

KEPEMILIKAN INSTITUSI, PILIHAN STRATEGIS, DAN EFISIENSI PERUSAHAAN *GO PUBLIC* DI INDONESIA

Marsella Isani Edoway

Alumni Fakultas Bisnis Universitas Kristen Duta Wacana

Jl. Dr. Wihidin Sudiro Husodo 5 - 25, Yogyakarta, 55224

edowaymarsella@gmail.com

ABSTRACT

Based on the tenets of capital allocation systems theory, stewardship theory, and 'going concern' concept of business, institutional ownership is proposed to affect corporate Efficiency, both directly and indirectly, in large Indonesian corporations through a set of three firm-level choices: product/market development, capital intensity, and leverage. Using data on 59 corporations drawn from all industry sectors in Indonesian, and applying a partial mediation technique, this study tests an integrated, causal model of the relationships among these variables. Results show mixed support for the model. No direct relationship between institutional ownership and Efficiency is observed. However, institutional ownership affects Efficiency indirectly through product/market development and capital intensity. Although almost variable has mediation affect between institutional ownership and Efficiency, nevertheless institutional ownership has no significant relationship with leverage which also has no significant relationship with Efici.

Keyword: *institutional ownership, product/market development, capital intensity, leverage, efficiency*

ABSTRAK

Berdasarkan prinsip capital allocation systems theory, stewardship theory, and 'going concern, kepemilikan institusional diusulkan untuk mempengaruhi efisiensi perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung, di perusahaan-perusahaan besar Indonesia melalui serangkaian tiga pilihan tingkat perusahaan: pengembangan produk / pasar, intensitas modal, dan leverage. Dengan menggunakan data pada 59 perusahaan yang diambil dari semua sektor industri di Indonesia, dan menerapkan teknik mediasi parsial, penelitian ini menguji model kausal terpadu dari hubungan antara variabel-variabel tersebut. Hasil menunjukkan dukungan pada kerangka model penelitian. Tidak ada hubungan langsung antara kepemilikan institusi dan efisiensi setelah diamati. Namun, kepemilikan institusional mempengaruhi efisiensi secara tidak langsung melalui pengembangan produk atau pasar dan intensitas modal. Meskipun hampir seluruh variabel telah berpengaruh secara mediasi antara kepemilikan institusi dan efisiensi, namun kepemilikan institusi tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan hutang yang juga tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan efisiensi .

Kata Kunci: *kepemilikan institusional, pengembangan produk atau pasar, intensitas modal, leverage, efisiensi perusahaan*

PENDAHULUAN

Efisiensi perusahaan menurut Hill dan Snell (2009) ditunjukkan melalui adanya peningkatan nilai produktifitas perusahaan. Nilai produktifitas perusahaan dicerminkan

melalui tingkat kemampuan perusahaan memimpin daya saing pada struktur pembiayaan, memiliki harga yang kompetitif terhadap produk maupun jasa serta menjadi dasar daya saing perusahaan di pasar nasional. Untuk dapat mencapai tujuan perusahaan,

tidak sedikit para pemangku kepemilikan saham di beberapa perusahaan menetapkan kebijakan-kebijakan strategis kepada perusahaan untuk dapat diterapkan dan menjadi acuan untuk pertumbuhan perusahaan.

Kepemilikan saham perusahaan *go public* di Indonesia saat ini semakin luas dengan adanya investasi melalui institusi atau lembaga. Dari 430 perusahaan tercatat di tahun 2008, terdapat 412 perusahaan yang memiliki kepemilikan institusi, atau sebesar $\pm 75\%$. Kepemilikan institusi perusahaan *go public* di Indonesia secara umum terdiri dari lembaga keuangan seperti bank dan perusahaan asuransi. Kepemilikan institusi juga dapat terjadi bagi perusahaan *joint venture* ataupun perusahaan dengan berbagai macam cabang anak perusahaan karena adanya hubungan kerja sama atau universitas maupun gereja. Sebagai wujud peran serta kepemilikan yakni meningkatkan nilai perusahaan, investor oleh institusi mempertajam konsentrasinya dengan cara turut memperhatikan pertumbuhan jangka panjang perusahaan serta daya saing perusahaan yang dilaksanakan oleh manager perusahaan. Kepemilikan institusi merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham Faisal (2005) dan Sabrina (2010). Beberapa penelitian sebelumnya oleh Abegglen dan Stalk, (1985) berpendapat bahwa pemegang saham yang merupakan investor institusi memiliki kendali yang cukup besar terhadap manajemen sebagai masukan kebijakan atau keputusan strategis perusahaan. Jensen (1989) dan Porter (1992b) menyebutkan sebagian besar investor institusi juga berpengaruh sebagai monitor manajemen. Untuk itu, struktur kepemilikan institusional dipercaya memiliki kemampuan untuk mempengaruhi jalannya perusahaan agar tercapai efisiensi perusahaan (Michael 2001).

Dalam mencapai efisiensi perusahaan, institusi sebagai pemegang saham yang secara signifikan berpengaruh bagi kelangsungan perusahaan juga menetapkan beberapa pilihan strategis (Abegglen dan Stalk, 1985). Yang mana pilihan-pilihan tersebut secara umum diyakini berpengaruh pada pertumbuhan jangka panjang perusahaan dan kemampuan daya saing (Michael; 2001). Menurut Michael, terdapat empat pilihan strategis yang dapat diterapkan oleh perusahaan, yaitu pengeluaran produk dan pemasaran, pengeluaran R&D, intensitas modal dan *leverage* yang digunakan.

Dari pernyataan diatas, penelitian ini hendak menguji kembali pengaruh kepemilikan institusi terhadap efisiensi perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung, melalui empat tahap level kebijakan strategis yang sebelumnya pernah dilakukan oleh J. Michael Geringer tahun 2001 dengan judul penelitian "*Institutional Ownership, Strategic Choices and Corporate Efficiency; Evidence From Japan*". Dalam penelitiannya, dikatakan bahwa keberadaan perusahaan di Jepang pada umumnya berorientasi pada pencapaian efisiensi perusahaan yang tinggi. Hal tersebut ditunjukkan melalui etos kerja tenaga kerja perusahaan serta produk-produk keluaran Jepang yang senantiasa berinovasi. Pencapaian efisiensi tersebut dalam penelitian Michael tidak semata-mata dipengaruhi oleh kepemilikan institusinya saja, melainkan juga terlaksananya empat kebijakan strategis yang diangkat dalam penelitiannya, yaitu pengeluaran produk dan pemasaran, pengeluaran R & D, intensitas modal serta tingkat hutang yang digunakan perusahaan tersebut.

Apabila Michael menggunakan empat pilihan strategis pada perusahaan- perusahaan Jepang, penelitian ini fokus pada penerapan tiga kebijakan strategis yang meliputi ; pengeluaran produk dan pemasaran, intensitas modal dan *leverage*. Tiga variabel ini senantiasa menjadi acuan kebijakan strategi perusahaan di Indonesia pada umumnya. Endah (2008) menjelaskan bahwa kebijakan keuangan menjadi pilihan perusahaan untuk memitigasi risiko keuangan pada perusahaan, dalam hal ini kebijakan keuangan ditujukan kepada penggunaan hutang perusahaan (tingkat hutang). Selain itu, Chowdury dan Geringer (2001) menjelaskan bahwa dalam mencapai efisiensi perusahaan pengembangan produk dan model pemasaran yang baik harus diperhatikan seperti perencanaan produk baru, pemasaran dan distribusi, iklan hingga pengembangan produk melalui R&D. Commanor dan Wilson juga menjelaskan bahwa intensitas modal merupakan informasi penting yang dapat menunjukkan tingkat efisiensi penggunaan modal yang telah ditanamkan.

Pilihan tiga level strategis menunjukkan kemungkinan adanya konsistensi inter-perusahaan antara strategi, keahlian manajemen dalam mengelolanya serta hasil agregat ekonomi perusahaan berupa

pengembangan pangsa pasar perusahaan, pertumbuhan keuangan yang bersifat jangka panjang serta keuntungan strategis lainnya (Kotler, 1985; Smothers 1990; Tezuka 1997). Dengan menyatukan hubungan dalam sebuah model yang terintegrasi, diharapkan peneliti dapat menunjukkan hubungan mediasi, yaitu apakah terdapat hubungan langsung atau hubungan tidak langsung antara kepemilikan institusi terhadap efisiensi perusahaan-perusahaan *go public* di Indonesia

KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Capital Allocation Systems Theory

Teori ini mengarah kepada intensitas modal oleh investor / pemegang saham, dalam hal ini merupakan lembaga/institusi. Porter (1992) menjelaskan pemilik (investor) yang ideal atau memiliki “dedikasi”, menentukan jumlah modal secara signifikan kepada perusahaan untuk dukungan keuangan yang sifatnya jangka panjang (Kang, 1994); Sheard, 1989), dengan tujuan memperbanyak hubungan relasi daripada sekedar mengendalikan transaksi (Porter, 1992). Oleh karena itu, pemilik ini memiliki akses aliran informasi yang luas guna membantu menciptakan pemahaman yang lebih menyeluruh terhadap nilai perusahaan dan prospek jangka panjang perusahaan. Selain itu, dasar utama agar teori dapat berjalan baik ialah perilaku setia manager yang berusaha meningkatkan kinerja perusahaan. Pemilik yang ideal dan berdedikasi kemudian memperkenankan manager untuk mengambil proyek jangka panjang, mengembangkan kemampuan perusahaan secara keseluruhan dan menatar keuntungan kompetitif yang kemudian dilakukan untuk mencapai kondisi aman serta berkelanjutan dalam perusahaan.

Stewardship Theory

Teori ini menjelaskan bahwa motif dan perilaku manager dalam sebuah perusahaan haruslah jelas mengarah kepada kepentingan pemegang saham (Davis, 1997). Sebagaimana kepercayaan pemegang saham, manager tidak diberlakukan berperilaku memenuhi kepentingan diri sendiri di dalam perusahaan, melainkan memaksimalkan tujuan-tujuan kolektif perusahaan seperti pertumbuhan penjualan dan pangsa pasar, keuntungan

perusahaan serta mengembangkan prospek keuangan perusahaan (Davis et al., 1997; Fox dan Hamilton, 1994) untuk mencapai efisiensi perusahaan.

Going Concern Theory

Menjelaskan bahwa manager berperilaku memaksimalkan kapasitas menghasilkan kekayaan perusahaan (Drucker, 1991, p.112) lebih dari lima dekade. Dari pengertiannya, perilaku obyektif manager bukanlah untuk memaksimalkan pemegang saham melainkan memaksimalkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kekayaan perusahaan agar perusahaan dapat terus berjalan. Drucker berpendapat perilaku obyektif tersebut ialah sifat perilaku atau kebijakan manajemen baik jangka panjang maupun jangka pendek yang diwujudkan kedalam operasional perusahaan keadaan pasar, inovasi, produktifitas dan tenaga kerja yang ditunjukkan dengan kebutuhan keuangan serta hasil keuangannya. Teori ini berbanding terbalik dengan teori keaganenan tradisional perusahaan dimana perusahaan beroperasi untuk memaksimalkan keuntungan serta kesejahteraan pemegang saham.

Kepemilikan Institusi

Kepemilikan institusi merupakan kepemilikan saham suatu perusahaan oleh lembaga atau institusi baik negeri maupun swasta. Beberapa penelitian sebelumnya oleh Abegglen dan Stalk (1985) berpendapat bahwa pemegang saham yang merupakan investor institusi memiliki kendali yang cukup besar terhadap manajemen sebagai masukan kebijakan atau keputusan strategik perusahaan.

Pengeluaran Produk dan Pasar

Pengeluaran produk dan pasar perlu dilakukan perusahaan agar perusahaan tetap mampu bersaing dengan perusahaan lain. Penerapannya ialah investor harus mampu menerapkan strategi pemasaran yang baik untuk dapat dikerjakan oleh manajemen perusahaan. Menurut Craven, strategi pemasaran didefinisikan sebagai analisis strategi pengembangan dan pelaksanaan kegiatan dalam strategi penentuan pasar sasaran bagi produk pada tiap unit bisnis, penetapan tujuan pemasaran, dan pengembangan, pelaksanaan, serta pengelolaan strategi program pemasaran, penentuan posisi pasar yang dirancang untuk memenuhi

keinginan konsumen pasar sasaran. Dengan pemasaran produk yang baik maka akan dapat meningkatkan penjualan dan merebut pangsa pasar. Jika pemasaran produk yang dilakukan tidak atau kurang tepat maka akan terjadi penurunan penjualan yang akan memberi dampak penurunan pendapatan yang diterima oleh perusahaan tersebut (Iwan, 2008, p.151). Beberapa peneliti terdahulu (Abegglen dan Stalk, 1985; Ito dan Pucik, 1993; Kotler dan Fahey, 1985; Smothers, 1990) berpendapat bahwa dengan pengembangan produk dan pemasaran yang baik dapat mendukung pertumbuhan jangka panjang perusahaan serta kemampuan berkompetisi dengan pesaing lain.

Intensitas Modal

Intensitas modal adalah perputaran harta (total asset turn over) perputaran seluruh harta perusahaan dan dihitung dari penjualan dibagi dengan jumlah harta. Intensitas modal menunjukkan efisiensi di mana perusahaan menggunakan seluruh aktivasnya untuk menghasilkan penjualan. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin efisien penggunaan aktiva tersebut. Menurut Commanor dan Wilson (1967) rasio intensitas modal merupakan salah satu informasi yang penting bagi investor karena dapat menunjukkan tingkat efisiensi penggunaan modal yang telah ditanamkan. Salah satu indikator prospek suatu perusahaan di masa mendatang yang dapat digunakan untuk menilai suatu intensitas modal mencerminkan seberapa besar modal yang dibutuhkan untuk menghasilkan pendapatan dalam merebut pasar yang diinginkan oleh perusahaan. Semakin besar intensitas modal suatu perusahaan akan berdampak pada peningkatan penjualan yang ada diperusahaan sehingga akan berdampak secara langsung terhadap kinerja keuangan.

Leverage

Menurut (Blaine, 1993; Frankel, 1991, Sharaty dan Chaterjje, 1984), tingkat hutang dapat mengurangi keseluruhan biaya dalam permodalan khususnya bila memungkinkan adanya kesinambungan dengan akses informasi oleh *main bank* yaitu sistem peninjauan yang mana dapat mengurangi informasi asimetris serta ketidakpastian untuk kemudian diizinkan peminjaman pada tingkat tertentu (Sheared, 1989). Tingkat hutang yang

tinggi juga memungkinkan perolehan tingkat ROE rendah yang mana dapat membawa pesaing dengan hutang yang rendah pada persaingan yang tidak menguntungkan (Sarathy dan Chaterjje, 1984).

Pengembangan Hipotesis

Porter (1992) dan Sheard (1989) menegaskan bahwa masuknya hak-hak pemegang saham yaitu insitisi yang diterapkan sebagai keputusan internal perusahaan dapat menjadi kebijaksanaan untuk memonitoring perusahaan. Di Indonesia pengaruh tersebut tidak selalu kuat, karena sebagian besar perusahaan memiliki kelemahan manajemen perusahaan yang berkaitan dengan konflik kepentingan, meskipun kecil kemungkinannya. Namun, monitoring kepemilikan institusional sebagaimana dijelaskan oleh Porter (1992) dan Sheard (1989) menjadi alasan munculnya hubungan langsung kepemilikan institusi terhadap efisiensi perusahaan. Dengan demikian, akan lebih baik ketika insititisi sebagai pemegang saham dengan sendirinya menegaskan efisiensi/produktifitas perusahaan melalui hubungan langsung tersebut. Berdasarkan penjelasan dan hasil riset sebelumnya, maka hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut :

H₁: Kepemilikan Institusi berpengaruh langsung terhadap efisiensi perusahaan di Indonesia.

Dalam mencapai produktifitas yang maksimal sebagaimana yang diharapkan oleh perusahaan, pengembangan baik produk maupun model pemasarannya menjadi hal penting yang diperhatikan oleh perusahaan seperti perencanaan produk baru, pemasaran dan distribusi, iklan, R&D (*research and development*), training sumber daya manusia dan lain sebagainya (Chowdhury, 2001 dan Geringer, 2001). Agar perusahaan tetap mampu bersaing dengan perusahaan lain, maka investor harus mampu menerapkan strategi pemasaran yang baik untuk dapat dikerjakan oleh manajemen perusahaan. Menurut Craven, Strategi pemasaran didefinisikan sebagai analisis strategi pengembangan dan pelaksanaan kegiatan dalam strategi penentuan pasar sasaran bagi produk pada tiap unit bisnis, penetapan tujuan pemasaran, dan

pengembangan, pelaksanaan, serta pengelolaan strategi program pemasaran, penentuan posisi pasar yang dirancang untuk memenuhi keinginan konsumen pasar sasaran. Beberapa peneliti terdahulu (Abegglen dan Stalk, 1985; Ito dan Pucik, 1993; Kotler dan Fahey, 1985; Smothers, 1990) berpendapat bahwa dengan pengembangan produk dan pemasaran yang baik dapat mendukung pertumbuhan jangka panjang perusahaan serta kemampuan berkompetisi dengan pesaing lain. Proses pertumbuhan dapat terjadi mulai dari penetrasi pemasaran kepada pembangunan pemasaran dan pembangunan pemasaran kepada perluasan pasar. Oleh karena pemegang saham dan manajemen berorientasi pada pertumbuhan jangka panjang perusahaan melalui perluasan pasar, maka mereka akan mengambil kebijakan untuk mengadakan pembiayaan atau pengeluaran perusahaan untuk pengembangan produk dan pasar. Kalimat diatas membentuk hipotesis dibawah ini;

H2: Kepemilikan Institusi berpengaruh tidak langsung terhadap efisiensi perusahaan melalui pengeluaran produk/pasar.

H_{2a}: Adanya pengaruh kepemilikan institusi terhadap pengeluaran pengembangan produk/pasar pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

H_{2b}: Adanya pengaruh pengeluaran pengembangan produk/pasar dan efisiensi di perusahaan-perusahaan Indonesia.

Menurut Commanor dan Wilson (2007) rasio intensitas modal merupakan salah satu informasi yang penting bagi investor karena dapat menunjukkan tingkat efisiensi penggunaan modal yang telah ditanamkan. Perusahaan - perusahaan di Indonesia berkarakteristik mencapai obsesi, yaitu memiliki produktifitas yang tinggi melalui ketersediaan intensitas modal dan pengelolaan yang optimal (Michael, 2001). Kotha, Nair (2005) dan Michael (2001) mengemukakan hasil penelitian mereka bahwa hubungan intensitas modal dan produktifitas di Jepang merupakan hubungan yang positif.

Oleh karena itu, adapun hipotesis yang digunakan dalam penelitian ialah,

H₃: Kepemilikan Institusional berpengaruh tidak langsung terhadap efisiensi perusahaan melalui intensitas modal.

H_{3a}: Adanya pengaruh kepemilikan institusi terhadap intensitas modal pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

H_{3b}: Adanya pengaruh intensitas modal terhadap efisiensi perusahaan di Indonesia.

Baik tujuan dan kecenderungan manajemen puncak dalam mengambil risiko menentukan tingkat hutang dalam struktur modal perusahaan (Barton dan Gordon, 2008). Kembali lagi, dalam hal ini daya bentuk pemegang saham menjadi faktor pengaruh yang besar terhadap tujuan dan kecenderungan dalam mengambil risiko tersebut. Pilihan masukan dari kepemilikan institusi terbesar merupakan keputusan strategis yang krusial dalam perusahaan. Oleh karena itu, manajemen puncak cenderung mengadopsi keputusan strategis tersebut untuk mencapai tujuan dan harapan kepemilikan institusi sebagai pemegang saham.

Sebagian besar perusahaan di Indonesia memilih bank sebagai sumber permodalan perusahaan, kemudian membangun hubungan dekat hingga menjadi *main bank* dalam memenuhi struktur modalnya. Lepas dari kesadaran perusahaan akan adanya garansi kelangsungan jangka panjang perusahaan ketika membangun hubungan tersebut, *main bank* juga menjadi “pembawa risiko” ketika ada kelemahan keuangan di perusahaan. Jaminan tersebut mengurangi risiko operasi perusahaan serta meningkatkan kapasitas menstabilkan rasio hutang yang tinggi (Prowse, 2000).

Keuntungan yang diperoleh kepemilikan institusi ialah jika perusahaan mencapai pertumbuhan ketimbang jika perusahaan membayar deviden. Dorongan investor terhadap fokus pertumbuhan jangka panjang inilah yang kemudian perusahaan menjadi agresif dalam menggunakan hutangnya (Flath, 1984).

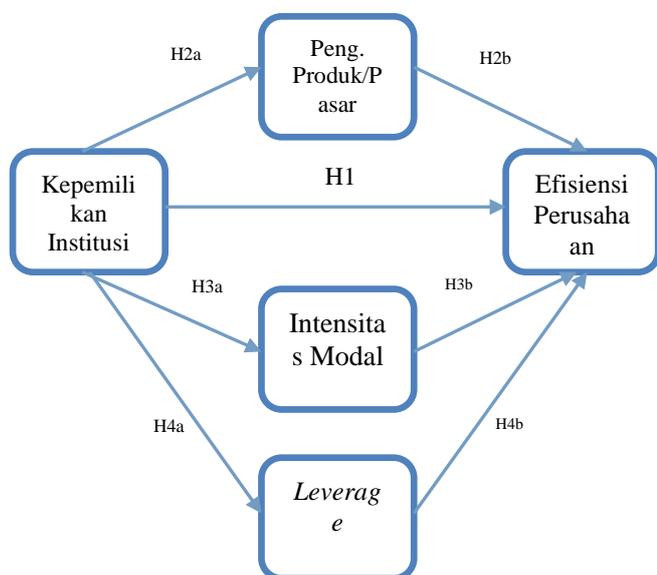
Tingginya hutang dapat mengurangi kesuluruhan biaya dalam permodalan (Blaine, 2003; Frankel, 2001, Sharaty dan Chaterjje, 2004), khususnya bila memungkinkan adanya kesinambungan dengan akses informasi oleh *main bank* yaitu sistem peninjauan yang mana dapat mengurangi informasi asimetris serta ketidakpastian untuk kemudian diizinkan peminjaman pada tingkat tertentu (Sheared, 2009). Tingkat hutang yang tinggi juga

memungkinkan perolehan tingkat ROE rendah yang mana dapat membawa pesaing dengan hutang yang rendah pada persaingan yang tidak menguntungkan (Sarathy dan Chaterjee, 2004). Untuk itu, berikut ialah hipotesis yang dapat dibentuk untuk diuji dalam penelitian ini:

- H₄: Kepemilikan Institusi berpengaruh tidak langsung terhadap efisiensi perusahaan melalui *leverage*.
- H_{4a}: Adanya pengaruh kepemilikan institusional dan proporsi hutang pada perusahaan-persaahaan di Indonesia.
- H_{4b}: Adanya pengaruh proposi hutang terhadap efisiensi perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Dari pengembangan hipotesis diatas, maka kerangka penelitian ditunjukkan pada gambar 1.

Gambar 1
Model Teoritis



METODA PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari IDX (Indonesian Stock Exchanges) selama lima tahun, yaitu pada tahun 2008-2012. Alasan peneliti

menggunakan data sekunder adalah karena data sekunder lebih mudah diperoleh, sudah ada penelitian dengan jenis data ini, serta lebih dapat dipercaya keabsahannya karena laporan keuangannya telah diaudit oleh akuntan publik dan diterbitkan oleh lembaga yang resmi. Selain itu, pengambilan data selama lima tahun dilakukan dengan alasan untuk melihat produktifitas perusahaan yang sifatnya jangka panjang serta berkaitan dengan kondisi perekonomian Indonesia yang fluktuatif di pilihan tahun tersebut.

Metode pengambilan sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling* yaitu merupakan tipe pemilihan sampel secara tidak acak, yang informasinya diperoleh dengan menggunakan pertimbangan atau kriteria tertentu (Nur dan Bambang, 2002). Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian sampel adalah, (1) Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI dan sahamnya aktif diperdagangkan selama tahun 2008 - 2012. (2) Perusahaan tersebut menerbitkan *annual report* periode 2008 – 2012. (3) Perusahaan tersebut sebagian atau seluruh kepemilikan sahamnya merupakan kepemilikan institusi. (4) Perusahaan dengan nilai kepemilikan institusi diatas 50%. Dalam segi pengaruh, akuntansi menggunakan koridor 20% dan 50% untuk menentukan tingkat pengaruh dalam kepemilikan saham. Pemegang saham di bawah 20% dianggap tidak punya pengaruh signifikan, sedangkan memiliki saham di atas 20% tetapi di bawah 50%, pemilik dianggap mempunyai pengaruh, meskipun kecil. Namun dalam segi kontrol, kepemilikan saham di atas 50% dianggap mampu mengontrol perusahaan. Untuk itu, dalam penelitian ini data kepemilikan institusi menggambarkan nilai prosentasi kepemilikan diatas 50%, yaitu kuatnya kepemilikan institusi tersebut baik dari segi pengaruh dan kontrol terhadap perusahaan (Toto Prihadi, 2013). (5) Perusahaan dengan ketersediaan data yang memadai untuk kemudian dilakukan perhitungan. (6) Perusahaan yang memiliki

nilai PER dan ROE positif serta nilai EVA yang mayoritas nilainya positif dan lebih besar dari 0 ($EVA > 0$). Dari kriteria-kriteria tersebut, peneliti mengambil 59 perusahaan selama lima periode dari tahun 2008-2012, sebagai sampel dari 412 perusahaan yang kepemilikannya oleh institusi serta terdaftar di bursa efek Indonesia tahun 2008.

Variabel dependen dalam penelitian ini ialah EVA. Menurut Hill dan Snel (2009), efisiensi perusahaan lebih baik bila diukur dengan nilai produktifitas perusahaan dibandingkan dengan nilai profitabilitas perusahaan. Untuk memperoleh nilai produktifitas secara umum digunakan nilai Economic Value Added (EVA). EVA adalah keuntungan operasi dikurang pajak, dikurangi lagi dengan biaya modal dari seluruh modal untuk menghasilkan laba. Keuntungan operasional setelah pajak menggambarkan hasil penciptaan nilai (*value*) didalam perusahaan, sedangkan biaya modal dapat diartikan sebagai pengorbanan yang dikeluarkan dalam penciptaan nilai tersebut (Steward, 2007). Menurut Iramani & Febrian (2005), secara sederhana EVA dirumuskan sebagai berikut:

$$EVA = NOPAT - (WACC * Invested Capital)$$

Keterangan:

NOPAT = Penjualan - Pajak

WACC = Biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*) atau $\{(D * Rd) * (1 - Tax) + (E * Re)\}$

dimana,

D = Total Hutang / (Total Hutang + Ekuitas)

Rd = Bunga/Hutang Jangka Panjang

Tax = Pajak / EBIT

E = Ekuitas/(Ekuitas+Total Hutang)

Re = Laba Bersih/Ekuitas

IC = *Invested Capital* merupakan jumlah total hutang dengan ekuitas dikurangi hutang jangka pendek.

Dari perhitungan akan diperoleh kesimpulan dengan interpretasi sebagai berikut: Jika $EVA > 0$, hal ini menunjukkan terjadi nilai tambah ekonomis bagi perusahaan. Jika $EVA < 0$, hal ini menunjukkan tidak terjadi nilai tambah ekonomis bagi perusahaan. Jika $EVA = 0$, hal ini menunjukkan posisi “impas” karena laba telah digunakan untuk membayar kewajiban kepada penyandang dana baik kreditur maupun pemegang saham.

Dalam penelitian ini, variabel independennya, yaitu kepemilikan institusi, baik institusi keuangan, non-keuangan, pemerintah, yayasan dan institusi terdaftar lainnya. Kepemilikan institusi diperoleh dari persentase kepemilikan saham institusi pada sebuah perusahaan. Variabel mediasi dalam penelitian ini ialah, tiga kebijakan strategi yang dapat mempengaruhi produktifitas perusahaan.

Pengeluaran Produk/Pasar

Pengeluaran modal ditunjukkan dari seberapa besar aset tetap perusahaan baik gedung, kendaraan maupun peralatan perusahaan menjadi penunjang jalannya operasi perusahaan. Pengeluaran modal tersebut kemudian dibagi dengan total penjualan. Dengan demikian, pengeluaran produk/pasar mengestimasi hasil penjualan tertentu pada setiap kali aset tetap ditambahkan. (Michael;2001)

$$PP = Aktiva Tetap / Penjualan$$

Intensitas Modal

Intensitas modal adalah *total asset turn over* atau perputaran seluruh harta perusahaan yang dihitung dari penjualan dibagi dengan jumlah harta. Intensitas modal menunjukkan efisiensi di mana perusahaan menggunakan seluruh aktivasnya untuk menghasilkan penjualan tertentu. Semakin tinggi nilai intensitas modal maka semakin efisien penggunaan aktiva tersebut. (Riyanto, 1995)

$$IM = \text{Penjualan} / \text{Total Aset}$$

Leverage

Variabel ini diperoleh dari ratio antara hutang jangka panjang terhadap total ekuitas perusahaan. Keterkaitan hutang jangka panjang terhadap total ekuitas ialah tingginya hutang dapat mengurangi keseluruhan biaya dalam permodalan (Blaine, 1993; Frankel, 1991, Sharaty dan Chaterjje, 1984). Dengan demikian, variabel hutang menentukan seberapa besar tingkat hutang yang diambil perusahaan dalam mendukung tingkat modal tertentu. (Michael;2001)

$$\text{Leverage} = \text{Hutang Jangka Panjang} / \text{Ekuitas}$$

HASIL PENELITIAN

Dalam penelitian ini, data penelitian akan dianalisis melalui *multiple mediation model*. Diakui bahwa pengujian terhadap model *multiple mediation* lebih kompleks dibanding model *simple mediation*. Pengujian *multiple mediation model* tidak saja menyangkut apakah ada atau tidak ada *indirect effect*, tetapi juga menyangkut bagaimana sebagian efek individual suatu mediator pada beberapa mediator lain yang mungkin saja saling tumpang tindih. Berkaitan dengan ini, maka isu mengenai multikoliniertitas juga dipertimbangkan dalam model-model *multiple*

mediation sebagaimana pada *multiple regression* (Preacher dan Hayes., 2008).

Investigasi *multiple mediation model* mencakup dua hal: (1) investigasi terhadap *total indirect effect*, jadi apakah sehimpuan mediator memediasi efek independen X pada dependen Y; dan (2) menguji hipotesis berkenaan dengan mediator individual dalam konteks *multiple mediation*, jadi menyelidiki *specific indirect effect* masing-masing mediator. Perlu diketahui bahwa signifikansi *total indirect effect* bukan menjadi prasyarat untuk menyelidiki *specific indirect effects*. Karena bisa terjadi *indirect effect* ditemukan signifikan meskipun ditemukan bahwa *total indirect effect* tidak signifikan. Atau *total indirect effect* signifikan namun variabel tersebut bukanlah variabel mediator. Hal ini bisa terjadi bila model mengandung *mediation effect* dan *suppression effect*. Untuk itu setiap variabel mediasi PP, IM dan IH harus di uji dengan **Sobel Test**, yaitu langkah akhir setelah regresi mediasi untuk menentukan apakah variabel yang diduga memediasi tersebut betul-betul memediasi variabel independen terhadap dependen. Dikatakan mediasi apabila hasil **Sobel Test** memiliki nilai T hitung lebih besar dari T tabel dengan tingkat sig. 0,05 memiliki nilai 1,95. Adapun persamaan yang digunakan untuk diuji kedalam uji hipotesis tersebut, yaitu ;

- Efisiensi perusahaan* = $a + ki_x + e$
- Efisiensi perusahaan* = $a + pp_x + e$
- Efisiensi perusahaan* = $a + im_x + e$
- Efisiensi perusahaan* = $a + L_x + e$
- Peng. Produk/Pasar* = $a + ki_x + e$
- Intensitas modal* = $a + ki_x + e$
- Leverage* = $a + ki_x + e$

Tabel 1
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kepemilikan Institusi	295	.57	.99	.7792	.12096
Pengeluaran Produk/Pasar	295	.00	.99	.1215	.14549
Intensitas Modal	295	.36	8.12	1.6077	1.04093
<i>Leverage</i>	295	.00	11.45	.5051	1.16701
EVA	295	-17.74	29.07	2.0788	3.73686
Valid N (listwise)	295				

Dari tabel diatas ditunjukkan bahwa dengan jumlah data (N) sebesar 295 pada setiap variabel diketahui bahwa nilai minimum Kepemilikan Institusi Pengeluaran Produk/Pasar, Intensitas Modal, *Leverage* memiliki nilai minimum paling rendah nol namun tidak sampai negatif. Begitu pula dengan nilai maximum, mean dan std. deviasinya. Sedangkan nilai terendah

EVA diketahui terdapat angka minus pada -17,74 dengan nilai maximum 29,07. Kemudian rata-rata nilai pada variabel EVA ditunjukkan berkisar 2,0788 dengan persebaran data 3,73686. Bila digambarkan nilai EVA tersebar cukup besar. Namun, masih dapat digunakan untuk menguji persamaan dalam penelitian ini.

Ada beberapa pendekatan yang digunakan untuk mengestimasi *total* dan *specific indirect effect* pada model-model *multiple mediation*. Namun penelitian ini akan fokus pada dua pendekatan yang telah disinggung sebelumnya ketika menguji model-model simple mediation yaitu *causal step* dan uji Sobel/ *Sobel Test*. Dalam pengujian dengan *causal steps*, diketahui tujuh persamaan regresi untuk model mediasi dengan tiga mediator (MacKinnon, D.P., 2008: 104 - 105, 109 - 110) sebagaimana ditunjukkan pada kerangka penelitian. Berdasarkan persamaan model *multiple mediation*, hasil uji mediasi dalam program SPSS 21.0 ditunjukkan sebagaimana tabel 2.

Tabel 2
Pengaruh Kepemilikan Institusi Terhadap Efisiensi Perusahaan

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.627	.503	.078	-1.248	.213
KI	.840	.638		1.317	.189

a. Dependent Variable: LnEva

Hasil analisis regresi pertama pada Tabel 2, ditemukan bahwa pengaruh total (total effect) kepemilikan institusi (X) terhadap efisiensi perusahaan (Y) tidak signifikan ($p\text{-value} > 0,05$) dengan koefisien regresi (1) = 0,84. Bila mengikuti kriteria *causal steps* maka analisis berhenti sampai disini. Meskipun demikian, sebagaimana yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa efek mediasi bisa saja terjadi meskipun

tidak terdapat pengaruh langsung variabel independen terhadap variabel dependen (I) yang signifikan. Dari hasil regresi diatas juga dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak ada hubungan langsung antara kepemilikan institusi terhadap efisiensi perusahaan. Dengan demikian, H1 dalam penelitian ini tidak didukung.

Tabel 3
Pengaruh Pengeluaran P/M Terhadap Efisiensi Perusahaan

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.210	.050		-4.194	.000
LnPP	-.595	.029	-.765	-20.282	.000

a. Dependent Variable: LnEVA

Hasil regresi persamaan dua pada Tabel 3, ditemukan bahwa Pengeluaran Produk/Pasar (M) berpengaruh secara signifikan terhadap

Efisiensi Perusahaan (Y) ($p\text{-value} < 0,05$), namun negatif dengan koefisien regresi (2b) =

-0,595. Dengan demikian Hipotesis 2b dalam penelitian ini didukung.

Kemudian, dilakukan kembali regresi pada variabel mediasi, sebagai syarat agar ditemukannya total pengaruh mulai dari pengaruh variabel independen terhadap variabel mediasi, setelah itu dari variabel mediasi terhadap variabel dependen atau

efisiensi perusahaan. Hasil regresi persamaan tiga pada Tabel 4, ditemukan bahwa Intensitas Modal (M) berpengaruh signifikan dan memiliki nilai korelasi positif terhadap Efisiensi Perusahaan (Y) ($p\text{-value} < 0,05$) dengan koefisien regresi ($3b$) = 0,801. Dengan demikian Hipotesis 3b didukung.

Tabel 4
Pengaruh Intensitas Modal Terhadap Efisiensi Perusahaan

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		T	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	-1.276	.111			-11.447	.000
IM	.801	.058	.639		13.889	.000

a. Dependent Variable: LnEva

Hasil regresi persamaan empat pada Tabel 5, ditemukan bahwa *Leverage* (M) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Efisiensi Perusahaan (Y) ($p\text{-value} > 0,05$)

dengan koefisien regresi ($4b$) = -0,108. Dengan demikian, H4b pada penelitian ini tidak didukung.

Tabel 5
Pengaruh Leverage Terhadap Efisiensi Perusahaan

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		T	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	.081	.085			.951	.343
L	-.108	.069	-.093		-1.563	.119

a. Dependent Variable: LnEva

Hasil regresi persamaan lima pada Tabel 6, ditemukan bahwa Kepemilikan Institusi (X) memiliki pengaruh yang signifikan namun negatif korelasinya terhadap Pengeluaran

Produk/Pasar (M) ($p\text{-value} < 0,05$) dengan nilai koefisien regresi ($2a$) = -1,604. Dari hasil regresi persamaan diatas, Hipotesis 2a pada penelitian ini didukung.

Tabel 6
Pengaruh Kepemilikan Institusi Terhadap Pengeluaran Produk/Pasar

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
(Constant)	-.107	.396			-.270	.787
1 Kepemilikan Institusi	-1.604	.502	-.184		-3.197	.002

a. Dependent Variable: LnPP

Hasil regresi persamaan enam pada Tabel 7 diatas menunjukkan bahwa Kepemilikan Institusi (X) memiliki pengaruh yang signifikan serta memiliki nilai korelasi positif terhadap Intensitas Modal (M) ($p\text{-value} < 0,05$) dengan nilai koefisien regresi ($3a$) = 1.343. Dari hasil regresi persamaan diatas, Hipotesis 3a pada penelitian ini didukung.

Hasil regresi terakhir pada persamaan tujuh yang ditunjukkan pada Tabel 8, ditemukan bahwa Kepemilikan Institusi tidak berpengaruh secara signifikan Terhadap Tingkat Hutang (M) ($p\text{-value} > 0,05$) dengan koefisien regresi ($4a$) = -0,052. Dengan demikian, Hipotesis 4a pada penelitian ini tidak didukung.

Tabel 7
Pengaruh Kepemilikan Institusi Terhadap Intensitas Modal

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.561	.392		1.434	.153
KI	1.343	.497	.156	2.704	.007

a. Dependent Variable: IM

Tabel 8
Pengaruh Kepemilikan Institusi Terhadap Leverage

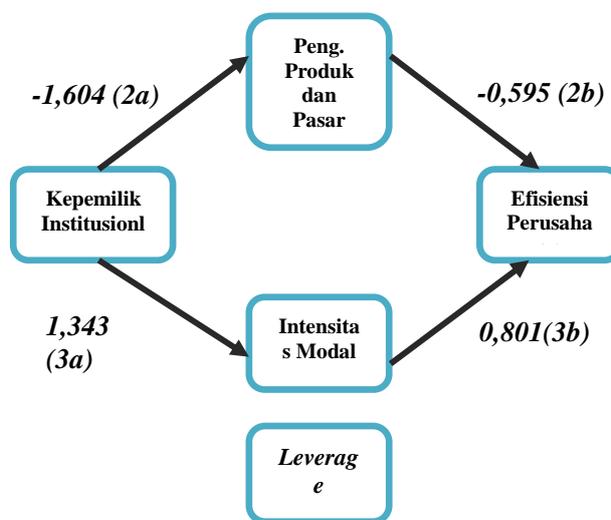
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.545	.444		1.227	.221
L	-.052	.564	-.005	-.092	.927

a. Dependent Variable: IH

Hasil uji *multiple mediation model* pada kasus *suppression model* dengan melakukan regresi mediasi, maka model kerangka penelitian *multiple mediation* dapat dilihat sebagaimana ditunjukkan pada gambar 2.

Setelah seluruh persamaan diregresi, ditemukan bahwa Pengeluaran Produk / Pasar (PP) dan Intensitas Modal (IM), masing-masing berpengaruh signifikan terhadap Efisiensi Perusahaan (Y) ($p\text{-value} < 0,05$). Namun, kedua pengaruh signifikan Pengeluaran Produk/Pasar memiliki koefisien regresi negatif sebesar -1,604 ($2a$) dan -0,595 ($2b$).

Gambar 2
Model Regresi Terintegrasi



Naik turunnya nilai pada variabel ini dipengaruhi oleh Kepemilikan Institusional sebagaimana hasil regresi menyatakan pengaruh tersebut memiliki $p\text{-value} < 0,05$, sehingga variabel Pengeluaran Produk/Pasar tergolong memenuhi kriteria *causal steps*. Meskipun variabel Pengeluaran Produk/pasar (PP) dipengaruhi oleh kepemilikan institusional (KK) serta berpengaruh terhadap variabel efisiensi perusahaan (EVA), variabel PP belum dapat dikatakan sebagai pemediasi terjadinya hubungan variabel KK terhadap variabel EVA. Untuk dapat memastikan sebuah variabel dikatakan sebagai pemediasi atau tidak, penelitian ini melakukan Uji Sobel (*Sobel Test*), sebagaimana berikut :

Total Pengaruh (2a) dan (2b)

$$= -1,604 * -0,595$$

$$= 0,95438$$

Standar Error koefisien *indirect effect* (2a) dan (2b) :

$$SH_{2a}H_{2b} = (H_{2b}^2 SH_{2a}^2 + H_{2a}^2 SH_{2b}^2 + SH_{2a}^2 SH_{2b}^2)^{1/2}$$

$$SH_{2a}H_{2b} = 0,3025439385$$

Dari nilai total pengaruh dan standar error, ditentukan nilai T-hitung sebesar 3,154 (0,95438/0,3025439385). Variabel mediasi dikatakan signifikan bila nilai T-hitung lebih besar dari T-tabel dengan standar sig.5% sebesar 1,95. Oleh karena nilai T-hitung (3,154) > dari T-tabel (1,95) maka variabel PP signifikan sebagai variabel mediasi. Dengan demikian hasil uji sobel mendukung hipotesis 2 dalam penelitian ini.

Koefisien regresi Intensitas Modal positif sebesar 1,343 (3a) dan 0,801 (3b). Berdasarkan kriteria *causal steps*, variabel Intensitas Modal (IM) dapat dikatakan sebagai variabel mediasi. Sebagaimana variabel PP, pengaruh Kepemilikan Institusi (X) terhadap Efisiensi perusahaan (Y) melalui variabel pengeluaran produk/pasar (PP) harus diuji oleh *Sobel Test*.

Total Pengaruh (3a) dan (3b)

$$= 1,343 * 0,801$$

$$= 1,075743$$

Standart Error koefisien *indirect effect* (3a) dan (3b)

$$SH_{3a}H_{3b} = (H_{3b}^2 SH_{3a}^2 + H_{3a}^2 SH_{3b}^2 + SH_{3a}^2 SH_{3b}^2)^{1/2}$$

$$SH_{3a}H_{3b} = 0,40666895$$

Maka, T-hitung untuk H3a dan H3b sebesar 2,645 (1,076 / 0,407). Itu berarti variabel

Intensitas Modal secara signifikan menjadi variabel pemediasi pengaruh kepemilikan institusi terhadap efisiensi perusahaan. Karena nilai T-hitung (2,645) > T-tabel (1,95). Dengan demikian hasil uji sobel mendukung hipotesis 3 dalam penelitian ini.

Dari seluruh persamaan diatas, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusi tidak berpengaruh langsung terhadap efisiensi perusahaan. Namun, kepemilikan institusi dapat berpengaruh secara tidak langsung terhadap efisiensi perusahaan melalui pemediasi dengan variabel intensitas modal dan variabel pengeluaran produk/pasar. Untuk itu, variabel intensitas modal dan pengeluaran produk/pasar dapat dikatakan sebagai variabel pemediasi. Sedangkan, hasil regresi dari variabel hutang menunjukkan bahwa variabel ini tidak memiliki pengaruh yang signifikan baik terhadap efisiensi perusahaan, serta tidak juga dipengaruhi oleh variabel kepemilikan institusi. Bila di uji kedalam *Sobel test* apakah variabel *leverage* merupakan variabel mediasi ditunjukkan oleh perhitungan berikut ini :

Total Pengaruh (4a) dan (4b)

$$= -0,052 * -0,108$$

$$= 0,005616$$

Standart Error koefisien *indirect effect* (4a) dan (4b)

$$SH_{4a}H_{4b} = (H_{4b}^2 SH_{4a}^2 + H_{4a}^2 SH_{4b}^2 + SH_{4a}^2 SH_{4b}^2)^{1/2}$$

$$SH_{4a}H_{4b} = 0,07238$$

Dari perhitungan diatas, T-hitung untuk H4a dan H4b sebesar 0,0775 (0,005616 / 0,07238). Itu berarti variabel *Leverage* bukan saja tidak memenuhi kriteria *causal step* melainkan bila dihitung nilai *sobel test*nya juga tidak memiliki pengaruh sebagai variabel mediasi. Hal tersebut ditunjukkan dari nilai T-hitung (0,0775) < T-tabel (1,95). Dengan demikian hasil uji sobel tidak mendukung hipotesis 4 dalam penelitian ini.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil uji *multiple mediation model*, kepemilikan institusi tidak memiliki pengaruh terhadap efisiensi perusahaan, sehingga hipotesis pertama mengenai pengaruh langsung kepemilikan institusi yang positif terhadap efisiensi perusahaan tidak didukung dalam penelitian ini. Meskipun sebagian besar kepemilikan saham di

Indonesia di dominasi oleh kepemilikan institusi maupun lembaga, penelitian Chowdury dan Geringer (2001) menegaskan bahwa kepemilikan institusi tidak mungkin dapat memengaruhi langsung efisiensi perusahaan secara keseluruhan. Hal ini dikarenakan sebagian besar kepemilikan institusi di Indonesia mempercayakan orientasi ekonomi secara umum kepada manajemen. Kepemilikan institusi juga tidak dapat menggunakan kekuatan secara langsung sebagai tuas untuk mencapai produktifitas perusahaan kecuali pada saat perusahaan menghadapi persoalan, kepemilikan institusi akan menunjukkan strategi-strategi yang kemudian dapat diterapkan dalam perusahaan. Oleh sebab itu, besar kecilnya jumlah saham yang ditanam institusi agar perusahaan tersebut menjadi milik, tidak berpengaruh secara langsung terhadap naik-turunnya atau tinggi-rendahnya efisiensi perusahaan.

Hipotesis dua (**H2**) dalam penelitian ini didukung, yaitu adanya pengaruh kepemilikan institusi terhadap efisiensi perusahaan melalui variabel pengeluaran produk/pasar. Hal ini pertama-tama ditunjukkan dari adanya pengaruh kepemilikan institusi terhadap pengeluaran produk/pasar. Timbulnya pengaruh kepemilikan institusi terhadap pengeluaran produk dan pasar (**H2a**) diakui oleh Michael dalam penelitian tahun 2001 sebagai adanya kebijakan serta kewenangan pemegang saham mengadakan pengeluaran produk/pasar untuk tercapainya tujuan perusahaan. Di Indonesia juga demikian, pengaruh tersebut selalu kuat karena kebijakan-kebijakan oleh pemegang saham yang dilakukan oleh para manajer merupakan kebijakan strategis agar tujuan perusahaan dapat tercapai. Kemudian, variabel pengeluaran produk/pasar juga berparuh secara langsung terhadap efisiensi perusahaan, meskipun hubungan variabel negatif (**H2b**). Penelitian sebelumnya oleh Chowdhury (2001) dan Geringer (2001) menjelaskan bahwa dalam mencapai produktifitas yang maksimal sebagaimana yang diharapkan oleh perusahaan, pengembangan baik produk maupun model pemasaran melalui instrumen pengeluaran modal kotor oleh keterlibatan aset tetap perusahaan, menjadi hal penting yang diperhatikan oleh perusahaan seperti perencanaan produk baru, pemasaran dan distribusi, iklan, R&D (*research and development*), training sumber daya manusia dan lain sebagainya. Namun, menurut Iwan

(2008,p.151) akan terjadi penurunan penjualan yang akan memberi dampak penurunan pendapatan oleh perusahaan apabila pengeluaran produk dan pasar yang dilakukan tidak atau kurang tepat. Pernyataan tersebut mendukung hubungan negatif variabel pengeluaran produk/pasar terhadap efisiensi perusahaan. Oleh karena terdapat pengaruh secara tidak langsung, variabel pengeluaran produk dan pasar tergolong sebagai variabel mediasi.

Meskipun tidak ada pengaruh secara langsung antara kepemilikan saham oleh institusi terhadap efisiensi perusahaan. Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa kepemilikan institusi dapat berpengaruh secara tidak langsung terhadap efisiensi perusahaan melalui variabel mediasi yaitu intensitas modal. Ditemukan bahwa terdapat hubungan langsung antara kepemilikan institusi terhadap intensitas modal (**H3a**). Penelitian terdahulu oleh Commanor dan Wilson (2007) mendukung hasil uji hipotesis yang menyatakan bahwa intensitas modal merupakan salah satu informasi yang penting bagi investor karena dapat menunjukkan tingkat efisiensi penggunaan modal yang telah ditanamkan. Sehingga, apabila tingkat kepemilikan institusi tinggi, maka intensitas modal juga tinggi. Disamping itu, pengaruh langsung lainnya antara intensitas modal dan efisiensi perusahaan juga diterima dalam penelitian ini (**H3b**). Ditemukan dari hasil uji hipotesis bahwa semakin besar intensitas modal suatu perusahaan akan berdampak pada peningkatan penjualan yang ada diperusahaan sehingga akan berdampak secara langsung terhadap efisiensi perusahaan khususnya dibidang keuangan, dimana salah satu indikator perusahaan tersebut efisiensi atau tidak ialah melalui tingkat kemampuan perusahaan memimpin daya saing pada struktur pembiayaan, memiliki harga yang kompetitif terhadap produk maupun jasa serta menjadi dasar daya saing perusahaan di pasar nasional (Hill dan Snell, 2009).

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Commanor dan Wilson (2007) yang berkaitan dengan meningkatnya efisiensi perusahaan oleh karena adanya intensitas modal yang tinggi berpendapat bahwa salah satu indikator prospek suatu perusahaan di masa mendatang yang dapat digunakan untuk menilai suatu intensitas modal mencerminkan seberapa besar modal yang dibutuhkan untuk menghasilkan

pendapatan dalam merebut pasar yang diinginkan oleh perusahaan. Itu berarti efisiensi perusahaan dapat meningkat ketika intensitas modal juga tinggi. Tingginya intensitas modal suatu perusahaan bergantung pada besarnya modal yang dibutuhkan untuk menghasilkan pendapatan. Besarnya modal yang dibutuhkan berkaitan dengan presentasi kepemilikan saham oleh institusi di perusahaan. Semakin besar kepemilikan saham oleh institusi diperusahaan meningkatkan besaran modal yang dibutuhkan perusahaan. Oleh karena itu, pernyataan diatas menjadi dukungan penting pengaruh tidak langsung kepemilikan institusi terhadap efisiensi perusahaan melalui intensitas modal sebagai pemediasi hubungan tidak langsung tersebut atau dengan kata lain hipotesis tiga (**H3**) dalam penelitian ini didukung.

Hasil uji yang berkaitan dengan variabel *leverage* tidak didukung dalam penelitian ini. Ditemukan bahwa variabel *leverage* bukanlah variabel mediasi yang menjadi penghubung pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional terhadap efisiensi perusahaan. Pernyataan Prowse (2000) mengenai hal ini ialah sebagian besar perusahaan-perusahaan di dunia memilih bank sebagai sumber permodalan perusahaan, kemudian membangun hubungan dekat hingga menjadi *main bank* dalam memenuhi struktur modalnya. Namun, lepas dari memenuhi struktur modal perusahaan, perusahaan tidak sadar akan adanya garansi kelangsungan jangka panjang perusahaan ketika membangun hubungan tersebut. *Main bank* juga dapat menjadi “pembawa risiko” ketika ada kelemahan keuangan di perusahaan. Dari pernyataan tersebut, tingkat hutang tidak berpengaruh terhadap efisiensi perusahaan serta tidak dipengaruhi juga oleh kepemilikan institusi. Kemungkinan terjadi hubungan tingkat hutang dengan intensitas modal bila dilakukan pengujian pada kedua variabel tersebut. Oleh karena itu, hipotesis 4 (**H4**) tidak didukung dalam penelitian ini.

Hasil uji keseluruhan variabel mengenai hubungan langsung kepemilikan institusi terhadap efisiensi perusahaan serta hubungan tidak langsung kepemilikan institusi melalui tiga variabel penghubung yaitu pengeluaran produk/pasar, intensitas modal dan tingkat hutang, tidak sepenuhnya didukung. Indonesia dengan tingkat kepemilikan institusi $\pm 75\%$ tidak menjamin efisiensi perusahaan. Untuk

itu, dikemukakan strategi-strategi sebagai pendukung tercapainya efisiensi tersebut. Ditemukan pengeluaran produk/pasar serta intensitas modal menjadi variabel mediasi yang menghubungkan pengaruh kepemilikan institusi dan efisiensi perusahaan. Logis, karena efisiensi perusahaan menurut Hill dan Snell (2009) ditunjukkan melalui adanya peningkatan nilai produktifitas perusahaan. Nilai produktifitas perusahaan dicerminkan melalui tingkat kemampuan perusahaan memimpin daya saing pada struktur pembiayaan, memiliki harga yang kompetitif terhadap produk, baik jasa maupun barang serta menjadi dasar daya saing. Selain itu, pada variabel intensitas modal didapati bahwa biaya modal yang menjadi penentu tingkat intensitas modal perusahaan. Bila intensitas modal meningkat, tentu akan meningkatkan efisiensi perusahaan, karena dengan intensitas modal yang tinggi dapat memberi keleluasaan perusahaan dalam menjalankan operasional perusahaan. Tinggi rendahnya biaya modal perusahaan tergantung pada jumlah saham yang ditanamkan pemegang saham (Kepemilikan Institusional) terhadap perusahaan.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Dari hasil uji *multiple mediation model*, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusi tidak berpengaruh langsung terhadap efisiensi perusahaan. Chowdury dan Geringer (2001) menegaskan bahwa kepemilikan institusi tidak mungkin dapat mempengaruhi langsung efisiensi perusahaan secara keseluruhan, dikarenakan sebagian besar kepemilikan institusi di Indonesia mempercayakan orientasi ekonomi secara umum kepada manajemen. Atas pernyataan diatas H1 pada penelitian ini tidak didukung.

Kepemilikan institusi dapat berpengaruh secara tidak langsung terhadap efisiensi perusahaan melalui pemediasi dengan variabel intensitas modal dan variabel pengeluaran produk/pasar. Pernyataan tersebut ditunjukkan dari nilai *causal step* dan *sobel test* yang signifikan sebagai variabel mediasi. Pengeluaran produk/pasar dapat berpengaruh terhadap efisiensi perusahaan sebagaimana pendapat Chowdhury (2001) dan Geringer (2001) yang menjelaskan bahwa dalam

mencapai produktifitas yang maksimal seperti yang diharapkan oleh perusahaan, pengembangan baik produk maupun model pemasarannya menjadi hal penting yang diperhatikan oleh perusahaan seperti perencanaan produk baru, pemasaran dan distribusi, iklan, R&D (*research and development*), training sumber daya manusia dan lain sebagainya. Dengan demikian H2 dalam penelitian ini didukung.

Pengaruh tidak langsung variabel kepemilikan saham terhadap efektifitas perusahaan ditunjukkan melalui intensitas modal sebagai variabel mediasinya. Commanor dan Wilson (2007) berpendapat bahwa salah satu indikator prospek suatu perusahaan di masa mendatang yang dapat digunakan untuk menilai suatu intensitas modal mencerminkan seberapa besar modal yang dibutuhkan untuk menghasilkan pendapatan dalam merebut pasar yang diinginkan oleh perusahaan. Itu berarti efisiensi perusahaan dapat meningkat ketika intensitas modal juga tinggi. Tingginya intensitas modal suatu perusahaan bergantung pada besarnya modal yang dibutuhkan untuk menghasilkan pendapatan. Besarnya modal yang dibutuhkan berkaitan dengan presentasi kepemilikan saham oleh institusi di perusahaan Indonesia. Dari pernyataan tersebut H3 dalam penelitian ini didukung.

Hasil regresi dari variabel hutang menunjukkan bahwa variabel ini tidak memiliki pengaruh yang signifikan baik terhadap efisiensi perusahaan, serta tidak juga dipengaruhi oleh variabel kepemilikan institusi. Pernyataan Prowse (2000) mengenai hal ini ialah sebagian besar perusahaan di Indonesia memilih bank sebagai sumber permodalan perusahaan, kemudian membangun hubungan dekat hingga menjadi *main bank* dalam memenuhi struktur modalnya. Namun, lepas dari memenuhi struktur modal perusahaan, perusahaan tidak sadar akan adanya garansi kelangsungan jangka panjang perusahaan ketika membangun hubungan tersebut, *main bank* juga menjadi "pembawa risiko" ketika ada kelemahan keuangan di perusahaan. Dengan demikian H4 tidak didukung dalam penelitian ini.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, mulai dari proses pengumpulan data hingga pemaparannya. Keterbatasan tersebut antara lain, Pertama, penelitian ini mempertimbangkan banyak hal dalam

menentukan sampel baik dari nilai ROE, PER dan nilai EVA. Sehingga, dari 412 perusahaan yang terdaftar di tahun 2009, hanya 59 perusahaan yang kemudian digunakan dalam penelitian ini. Jumlah perusahaan yang minim, tidak dapat mewakili produktifitas perusahaan dengan skala negara (lingkup daerah yang luas). Untuk itu, penelitian kedepannya dapat menggunakan pilihan sampel perusahaan secara acak, namun data juga tidak terlalu ekstrim. Dalam arti, ketika nilai tersebut negatif hingga positif, tentukan nilai tengah dari nilai data tersebut, untuk kemudian digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian.

Kedua, riset pada penelitian ini menggunakan regresi mediasi sebagai alat uji sebagaimana penelitian sebelumnya. Kelemahan regresi mediasi ini ialah tidak dapat mendukung hubungan model penelitian. Untuk itu, lebih baik bila menggunakan SEM untuk riset yang akan datang. Untuk alat uji hipotesis disarankan untuk menggunakan SEM (*Structural Equation Model*) dengan manfaat yaitu, SEM mengestimasi *multiple interrelated dependence relationships* yang istilah sederhananya adalah susunan beberapa persamaan regresi berganda yang terpisahkan tetapi saling berkaitan serta SEM memiliki kemampuan untuk menunjukkan beberapa konsep tidak teramati (*unobserved concepts*) serta beberapa hubungan yang ada di dalamnya, dan perhitungan terhadap beberapa kesalahan pengukuran dalam proses estimasi.

Ketiga, nilai pajak dalam perhitungan CAMP tidak menggunakan nilai pajak *final* perusahaan, melainkan hanya prosentasi pajak yang terdapat dalam laporan rugi/laba perusahaan. Untuk itu, nilai pajak dalam perhitungan CAMP seharusnya menggunakan nilai *final* pajak sebuah perusahaan tiap tahunnya. Dari hasil penelitian diatas, manajer disarankan untuk memperhatikan setiap kebijakan- kebijakan strategis perusahaan agar tujuan perusahaan dapat tercapai. Selain itu, manajer disarankan juga untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan terkait kebijakan perusahaan. Sebagaimana diketahui dalam penelitian ini bahwa pengeluaran produk/pasar sangat baik bagi efisiensi perusahaan, namun pengeluaran oleh instrumen aset tetap tersebut harus diperkirakan kontribusinya terhadap tingkat penjualan. Selain itu, disarankan bagi manajer untuk memperhatikan intensitas modal

perusahaan. Harapan perusahaan ialah dengan tingkat penjualan tertentu yang nantinya berpengaruh pada peningkatan aset perusahaan. Kebijakan keuangan terkait hutang juga menjadi pertimbangan. Meskipun, penggunaan hutang berkaitan dengan modal perusahaan, namun perlu diperhatikan khususnya penggunaan hutang dan dampaknya di jangka panjang.

DAFTAR REFERENSI

- Purwanto, I. 2008. *Manajemen Strategi*, Bandung: Yrama Widya. Hlm. 151
- Iswandi, 2013. Data Library, <http://iswandivaqih.blogspot.co.id/2013/04/strategi-pemasaran-untuk-Meningkatkan.html>, Diakses 20 November, 2015
- Ridwan. 2014. Data Library, <https://manajemenppm.wordpress.com/2013/04/26/50-50/>, Diakses 20 November, 2015
- Michael. 2001. "Institutional Ownership, Strategic Choices and Corporate Efficiency: Evidence from Japan". *Journal of Finance*, 62 (1) : 1-24
- Research. 2012. Data Library, https://www.researchgate.net/publication/228054694_Institutional_Ownership_Strategic_Chchoices_and_Corporate_Efficiency_Evidence_from_Japan, Diakses 17 Desember, 2015
- MacKinnon, D. P. 2008. *Introduction to Statistical Mediation Analysis (Multivariate Application Series)*. Erlbaum Psych Press
- Preacher, K. J., Rucker, D. D and Hayes, A. F., 2007. "Addressing Moderated Mediation Hypotheses: Theory, Methods, and Prescriptions". *Multivariate Behavioral Research*, 42(1), 185–227. Lawrence Erlbaum Associates, Inc
- Purwanti, 2010. "Rasio Intensitas Modal, Tingkat Hutang dan Produktifitas Perusahaan". *Journal of Finance*, 3 (5) : 1-32
- Hanafi, H. 2014. *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Ghozali, I. 2010. *Ekonometrika : Teori, Konsep dan Aplikasi Dengan SPSS 17*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Kartikawati, W. 2009. "Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan". *Journal of Finance*. 6 (11) : 1-29
- Statistik. 2009. Data Library, <http://jt-stat.blogspot.co.id/2009/04/mediation/multiple-mediation.html>, Diakses 17 November, 2015