empiris menunjukkan bahwa selama tahun 2008-2012 rata-rata lamanya CEO menjabat adalah selama 17,51 tahun (17 tahun 6 bulan), dan rata-rata LDTA adalah 12,83%. Hal ini, menyiratkan bahwa peningkatan kemampuan CEO tidak dapat mendorong perusahaan untuk meningkatkan modal sendiri dalam membiayai operasional perusahaan atau perubahan struktur modal tidak ditentukan oleh kemampuan CEO. Penelitian ini tidak menemukan cukup bukti bahwa semakin tinggi kemampuan yang dimiliki oleh seorang CEO akan semakin tinggi kemampuannya untuk menghasilkan laba sehingga memperbesar sumber dana internal perusahaan yang bermakna meningkatkan modal sendiri dan memperkecil penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Bhagat et al. (2010) yang menemukan bahwa kemampuan CEO berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Lamanya masa jabatan CEO tidak menjamin tingginya kemampuan CEO dalam mengelola perusahaan. Hal ini sama dengan yang dikemukakan oleh Suwanto (2010) bahwa hubungan antara masa kerja dengan produktivitas seseorang yang mempunyai masa kerja lebih lama tidak selamanya lebih produktif dibandingkan dengan seorang pekerja baru.

Temuan penelitian ini, menunjukkan pengaruh positif kemampuan CEO terhadap struktur modal. Artinya, semakin tinggi kemampuan CEO semakin tinggi penggunaan hutang dalam struktur modal. Tingginya hutang yang dimiliki perusahaan kurang ditentukan oleh kemampuan CEO dalam mengelola usahanya yang dapat dilihat dari pendidikannya, tetapi lebih ditentukan oleh business record (Sutrisno, 2005) dan adanya hubungan baik dengan pihak yang mempunyai hubungan pribadi. Kemampuan CEO yang diproksi oleh masa jabatan dan tingkat pendidikan tidak mampu memperbesar sumber dana internal melalui laba ditahan. Akibatnya, struktur modal lebih banyak didanai melalui sumber dana yang diperoleh karena perusahaan sudah terpercaya dan memiliki reputasi yang baik, ditunjang oleh adanya *net working* CEO dengan pihak ketiga atau pihak yang mempunyai hubungan istimewa, sehingga mendapatkan dana yang lebih murah.

Pengaruh CEOA terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh CEO terhadap nilai perusahaan adalah positif dan signifikan sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 6. Hal ini berarti, semakin tinggi kemampuan CEO, akan semakin meningkatkan nilai perusahaan terdapat cukup bukti untuk diterima. Kemampuan seorang CEO dibentuk oleh lamanya seorang CEO menjabat, semakin lama menjabat semakin banyak pembelajaran dan pengalaman yang diperoleh selama masa jabatannya. Selama menjabat, CEO harus memiliki kontribusi positif dalam mengembangkan perusahaan. Untuk itu, setiap CEO dituntut memiliki gagasan-gagasan kreatif dan inovatif untuk meningkatkan nilai perusahaan. Temuan ini mengembangkan teori *biographical characteristics* yang menyatakan bahwa masa jabatan bila dinyatakan sebagai pengalaman kerja, tampak menjadi perkiraan yang baik atas produktivitas karyawan (Robbins dan Judge (2008).

Masa jabatan akan membangun keahlian terhadap bidang pekerjaan tertentu termasuk membangun kemampuan dari seorang CEO. Apabila keahlian seorang CEO meningkat, maka kinerjanya akan meningkat. Orang lain akan mengakui keahlian itu apabila keahlian yang dimiliki digunakan untuk sesuatu yang bermanfaat dalam mengembangkan perusahaan. Kalau hal itu terus dilakukan, maka semakin lama seorang CEO menjabat sebagai CEO, akan semakin bertambah keahlian yang dimiliki. Dengan meningkatnya keahlian, akan meningkat pula kemampuannya untuk mengelola perusahaan dan berdampak positif terhadap peningkatan nilai

perusahaan. Hal ini konsisten dengan Demerjian (2006) yang menemukan bahwa laba meningkat disebabkan oleh peningkatan kemampuan manajerial.

Masa jabatan sebagai indikator yang paling dominan membentuk kemampuan CEO bervariasi antara 14,90 tahun di tahun 2008 meningkat hingga 19,25 tahun pada tahun 2012. Sementara itu *MBV* sebagai indikator yang paling dominan merefleksikan nilai perusahaan bervariasi antara 159,11% pada tahun 2008 hingga 1.416,08 pada tahun 2012. Temuan ini menunjukkan bahwa kemampuan CEO yang dominan ditentukan oleh masa jabatan ternyata mampu menjelaskan variasi perubahan nilai perusahaan yang direfleksikan oleh *MBV* pada perusahaan manufaktur yang terdapat di BEI.

Temuan penelitian mendukung hasil penelitian Huang dan Sheng (2010) yang menemukan bahwa CEO yang lebih berpengalaman dapat menghasilkan laba yang lebih besar dan meningkatkan nilai perusahaan. Meningkatnya kemampuan CEO, akan semakin meningkatkan kemampuannya untuk menghasilkan laba perusahaan. Tingginya laba yang diperoleh menjadi *signal* terhadap kinerja baik perusahaan dan berimplikasi meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh CEO Ownership (CEO) terhadap Struktur Modal

Hasil analisis pengaruh CEO terhadap struktur modal menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 5. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi kepemilikan CEO, akan semakin rendah penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan cukup bukti untuk diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan CEO yang diukur dengan proporsi kepemilikan saham oleh CEO mampu menjelaskan variasi perubahan struktur modal perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

CEO adalah pihak yang dianggap memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan pihak lain. Artinya, ada asimetri informasi antara CEO dan investor di pasar modal. Jika manajemen perusahaan ingin memaksimalkan nilai untuk pemegang saham saat ini (*current stockholder*), maka ada kecenderungan bahwa jika perusahaan memiliki prospek yang baik, manajemen tidak akan menerbitkan saham baru tetapi menggunakan laba ditahan supaya prospek baik tersebut dinikmati *current stockholder*. Tetapi jika prospek perusahaan kurang baik, manajemen menerbitkan saham baru untuk memperoleh dana. Hal ini akan menguntungkan *current stockholder* karena tanggungjawab mereka berkurang. Masalahnya adalah para investor tahu kecenderungan ini sehingga mereka melihat penawaran saham baru sebagai *signal* berita buruk dan nilai perusahaan cenderung turun jika saham baru diterbitkan. Hal ini mendorong perusahaan untuk menerbitkan obligasi atau berhutang daripada menerbitkan saham baru.

Kepemilikan saham CEO rata-rata mencapai 1,91% dari total saham beredar yang dimiliki perusahaan. Sementara itu indikator struktur modal yang paling dominan dalam membentuk struktur modal adalah *long debt to total assets*(LDTA) dengan rata-rata selama lima tahun mencapai 12,83%. Dengan demikian, perubahan struktur modal ditentukan oleh kepemilikan saham CEO sebesar 1,91%. Artinya, peningkatan kepemilikan saham CEO akan menurunkan jumlah hutang perusahaan. Ketika struktur kepemilikan saham CEO naik, maka akan memberikan tambahan kontrol CEO terhadap manajemen perusahaan. Hal ini berarti penggunaan hutang sebagai kontrol terhadap perusahaan akan dikurangi, karena dengan bertambahnya kepemilikan CEO akan mendorong pengawasan lebih efektif CEO terhadap manajemen perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung *agency problem theory* dari Jensen dan Meckling (1976) bahwa pemisahan kepemilikan dari pengelola akan terjadi konflik kepentingan antara pemilik dan para manajer sebagai mekanisme perimbangan kekuasaan. Claessens *et al.* (2000) menemukan bahwa belum terdapat pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan kontrol pada perusahaan yang terdaftar di BEJ. Kebanyakan perusahaan masih dimiliki oleh keluarga dan jabatan manajer dipegang oleh keluarga sebagai pengendali. Kalaupun tidak, manajer masih dikendalikan keluarga atau manajer merupakan perpanjangan tangan saham mayoritas yang dikendalikan oleh keluarga melalui entitas badan hukum perseroan atau *holding company*.

Temuan penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bhagat *et al.* (2010) yang menemukan bahwa kepemilikan CEO berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Tambahan kepemilikan saham CEO berpengaruh menurunkan proporsi tambahan hutang perusahaan yang artinya berpengaruh negatif terhadap struktur modal (Huang dan Song, 2006; Moh'd *et al.*, 1998; dan Bathala *et al.*, 1994). Hasil penelitian di Indonesia menemukan bahwa kepemilikan menajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal (Sujoko, 2007). Hal ini konsisten dengan *theory of the firm* dari Jensen dan Meckling (1976) yang menjelaskan bahwa struktur kepemilikan mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Pengaruh CEO Ownership (CEO) terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis pengaruh kepemilikan CEO terhadap nilai perusahaan menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan (Tabel 6). Dengan demikian, tidak terdapat cukup bukti untuk menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan CEO, akan semakin meningkatkan nilai perusahaan. Hasil pengujian dengan arah yang negatif menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan CEO yang dilihat dari proporsi kepemilikan saham CEO akan menurunkan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Hal ini mengandung makna bahwa pasar modal di Indonesia tidak menginginkan CEO memiliki saham dalam jumlah banyak karena akan menyebabkan terjadi asimetri informasi antara CEO dan para pemilik saham lainnya yang akan berakibat dapat menurunkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung temuan penelitian oleh Cole dan Mehran (1998) bahwa kepemilikan CEO berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

Pertentangan hasil penelitian disebabkan karena kecilnya keikutsertaan CEO dalam memiliki saham perusahaan sehingga tidak direspon pasar modal sebagai signal terhadap prospek baik dari perusahaan, karena CEO tidak menggantungkan nasibnya pada proyek-proyek investasi perusahaan. Hal ini didukung fakta empiris yang menunjukkan bahwa kepemilikan saham CEO bervariasi dari yang terendah 1,58% di tahun 2008 hingga 2,00% di tahun 2012 dengan rata-rata 1,91%. Kepemilikan saham oleh CEO tidak diharapkan oleh para investor dari luar, karena dengan adanya kepemilikan CEO, ada kekuawatiran CEO untuk bertindak nakal.

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa meskipun CEO memiliki saham perusahaan, tingkat kepemilikannya masih berada dibawah kendali saham mayoritas sehingga tidak dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Kepemilikan CEO tidak dapat dijadikan sebagai alat untuk mendukung berjalannya *corporate governance* yang diprediksi dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini yang terjadi pada perusahaan publik di Indonesia, sehingga para investor publik tidak merespon positif kepemilikan saham oleh CEO

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan menunjukkan pengaruh positif dan signifikan sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 6. Dengan demikian, semakin tinggi struktur modal, akan semakin meningkatkan nilai perusahaan cukup bukti untuk diterima. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal mampu menjelaskan variasi perubahan nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Artinya, semakin meningkat penggunaan hutang dalam struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan *trade-off theory* menurut pendekatan Modigliani dan Miller (1963), yang menyatakan bahwa penggunaan tingkat hutang tertentu akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya penghematan pajak.

Penggunaan hutang yang melebihi batas optimum akan menurunkan nilai perusahaan karena adanya *financial distress* dan *agency cost* yang lebih besar dari penghematan pajak. Hal menunjukkan bahwa apabila perusahaan membutuhkan tambahan dana, maka harus didahulukan pendanaan dengan hutang, akan tetapi harus mempertimbangkan ancaman terjadinya kebangkrutan. Kalau penggunaan hutang masih aman, maka lakukanlah pendanaan dengan hutang karena memiliki *cost of debt* yang lebih murah jika dibandingkan dengan modal sendiri sepanjang manfaat penggunaan hutang lebih tinggi dibandingkan dengan apabila perusahaan menggunakan modal sendiri. Penggunaan hutang harus dihentikan manakala tambahan manfaat penggunaan hutang lebih kecil dari biaya kebangkrutan (*financial distress*).

Fakta empiris selama periode 2008-2012 rata-rata struktur modal yang direfleksikan oleh LDTA sebesar 12,83%, sementara nilai perusahaan yang direfleksikan oleh *MBV* selama untuk periode yang sama rata-rata mencapai 912,21%. Hal ini, menunjukkan bahwa struktur modal belum optimal sehingga peningkatan hutang masih dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil temuan ini mendukung penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Masulis, 1983; Harris dan Raviv, 1991; Fama dan French, 1977; Mukherjee, 1997; Cleary, 1999; Fattout *et al.* 2005; Sharma, 2006). Artinya, semakin tinggi rasio hutang, akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya manfaat penghematan pajak penghasilan dari beban bunga hutang perusahaan yang lebih besar dibandingkan dengan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*). Penelitian ini konsisten dengan Clarke (1991) yang menemukan bahwa penerbitan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sedangkan penerbitan saham berpengaruh negatif. Pengaruh positif struktur modal terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur di pasar modal Indonesia dalam melakukan pembiayaan dengan hutang belum mencapai titik optimal, sehingga peningkatan pembiayaan dengan hutang masih dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh Tidak Langsung

Pengaruh CEOA terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal

Hasil analisis jalur untuk mengukur pengaruh tidak langsung CEOA terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal diperoleh nilai dengan koefisien positif dan signifikan (Tabel 5 dan Tabel 6). Hal ini berarti, terdapat cukup bukti untuk menyatakan bahwa semakin tinggi kemampuan CEO, akan semakin meningkatkan nilai perusahaan secara tidak langsung melalui struktur modal. Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Huang dan Sheng (2010) yang menyatakan bahwa keahlian CEO dan CEO yang lebih berpengalaman akan meningkatkan nilai perusahaan.

Temuan ini didukung fakta empiris bahwa masa jabatan yang dominan membentuk CEOA meningkat dari 14,90 tahun di tahun 2008 menjadi 19,25 tahun pada tahun 2012 dan *MBV* yang paling dominan merefleksikan nilai perusahaan meningkat dari 159,11% pada tahun 2008 menjadi 1.416,08 pada tahun 2012. Artinya, kemampuan CEO yang dominan ditentukan oleh masa jabatan ternyata mampu menjelaskan variasi perubahan nilai perusahaan yang direfleksikan oleh *MBV* pada perusahaan manufaktur yang terdapat di BEI.

Temuan penelitian ini menegaskan bahwa pengaruh kemampuan CEO terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal kurang ditentukan oleh sumber dana yang bersumber dari kemampuan CEO untuk meningkatkan sumber dana internal, tetapi lebih ditentukan oleh kemampuan CEO untuk memperoleh sumber dana yang berasal dari adanya *net working* CEO dengan pihak lain atau pihak ketiga yang tertanam dalam struktur modal, karena tambahan penggunaan hutang masih dapat meningkatkan nilai perusahaan. Artinya, apabila kebutuhan dana perusahaan tidak dapat dipenuhi dengan sumber dana internal, maka alternatif pendanaan dapat dilakukan melalui hubungan baik CEO dengan para pemilik dana. Dengan demikian, pendanaan perusahaan tidak saja bersumber dari laba yang dihasilkan, sehingga meningkatkan modal sendiri dan juga tidak berasal dari kemampuan dan reputasi CEO dalam mengelola perusahaan sehingga mudah memperoleh pinjaman. Akan tetapi lebih ditentukan melalui *net working* baik CEO dengan pemilik dana. Hal ini sejalan dengan hasil uji yang menunjukkan adanya pengaruh positif antara struktur modal terhadap nilai perusahaan. Sebagaimana dijelaskan dalam *trade off theory* (Modigliani dan Miller (1963), bahwa ketika hutang perusahaan meningkat, maka akan meningkatkan nilai perusahaan, pada posisi tersebut manfaat hutang lebih besar dari biaya kebangkrutan.

Pengaruh CEOO terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal

Hasil analisis jalur untuk mengukur pengaruh tidak langsung CEOO terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal diperoleh nilai dengan koefisien negatif dan signifikan (Tabel 5 dan Tabel 6). Hal ini berarti kepemilikan saham oleh CEO berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara tidak langsung melalui struktur modal. Dengan demikian struktur modal merupakan variabel *intervening* dari kepemilikan CEO terhadap nilai perusahaan. Arah negatif

pengaruh tidak langsung mengindikasikan bahwa penggunaan dana yang bersumber dari kepemilikan CEO pada struktur modal justru menurunkan nilai perusahaan. Temuan penelitian ini mengembangkan *Asymmetric information theory* (Myers dan Majluf, 1977) bahwa ada asimetri informasi antara manajer dan pihak luar dan harga saham cenderung mengalami penurunan pada saat pengumuman penerbitan saham.

Temuan ini didukung fakta empiris bahwa selama tahun 2008-2012 kepemilikan CEO rata-rata sebesar 1,91% dari jumlah total saham beredar yang dimiliki perusahaan. Rendahnya kepemilikan CEO kurang mendapat respon positif dari pasar modal sebagai *signal* bahwa CEO mengantungkan nasib mereka pada proyek-proyek investasi perusahaan, akibatnya tidak berpengaruh meningkatkan nilai perusahaan.

KESIMPULAN

CEO *Ability* berpengaruh meningkatkan struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan yang dimiliki CEO tidak dapat meningkatkan sumber dana internal perusahaan melalui saldo laba. Sumber dana bisa diperoleh karena perusahaan sudah terpercaya dan memiliki reputasi yang baik dan adanya *net working* CEO dengan pihak yang mempunyai hubungan istimewa dan hubungan keluarga, sehingga mendapatkan dana yang lebih murah. CEO *Ability* tercermin dari berapa lama yang bersangkutan menduduki jabatan tersebut. CEO yang berpengalaman, keahliannya (*expertise*) akan meningkat sehingga meningkatkan kualitas pengelolaan perusahaan. Perusahaan dengan CEO yang memiliki pengalaman dan keahlian akan mampu meningkatkan laba dan nilai perusahaan.

CEO *Ownership* menurunkan struktur modal perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa CEO yang menyertakan modalnya pada perusahaan dapat memperbesar modal sendiri dan mengurangi penggunaan hutang. Artinya, penggunaan hutang sebagai control menjadi berkurang karena dengan meningkatnya kepemilikan CEO dapat mendorong tambahan kontrol lebih efektif CEO terhadap manajemen dan pengelolaan perusahaan. CEO *Ownership* berpengaruh menurunkan nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa adanya kepemilikan CEO tidak mendorong peningkatan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena rendahnya kepemilikan CEO pada perusahaan, sehingga tidak direspon pasar modal sebagai prospek baik, karena CEO kurang menaruh harapannya pada proyek-proyek investasi perusahaan. Kepemilikan CEO tidak diharapkan oleh pasar modal, karena ada kekuawatiran CEO dapat bertindak oportunistis.

Penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Artinya, penggunaan hutang menjadi *signal* bagi investor terhadap prospek baik perusahaan, karena penggunaan hutang memberikan manfaat penghematan pajak. Tambahan penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan dan pada range tersebut manfaat penggunaan hutang lebih besar dari *bankruptcy cost*.

REFERENSI

- Bathala, T. C. Moon P. Kenneth, and Rames P Roa, 1994. Managerial Ownership, Debt Polycy, and the Impact of Institutional Holdings : An Agency theory perspective. *Financial Management*. 23 (3):p.38-50
- Bhagat Sanjai and Bolton Brian, 2010. Manager Characteristics and Capital Structure : Theory and Evidence, *Journal of Financial dan Quantitative Analysis*.
- Choi, Young Rok. 2003. Texas and Corporate Capital Structure. p.1-41
- Cleary, Sean, 1999. The Relationship Between Firm Investment and Financial Status, *The Journal Of Finance*. 54 (2): p.673-692
- Claessens, S., Djonkov, S., Lang, Larry H.P. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal Of Financial Economics*. 58:p.81-112
- Clarke R.G. Wilson B.D. Nadould S.D., 1991. Strategic Financial Managemen, Illinois, Richard D. Irwin, Inc.

- Cole, Roben A. and Hamid Mehran, 1998. The Eefek of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence From Thrift Industry, *Journal Of Financial Economic*, 50: p.291-317
- D'Mello,R and J. Farhat, 2004. A. Comparative Analysis Of Proxies For Target Capital Structure.
- Demerjian, Peter, Barucha Lev and Sarah Mc. Vay, 2006. Managerial Ability and Earnings Quality. SSRN : <http://ssrn.com>.
- Fama, Eugene F. and French, Kenneth R., 1997. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value, *Center for Research in Security Prices (CRSP) Working Paper No. Available at SSRN*: <http://ssrn.com/abstract>
- Fattouh Bassam, Pasquale Scaramozzino, Laurence Harris, 2005. Capital Structure in South Korea: A Quantile Regression Approach. *Journal of Development Economics*, 76: p.231-250
- Hamington, Diana R. and Brent D. Wilson, 1989. *Corporate Financial Analysis*, Third Edition, Homewood, Ilionis, Dow Jones-Irwin.
- Harris, Milton and Artur Raviv, 1991. The Theory Of Capital Structure, *The Journal Of Finance*. 46: 297-355
- Huang Guihai, Frank M. Song, 2006. The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economics Review*. 17:14-36
- Huang, Sheng, 2010. CEO Characteristic, Corporate Decisions and Firm Value Evidence from corporate refocusing. SSRN : <http://ssrn.com>.
- Itturiaga, F.J.L, and Sanz J.A.R, 2001. Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equation Analysis of Spanish Games. *Journal of Management & Governance*.5:179-204
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling, 1976. Theori of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economic*.3:305-360
- Masulis R. W. 1988. The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates, *Jurnal of Finance* 48 (1):107-126
- McEvoy, G.M.and Cascio, W.F. 1989. Cumulative Evidence of The Relationship between Employee Age and Job Performance. *Journal Of Applied Psychology*.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller, 1958. The Cost Of Capital, Corporation Finance and The Theory Of Investment, *American Economic Review*. 48: 261-275
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller, 1963. Corporate Income Taxes and The Cost Of Capital : A Correction, *American Economic Review* . June.
- Moh'd M.A, Perry L.G, and Rimbey James .N., 1998. The Impact of Ownership Structure and Corporate Debt Policy : Time-Series Cross-Sectional Analysis, *The Financial Review*. 33:p.35-98
- Mukherjee T.K. and Mbodja M., 1997. An Investment Into The Causality Among Firms Dividend, Investment and Financial Decision. *The Journal of Financial Research*.
- Myers, Stewart C. and Majluf, N.S. 1977. Determinan of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5,147-177
- Robbins Stephen P. dan Mary Coulter, 2009. Manajemen, Edisi ke delapan, Jilid 1, PT. Indeks, Jakarta.
- Robbins Stephen P. dan Timothy A. Judge, 2008. *Perilaku Organisasi*, Ediai 12, Buku 1, Salembah Empat, Jakarta.
- Ross Stephen A. 1977. The Determinan Financial Structure. The Incentive Signaling Approach. *The Bell Journal of Economic*. 8 (1):23-40
- Sharma, A.K. 2006. Financial Leverage and Firms Value A Study of Capital Structure of Selected Manufacturing Sectors Firms in India, *The Business Review* 6 (2): p.737-783
- Sudarma, Made, 2004. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saharn, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta)*, Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.

Sujoko, 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Strategi Diversifikasi, Leverage, Faktor Internal dan Faktor Eksternal Terhadap Nilai Perusahaan (studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Indonesia), *Disertasi*, Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya, Malang.

Sutrisno, 2005. *Manajemen Keuangan*, Teori dan Aplikasi, Cetakan Keempat, Penerbit EKONISIA, Fakultas Ekonomi UII, Yogyakarta.

Suwarto, F.X. 2010. Perilaku Keorganisasian, Edisi Revisi, Cetakan ke lima, Penerbit Universitas Atma Jaya, Yogyakarta.

Titmen, Sheridan and Sergey Tsyplakov.2005. A Dynamic Model Of Optimal Capital Structure. *The Journal Of Finance*.

Lampiran

Tabel 1. Hasil Uji *Outer model* CEO Ability (CEOA)

Arah Jalur	Koefisien	Standard Error	T Statistics t _{tabel=1,96})	Keterangan
MJC → CEOA	1.068	0.315	3.394 *	Signifikan
TPC → CEOA	0.685	0.431	2.087 *	Signifikan

Sumber : Data sekunder (diolah)

Keterangan : ns = *not significant* atau t < 1,96 ; * = *significant* atau t > 1,96

Tabel 2. Hasil Uji *Outer model* CEO Ownership (CEOO)

Arah Jalur	Koefisien	Standard Error	T Statistics t _{tabel=1,96})	Keterangan
KC → CEOO	1.000	-	-	-

Sumber : Data sekunder (diolah)

Keterangan : ns = *not significant* atau t < 1,96 ; * = *significant* atau t > 1,96

Tabel 3. Hasil Uji *Outer model* Struktur Modal

Arah Jalur	Koefisien	Standard Error	T Statistics t _{tabel=1,96})	Keterangan
LDTA ← SM	0.560	0.109	5.117*	Signifikan
TDTA ← SM	0.464	0.034	13.505*	Signifikan
TETA ← SM	-0.139	0.164	0.843ns	Tidak Signifikan

Sumber : Data sekunder (diolah)

Keterangan : ns = *not significant* atau t < 1,96 ; * = *significant* atau t > 1,96

Tabel 4. Hasil Uji *Outer model* Nilai Perusahaan

Arah Jalur	Koefisien	Standard Error	T Statistics t _{tabel=1,96})	Keterangan
MBV ← NP	0.854	0.285	2.995*	Signifikan
<i>Tobin's Q</i> ← NP	0.403	0.142	1,435ns	Tidak Signifikan

Sumber : Data sekunder (diolah)

Keterangan : ns = *not significant* atau t < 1,96 ; * = *significant* atau t > 1,96

Tabel 5. Hasil Uji Koefisien Jalur CEOA dan CEOO Terhadap Struktur Modal

Arah Jalur	Koefisien	Standard Error	T Statistics t _{tabel=1,96})	Keterangan
CEOA → SM	0.191	0.067	2.873*	Signifikan
CEOO → SM	-0.257	0.046	5,630*	Signifikan
R ² = 5,92%				

Sumber : Data sekunder (diolah)

Keterangan : ns = *not significant* atau t < 1,96; * = *significant* atau t > 1,96

Tabel 6. Hasil Uji Koefisien Jalur CEOA, CEOO dan Struktur Modal terhadap Nilai perusahaan

Arah Jalur	Koefisien	Standard Error	T Statistics t _{tabel=1,96})	Keterangan
CEOA → NP	0.125	0.092	2.362*	Signifikan

CEO → NP	-0.030	0.084	2.055*	Signifikan
SM → NP	0.427	0.151	2.836*	Signifikan
R ² = 20,86%				

Sumber : Data sekunder (diolah)

Keterangan : ns = not significant atau $t < 1,96$; * = significant atau $t > 1,96$