

# VARIABEL-VARIABEL YANG MEMPENGARUHI TOBIN'S Q *BROKERAGE HOUSE* DI INDONESIA\*

Putu Agus Ardiana<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Fakultas Ekonomi Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia  
email: ardianaagus@gmail.com

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan mengetahui variabel-variabel yang mempengaruhi Tobin's Q sebagai proksi *market power brokerage house* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan cara melakukan pemodelan ekonometrika sampai memperoleh model yang BLUE (*Best Linear Unbiased Estimators*) berdasarkan data *cross-sectional* tahun 2007, 2008, 2009, dan data panel untuk melihat konsistensinya. Model yang BLUE ternyata tidak konsisten untuk setiap data tersebut tetapi terdapat sejumlah temuan menarik, antara lain investor individual berkontribusi lebih besar terhadap *market power brokerage house*, risiko finansial yang dihadapi *brokerage house* ternyata menyebabkan penurunan *market power*, dan *market power brokerage house* ternyata semakin menurun seiring dengan bertambahnya total aset yang dikelola manajer investasi.

**Kata kunci :** *BLUE, brokerage house, Tobin's Q*

## ABSTRACT

The research aims to investigate variables affecting Tobin's Q representing the market power of brokerage house listed on the Indonesia Stock Exchange by developing a *BLUE* (Best Linear Unbiased Estimators) econometric model for cross-sectional data of 2007, 2008, and 2009 as well as panel data to observe their consistency. The models vary across different data but there are many important findings to note, such as individual investors contribute to greater market power of brokerage house, greater brokerage house's financial risk would reduce the market power, and the market power declines when investment manager holds greater total assets.

**Keywords :** *BLUE, brokerage house, Tobin's Q*

---

\* Penelitian ini merupakan replikasi penelitian yang dilakukan oleh Hartawan (2011) dengan menambahkan logaritma natural ukuran perusahaan, mengukur usia *brokerage house* sejak pertama kali didirikan per tanggal akta notaris, memodifikasi ukuran *growth opportunity* dan menambahkan perdagangan sahamnya. Penulis mengucapkan terima kasih kepada I Dewa Gede Wirama yang telah memberikan kontribusi signifikan dalam perbaikan artikel ini.

## PENDAHULUAN

Ross *et al.* (2008) mengungkapkan bahwa tujuan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan (*firm's value*) sehingga menyehatkan pemilik. Jika perusahaan adalah perseroan terbatas yang modalnya terdiri atas saham-saham, maka meningkatkan nilai perusahaan diindikasikan dengan meningkatnya harga pasar saham sehingga menyehatkan pemegang saham. Dengan demikian, penelitian tentang *return* saham merupakan penelitian tentang nilai perusahaan karena salah satu komponen *return* saham adalah perubahan harga pasar saham.

*Market power* dapat diukur oleh Tobin's Q karena membandingkan harga pasar saham (setelah memperhitungkan nilai pasar utang) dan nilai pengganti aset. Penelitian terdahulu banyak meneliti investasi langsung yang dilakukan oleh investor sehingga penting bagi mereka untuk mengetahui *market power* emiten. Penelitian ini memandang bahwa investor sering kali berinvestasi secara tidak langsung melalui *brokerage house* sehingga penting bagi mereka untuk mengetahui *market power brokerage house*. *Market power brokerage house* diduga dipengaruhi oleh banyak variabel.

Sejumlah penelitian telah menemukan bahwa struktur risiko keuangan dan perataan laba berpengaruh terhadap Tobin's Q (Suranta dan Pratana, 2004; Maryatini, 2006). Beberapa penelitian juga telah membahas hubungan struktur kepemilikan perusahaan dengan penciptaan nilai yang akan berdampak kepada Tobin's Q (Jensen dan Meckling, 1976; Fuerst dan Kang, 2000; Cho, 2008; Iturriaga dan Sanz, 2008; Eisenberg *et al.*, 2008; Barnhart dan Rosenstein, 2008; Mehran dan Cole, 2008).

Penelitian ini memproksikan *market power* sebagai Tobin's Q

sebagaimana dirumuskan oleh Lindenberg & Ross (1981) dan meregresikan 34 variabel bebas yang diduga mempengaruhi Tobin's Q *brokerage house*. Melalui data *cross-sectional* 2007, 2008, dan 2009 serta data panel, peneliti menginvestigasi konsistensi variabel-variabel yang paling mempengaruhi *market power brokerage house* berdasarkan model regresi OLS (*Ordinary Least Square*) yang BLUE (*Best Linear Unbiased Estimators*).

Model regresi OLS yang BLUE, harus memenuhi tujuh asumsi klasik (Studenmund, 2006), yaitu (1) *the regression model is linear, is correctly specified, and has an additive error term*, (2) *the error term has a zero population mean*, (3) *all explanatory variables are uncorrelated with the error term*, (4) *observations of the error terms are uncorrelated with each other (no serial correlation)*, (5) *the error term has a constant variance (no heteroskedasticity)*, (6) *no explanatory variable is a perfect linear function of any other explanatory variable(s) (no perfect multicollinearity)*, dan (7) *the error term is normally distributed (this assumption is optional but usually is invoked)*. Jika tidak memenuhi semua asumsi klasik, maka model regresi OLS tidak dapat dipercaya (*unreliable*) sehingga peneliti tidak dapat menarik simpulan apalagi memberikan saran-saran. Rumusan masalah yang dijawab dalam penelitian ini adalah "Variabel apa yang mempengaruhi *market power brokerage houses* di Indonesia berdasarkan data *cross-sectional* dan data panel?" dan "Apakah variabel yang berpengaruh tersebut konsisten berdasarkan data *cross-sectional* dan data panel?"

Usia entitas merupakan ukuran lamanya suatu entitas tersebut beroperasi. Lamanya entitas beroperasi terkait dengan pengalaman yang dimiliki oleh entitas tersebut. *Learning theory* menyebutkan

bahwa semakin lama entitas beroperasi, maka semakin banyak pengalaman yang dimiliki sehingga berpengaruh positif terhadap kinerja entitas dalam melaksanakan aktivitasnya. Menurut Ebbinghaus (1985) dalam Weiss (2010), semakin tua usia entitas maka efisiensinya dalam melakukan suatu aktivitas semakin meningkat yang pada akhirnya meningkatkan profitabilitas entitas tersebut. Faktor usia entitas juga merupakan faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan. Usia entitas dapat menunjukkan kemampuan dalam mengatasi kesulitan dan hambatan yang dapat mengancam kehidupan perusahaan. Di samping itu menunjukkan kemampuan perusahaan mengambil kesempatan dalam lingkungannya untuk mengembangkan usaha (Rosid, 2008).

Teori keagenan (*agency theory*) menjelaskan hubungan antara *principal* (pemegang saham) dan *agent* (manajemen). Setidaknya terdapat dua jenis masalah dalam hubungan keagenan tersebut, yaitu masalah kompensasi manajerial dan masalah asimetri informasi. Masalah pertama muncul karena manajemen menginginkan kompensasi yang lebih tinggi dalam bentuk bonus atas peningkatan laba yang dilaporkan oleh perusahaan, sedangkan pemegang saham menginginkan pembagian dividen yang lebih tinggi atas peningkatan laba tersebut. Masalah keagenan yang kedua tentang asimetri informasi muncul karena manajemen adalah pihak yang berada di dalam perusahaan yang mengelola modal pemilik dan membuat laporan keuangan, sebaliknya pemegang saham adalah pihak yang berada di luar perusahaan yang hanya mengetahui keadaan perusahaan dari laporan keuangan yang dibuat oleh manajemen.

Masalah keagenan yang pertama dapat dipecahkan melalui negosiasi tentang kompensasi manajerial dan

program kepemilikan saham untuk manajemen. Sebaliknya masalah keagenan yang kedua dapat dipecahkan melalui peran auditor independen yang memberikan jasa keyakinan (*assurance services*) kepada pemegang saham bahwa laporan keuangan yang dibuat oleh manajemen terbebas dari salah saji material dan sesuai dengan standar akuntansi yang berlaku.

Kepemilikan saham untuk manajemen (kepemilikan manajerial) bertujuan untuk mengurangi biaya keagenan yang muncul dari konflik keagenan yang pertama. Dengan memberikan saham kepada manajemen, maka manajemen juga merupakan pemegang saham atau pemilik perusahaan, dengan demikian segala perilaku dan kebijakan yang dibuat oleh manajemen sesuai dengan keinginan pemegang saham lainnya.

Morck, Shleifer, dan Vishney (1988) menemukan hubungan yang *non-linear* antara kepemilikan manajerial dan Tobin's Q. Kepemilikan manajerial dari 0 persen sampai dengan 5 persen akan meningkatkan Tobin's Q. Sebaliknya kepemilikan lebih dari 5 persen sampai dengan 25 persen akan menurunkan Tobin's Q. Kepemilikan lebih dari 25 persen akan kembali meningkatkan Tobin's Q. Lebih lanjut lagi Morck, Shleifer, dan Vishney (1988) menyarankan agar pemegang saham tidak menyerahkan kepemilikan sahamnya lebih dari 25 persen kepada manajemen, tetapi cukup sampai dengan 5 persen karena memiliki dampak yang relatif sama dengan Tobin's Q.

Berdasarkan subjeknya, investor dapat dibagi menjadi *institutional investors* dan *individual investors*. Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2009) *institutional investors* berorientasi pada investasi sehingga *return* yang diharapkan dari investasi sahamnya adalah berupa pendapatan

dividen dan *capital gain* (perbedaan harga pasar saham selama *holding period*). Sebaliknya *individual investor* cenderung berorientasi pada spekulasi harga pasar saham dalam jangka pendek sehingga *return saham* yang diharapkan berupa *capital gain* (Bodie, Kane, dan Marcus, 2009). Perilaku spekulatif semakin buruk ketika investasi dalam saham dilakukan oleh *noise traders*, yaitu *individual investors* yang tidak terlalu paham tentang pasar modal dan hanya mengikuti kecenderungan investor lain dalam bertransaksi (Reilly dan Brown, 2009). Perilaku *noise traders* yang sangat spekulatif ini sering dituduh sebagai penyebab *stock market bubble* (Ali, 2004).

*Brokerage house* dapat berlisensi sebagai Perantara Pedagang Efek (PPE atau *broker*), Penjamin Emisi Efek (PEE atau *underwriter*), Manajer Investasi (MI atau *investment manager*), atau kombinasinya. Ketiga jenis lisensi tersebut berperan penting dalam pasar modal. PPE menghubungkan transaksi antara investor dan emiten, PEE berperan dalam *Initial Public Offering* (IPO) yang dilakukan oleh emiten, dan MI berperan dalam mengelola portofolio investor secara kolektif. Investor yang berhubungan dengan *brokerage house* karena investasi yang tidak langsung sangat membutuhkan informasi tentang *market power brokerage house* dalam menilai prospek dan keamanan investasinya.

Sejumlah penelitian menunjukkan adanya hubungan yang negatif antara *board size* dan Tobin's Q (Yermack, 1996 ; Jensen, 1993 ; Steiner, 2002; Lipton dan Lorsch, 2005 ; Hackman, 2005). Penelitian tersebut mengungkapkan bahwa jumlah direksi dalam dewan direksi (*board size*) yang besar menyebabkan rendahnya produktivitas yang pada akhirnya menurunkan Tobin's Q. Lebih lanjut lagi Yermack (1996)

mengungkapkan bahwa hubungan negatif antara *board size* dan Tobin's Q tidak bersifat linear, tetapi *convex non-monotonic*. Akibatnya, perusahaan kecil yang menambah jumlah direksinya akan mengalami penurunan Tobin's Q yang lebih besar daripada perusahaan besar. Yermack (1996) juga menemukan bahwa perusahaan yang mengumumkan rencana penambahan jumlah direksi berdampak pada penurunan harga pasar sahamnya.

Ross *et al.* (2008) mendefinisikan *growth opportunity* sebagai kesempatan berinvestasi di proyek investasi yang memiliki *Net Present Value* (NPV) yang positif. Smith dan Watts (2006) mengungkapkan berbagai proksi untuk *growth opportunity*, yaitu rasio antara pengeluaran modal dan penjualan serta rasio antara biaya riset dan pengembangan (R&D) dan penjualan. Perusahaan yang memiliki kesempatan yang besar untuk tumbuh melalui proyek investasi yang memiliki *Net Present Value* (NPV) yang positif memiliki Tobin's Q yang lebih tinggi. Dengan demikian, terdapat hubungan yang positif antara *growth opportunity* dan Tobin's Q (Jones, Danbolt, dan Hirst, 2004).

Terdapat sejumlah penelitian yang memproksikan *firm size* (ukuran perusahaan) sebagai *total assets* dan *total equity* (Morck, Shleifer, dan Vishney, 1988; Yermack, 1996; Jones, Danbolt, dan Hirst, 2004). Penelitian-penelitian tersebut menunjukkan hubungan yang positif antara ukuran perusahaan dan Tobin's Q. Perusahaan dengan *total assets* dan *total equity* yang lebih besar memiliki kapasitas dan kapabilitas pengelolaan perusahaan yang lebih besar sehingga meningkatkan kepercayaan investor yang pada akhirnya meningkatkan Tobin's Q (Ross *et al.*, 2008).

*Brokerage house* yang memiliki lisensi sebagai Perantara Pedagang Efek (PPE), Penjamin Emisi Efek (PEE),

dan Manajer Investasi (MI) harus memperhatikan volume perdagangan, nilai perdagangan, dan frekuensi perdagangan sekuritas untuk mempertahankan, bahkan meningkatkan Tobin's Q. Bursa Efek Indonesia (BEI) secara berkala me-ranking *brokerage house* menurut volume, nilai, dan frekuensi perdagangan. Investor menggunakan informasi ini sebagai dasar dalam pemilihan *brokerage house* untuk investasi tidak langsungnya. Investor jenis ini tidak memiliki banyak waktu dan/atau pengetahuan untuk berinvestasi secara langsung di pasar modal sehingga membutuhkan jasa *brokerage house*.

Nilai perdagangan berhubung an positif dengan volume perdagangan karena nilai perdagangan ditentukan oleh volume perdagangan sekuritas dengan harga pasarnya (*Indonesia Stock Exchange*, 2010). Sebaliknya hubungan antara frekuensi perdagangan dan nilai perdagangan tidak jelas karena nilai perdagangan yang tinggi belum menjamin frekuensi perdagangan yang tinggi.

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini meneliti semua *brokerage house* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan secara konsisten menerbitkan laporan keuangan dari tahun 2007, 2008, dan 2009. Berdasarkan data *cross-sectional* tahun 2007, 2008, dan 2009 secara berturut-turut terdapat 97, 109, dan 109 *brokerage house* yang melaporkan data dan informasi yang lengkap. Dengan demikian, terdapat 315 pengamatan berdasarkan data panel.

Penelitian ini mengumpulkan data tentang semua variabel yang dibutuhkan sebagaimana tersaji dalam lampiran 1. Dengan menggunakan metode regresi OLS (*Ordinary Least Square*), peneliti melakukan sejumlah pemodelan regresi OLS untuk data *cross-sectional* tahun 2007, 2008, dan 2009 serta data panel

sampai mendapatkan model regresi OLS yang BLUE, yaitu model regresi OLS yang memenuhi semua asumsi klasik agar peneliti dapat menyimpulkan hasil penelitian dan memberikan saran-saran. Setelah mendapatkan model regresi OLS yang BLUE untuk data *cross-sectional* tahun 2007, 2008, dan 2009 serta data panel, peneliti menyimpulkan konsistensi variabel-variabel yang paling mempengaruhi Tobin's Q *brokerage house*.

Tobin's Q sering digunakan untuk menjelaskan hubungan antara kepemilikan manajerial dan *market power*, hubungan antara kinerja manajerial, peluang investasi, pendanaan, dividen, dan kebijakan kompensasi manajerial (Chung dan Pruitt, 2004). Morck, Shleifer, dan Vishney (1988) juga menggunakan Tobin's Q sebagai proksi untuk *market power* dalam hubungannya dengan kepemilikan manajerial. Selain itu, Yermack (1996) meneliti pengaruh ukuran dewan direksi terhadap Tobin's Q. Dengan demikian, Tobin's Q dapat digunakan sebagai proksi persepsi investor terhadap *market power*. Menurut definisi, Tobin's Q adalah rasio antara nilai pasar dari aset perusahaan dan nilai penggantian aset tersebut yang dihitung sebagai berikut:

$$Q = \frac{(MVS + MVD)}{RVA} \quad (1)$$

### Keterangan:

- MVS = *Market Value of Shares* = Nilai pasar seluruh saham yang beredar  
MVD = *Market Value of Debt* = Nilai pasar total utang  
RVA = *Replacement Value of Assets* = Nilai penggantian seluruh aset

Perusahaan dengan Tobin's Q yang tinggi atau  $Q > 1,00$  diinterpretasikan sebagai perusahaan yang memiliki peluang investasi yang lebih baik (Lang, Stulz & Walkling, 1989) memiliki potensi pertumbuhan yang lebih tinggi (Tobin & Brainard, 1968) dan menunjukkan bahwa manajemen aset telah dilakukan dengan baik (Lang, Stulz & Walkling, 1989). Mengingat formula di atas memiliki kelemahan dalam menentukan *market value of debt* dan *replacement value of assets*, maka Lindenberg & Ross (1981) kemudian menyederhanakan formula Tobin's Q. Versi modifikasi formula Tobin's Q ternyata memiliki keakuratan sebesar 96,6% dari formula asli. Formula Tobin's Q yang dimodifikasi oleh Lindenberg & Ross (1981) adalah sebagai berikut.

$$Q = \frac{(MVS + D)}{TA} \quad (2)$$

**Keterangan:**

MVS = *Market Value of Shares* = Nilai pasar seluruh saham yang beredar

TA = *Total Assets*, yaitu total aset lancar + total aset tetap + total aset lain-lain

D = *Debt* = Utang, yaitu

D = (AVCL - AVCA) + AVLTD  
(3)

**Keterangan:**

AVCL = *Accounting Value of The Firm's Current Liabilities* = Total utang jangka pendek

AVLTD = *Accounting Value of The Firm's Long Term Debt* = Total utang jangka panjang

AVCA = *Accounting Value of The Firm's Current Assets* = Total aset lancar

**HASIL DAN PEMBAHASAN**

Model regresi OLS berdasar kan data *cross-sectional* tahun 2007, 2008, dan 2009 serta data panel yang melibatkan 34 variabel bebas bukan merupakan model regresi OLS yang BLUE karena terdapat sejumlah pelanggaran asumsi klasik sebagai mana diringkas dalam tabel 1 berikut ini. Dengan demikian, proses pemodelan regresi OLS perlu dilanjutkan dengan teknik *dropping* (menghilang kan variabel bebas yang paling tidak signifikan mempengaruhi Tobin's Q dan "perekayasaan" seperti menambahkan *moderating variable(s)* dan/atau *intervening variable(s)*).

**Model Regresi OLS yang BLUE untuk Data Cross-Sectional Tahun 2007**

Setelah melakukan pemodelan berkali-kali, model regresi OLS yang BLUE untuk data *cross-sectional* tahun 2007 tersaji dalam tabel 2. Model regresi OLS yang BLUE memiliki koefisien determinasi (R-Square) 91.27%, yang merupakan ukuran *goodness of fit* sebuah model regresi. Model ini menunjukkan bahwa *dummy variable* tipe investor, *debt to total assets*, *dummy variable* lisensi *brokerage house* sebagai manajer investasi, dan total aset yang memoderasi hubungan antara *dummy variable* lisensi *brokerage house* sebagai manajer investasi dan Tobin's Q berpengaruh secara serempak (Prob F-statistic < level of significance 0.05) dan parsial (Prob t-statistic < level of significance 0.05) terhadap Tobin's Q.

**Tabel 1 : Ringkasan Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model Regresi OLS Pertama yang Melibatkan 34 Variabel Bebas Berdasarkan Data *Cross-Sectional* Tahun 2007, 2008, dan 2009 serta Data Panel**

Asumsi Klasik	Pengujian	Hasil
I – III (Pengujian Spesifikasi Model)	<i>Ramsey RESET Test</i>	Model regresi tidak terspesifikasi secara tepat
	<i>Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test</i>	Tidak ditemukan masalah autokorelasi
	<i>Ljung-Box Q-Statistic</i>	Tidak ditemukan masalah autokorelasi
V (Pengujian Heteroskedastisitas)	<i>White Heteroskedasticity Test</i>	Terdapat masalah heteroskedastisitas
VI (Pengujian Multikolinearitas)	<i>Variance Inflation Factor (VIF)</i>	Terdapat masalah multikolinearitas
VII (Pengujian Normalitas)	<i>Jarque-Bera Normality Test (JBTS)</i>	Residual mendekati distribusi normal karena $n > 30$

Sumber: Data diolah

**Tabel 2: Model Regresi OLS yang BLUE untuk Data *Cross-Sectional* Tahun 2007**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.997431	1.893440	1.054922	0.0042
DINVESTOR	3.268014	1.488549	2.195435	0.0306
DTA	-6.323384	2.887365	-2.190019	0.0311
DINVMNG	2.914600	2.355857	1.237172	0.0092
DINVMNG*TA	-4.11E-07	1.52E-07	-2.706953	0.0081
R-squared	0.912743	Mean dependent var		0.053490
Adjusted R-squared	0.898966	S.D. dependent var		0.284850
S.E. of regression	0.090542	Akaike info criterion		-1.823971
Sum squared resid	0.311518	Schwarz criterion		-1.542935
Log likelihood	48.03935	F-statistic		66.24943
Durbin-Watson stat	1.812131	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: TOBINSQ

Berdasarkan tabel 2 di atas, diketahui bahwa persamaan regresi untuk model regresi OLS yang BLUE untuk

data *cross-sectional* tahun 2007 adalah sebagai berikut:

$$\text{TOBINSQ} = 1.997431 + 3.268014 \text{ DINVESTOR} - 6.323384 \text{ DTA} + 2.914600 \text{ DINVMNG} - 0.00000041 \text{ DINVMNG*TA} + \varepsilon \quad (4)$$

Berdasarkan persamaan regresi OLS di atas, diketahui bahwa variabel bebas tipe investor (DINVESTOR) memiliki koefisien regresi yang bertanda positif 3.268014. Hal ini berarti bahwa *brokerage house* dengan dominan tipe investor individual (DINVESTOR=1) memiliki TOBINSQ yang lebih tinggi yaitu sebesar 3.268014 daripada *brokerage house* dengan dominan tipe investor institusional (DINVESTOR =0). Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ananta (2011) yang mengatakan bahwa *institutional investors* memiliki dana yang lebih besar untuk investasi, berorientasi jangka panjang, dan lebih *sophisticated* daripada *individual investors* sehingga meningkatkan Tobin's Q emiten yang terdaftar di Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. Motivasi *institutional investors* dalam berinvestasi di pasar saham adalah untuk mendapatkan *holding/capital gain* (selisih positif antara harga pasar saham saat ini/dijual dengan harga pasar saham saat pertama kali dibeli), *dividend yield* (laba emiten yang dibagi), dan campur tangan kebijakan melalui penggunaan hak suara dari kepemilikan saham biasa (*common stocks*). Sebaliknya *individual investors* umumnya memiliki *holding periods* yang lebih singkat sehingga terkesan lebih spekulatif. Sejumlah penelitian membuktikan bahwa *individual investors* yang sebagian besar kurang *sophisticated* di pasar modal yang sedang berkembang (*emerging market*) bertanggung jawab terhadap *stock market bubble* dan *crash* (Ali, 2004).

Berbeda dengan Tobin's Q emiten, Tobin's Q *brokerage house* dengan dominan tipe investor individual ternyata lebih tinggi daripada *brokerage house* dengan dominan tipe investor institusional. Rasionalisasi hasil penelitian ini adalah bahwa *brokerage house* yang dapat bertindak sebagai (berlisensi) Perantara Pedagang Efek (PPE atau *broker*) dan manajer investasi menetapkan *commission* dan/atau *transaction fees* terhadap setiap transaksi jual dan/atau beli yang dilakukan oleh investor. Investor individual yang cenderung lebih spekulatif meningkatkan penerimaan dari *commission* dan/atau *transaction fees*. Akan tetapi *brokerage house* yang bertindak sebagai (berlisensi) Penjamin Emisi Efek (PEE atau *underwriter*) mengandalkan investor institusional dalam meningkatkan Tobin's Q-nya.

*Debt to total assets* (DTA) memiliki koefisien regresi yang bertanda negatif 6.323384. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi *debt to total assets* perusahaan *brokerage house* maka TOBINSQ *brokerage house* semakin rendah. *Debt to total assets* merupakan ukuran solvabilitas, yaitu kemampuan total aset melunasi total utang. DTA yang tinggi (DTA > 1) mengindikasikan kondisi *insolvable* (ketidakmampuan melunasi total utang dari total aset yang dimiliki) sehingga menurunkan Tobin's Q. Statistik deskriptif tentang *debt to total assets* (DTA) menunjukkan bahwa berdasarkan *mean* DTA seluruh periode pengamatan, diketahui bahwa *brokerage house* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia secara rata-rata *solvable*.

Variabel bebas lisensi *brokerage house* sebagai manajer investasi (DINVMNG) memiliki koefisien regresi yang bertanda positif 2.914600. Hal ini berarti bahwa lisensi *brokerage house* sebagai manajer investasi (DINVMNG=1) memiliki Tobin's Q yang lebih tinggi



yaitu sebesar 2.914600 daripada *brokerage house* yang tidak berlisensi sebagai manajer investasi (DINVMNG=0). Variabel moderasi, yaitu total aset (TA) yang memoderasi hubungan antara lisensi *brokerage house* sebagai manajer investasi (DINVMNG) dan Tobin's Q memiliki koefisien regresi yang bertanda negatif -0.00000041. Hal ini berarti bahwa *brokerage house* yang bertindak sebagai (berlisensi) manajer investasi yang memiliki total aset yang semakin tinggi dapat menurunkan Tobin's Q *brokerage house* tersebut.

### Model Regresi OLS yang BLUE untuk Data Cross-Sectional Tahun 2008

Setelah melakukan pemodelan berkali-kali, model regresi OLS yang

BLUE untuk data *cross-sectional* tahun 2008 tersaji dalam tabel 3. Model regresi OLS yang BLUE memiliki koefisien determinasi (R-Square) 85.16%, yang merupakan ukuran *goodness of fit* sebuah model regresi. Model ini menunjukkan bahwa *current ratio*, *trade value*, *net profit margin*, dan usia *brokerage house* yang memoderasi hubungan antara *net profit margin* dan Tobin's Q berpengaruh secara serempak (Prob F-statistic < level of significance 0.05) dan parsial (Prob t-statistic < level of significance 0.05) terhadap Tobin's Q. Berdasarkan tabel 3 di bawah ini, diketahui bahwa persamaan regresi untuk model regresi OLS yang BLUE untuk data *cross-sectional* tahun 2008 adalah sebagai berikut.

**Tabel 3: Model Regresi OLS yang BLUE untuk Data Cross-Sectional Tahun 2008**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.533889	0.549772	0.971111	0.0337
CURRENT_RATIO	-0.026085	0.012171	-2.143260	0.0344
TRADEVAL	12.18848	4.193219	2.906711	0.0045
NPM	15.53542	5.463398	2.843546	0.0054
NPM*AGE	12.21E-05	3.25E-05	3.756923	0.0000
R-squared	0.851611	Mean dependent var		0.054630
Adjusted R-squared	0.844545	S.D. dependent var		0.301363
S.E. of regression	0.118821	Akaike info criterion		-1.358059
Sum squared resid	0.592973	Schwarz criterion		-1.237614
Log likelihood	33.55632	F-statistic		120.5197
Durbin-Watson stat	2.377520	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: TOBINSQ

Berdasarkan tabel 3 di atas diketahui bahwa, persamaan regresi untuk model regresi OLS yang BLUE untuk data *cross-sectional* tahun 2008 adalah sebagai berikut.

$$\text{TOBINSQ} = 0.533889 - 0.026085 \text{ CURRENT\_RATIO} + 12.18848 \text{ TRADEVAL} + 15.53542 \text{ NPM} +$$

$$0.00001221 \text{ NPM*AGE} + \varepsilon (5)$$

Koefisien regresi *current ratio* bertanda minus yang berarti bahwa semakin tinggi *current ratio*, semakin rendah Tobin's Q. Hal ini dapat dipahami mengingat, berdasarkan statistik deskriptif tahun 2008, *mean* (rata-rata hitung) *current ratio* adalah 9.32 yang menunjukkan keadaan terlalu likuid,

yaitu ketidakmampuan mengalokasikan sumber daya menjadi lebih produktif.

*Trade Value* berpengaruh positif terhadap Tobin's Q. Rasionalisasinya adalah bahwa semakin tinggi nilai perdagangan saham (volume perdagangan saham) yang dihasilkan dengan harga pasar saham) yang dihasilkan oleh *brokerage house* maka kesejahteraan investor meningkat yang pada akhirnya meningkatkan keunggulan kompetitif *brokerage house* yang berimplikasi pada meningkatnya Tobin's Q *brokerage house*.

Semakin tinggi profitabilitas yang diprosikan oleh *Net Profit Margin* (NPM), maka semakin tinggi Tobin's Q. Di samping itu, lamanya *brokerage house* beroperasi (*age*) ternyata semakin memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap Tobin's Q *brokerage house*. Hal ini sejalan dengan teori pembelajaran yang menyatakan bahwa semakin lama entitas beroperasi, maka semakin banyak pengalaman yang dimiliki sehingga berpengaruh positif terhadap kinerja entitas dalam melaksanakan aktivitasnya. Menurut

Ebbinghaus (1885) dalam Weiss (2010), semakin tua usia entitas maka efisiensinya dalam melakukan suatu aktivitas semakin meningkat yang pada akhirnya meningkatkan profitabilitas dan Tobin's Q.

#### Model Regresi OLS yang BLUE untuk Data Cross-Sectional Tahun 2009

Setelah melakukan pemodelan berkali-kali, model regresi OLS yang BLUE untuk data *cross-sectional* tahun 2009 tersaji dalam tabel 4. Model regresi OLS yang BLUE memiliki koefisien determinasi (R-Square) 80.48%, yang merupakan ukuran *goodness of fit* sebuah model regresi. Model ini menunjukkan bahwa *trade value*, *current ratio*, proporsi utang jangka panjang dari total utang, dan *trade frequency* yang memoderasi hubungan antara *net profit margin* dan Tobin's Q berpengaruh secara serempak (Prob F-statistic < *level of significance* 0.05) dan parsial (Prob t-statistic < *level of significance* 0.05) terhadap Tobin's Q.

**Tabel 4: Model Regresi OLS yang BLUE untuk Data Cross-Sectional Tahun 2009**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.101631	0.082140	1.237295	0.0230
TRADEVOL	5.66E-12	9.06E-13	6.241282	0.0042
CURRENT_RATIO	-0.113348	0.014294	-7.930001	0.0000
UJPTU	0.791844	0.161722	4.896339	0.0000
TRADEVOL*TRADEFREQ	3.12E-07	1.13E-07	2.761061	0.0000
R-squared	0.804751	Mean dependent var		0.072801
Adjusted R-squared	0.790464	S.D. dependent var		0.616018
S.E. of regression	0.281983	Akaike info criterion		0.390745
Sum squared resid	3.260083	Schwarz criterion		0.551337
Log likelihood	-4.791759	F-statistic		56.32937
Durbin-Watson stat	1.741598	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: TOBINSQ

Berdasarkan tabel 4 di atas, persamaan regresi untuk model regresi OLS yang BLUE untuk data *cross-sectional* tahun 2009 adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{TOBINSQ} = & 0.101631 + \\ & 0.00000000000566 \\ & \text{TRADEVOL} - 0.113348 \\ & \text{CURRENT\_RATIO} + \\ & 0.791844 \text{ UJPTU} + \\ & 0.000000312 \\ & \text{TRADEVOL} * \text{TRADEF} \\ & \text{REQ} + \varepsilon (6) \end{aligned}$$

*Trade volume* berpengaruh positif terhadap Tobin's Q *brokerage house*. Variabel ini sejalan dengan model regresi OLS yang BLUE tahun 2008 yang menyatakan bahwa *trade value* berpengaruh positif terhadap Tobin's Q. Hal ini diperkuat dengan temuan bahwa pengaruh *trade volume* terhadap Tobin's Q semakin signifikan ketika mempertimbangkan variabel *trade frequency*. Demikian pula variabel *current ratio* yang berkoefisien regresi negatif yang sejalan dengan hasil

regresi pada model OLS yang BLUE tahun 2008. Sebaliknya proporsi utang jangka panjang dari total utang berpengaruh positif terhadap Tobin's Q yang mengindikasikan bahwa *marginal benefit* utang jangka panjang melebihi *marginal cost*-nya.

### Model Regresi OLS yang BLUE untuk Data Panel

Setelah melakukan pemodelan berkali-kali, model regresi OLS yang BLUE untuk data panel tersaji dalam tabel 5. Model regresi OLS yang BLUE memiliki koefisien determinasi (R-Square) 89.44%, yang merupakan ukuran *goodness of fit* sebuah model regresi. Model ini memenuhi semua asumsi klasik. Model ini menunjukkan bahwa *earnings per share*, *quick ratio*, dan kepemilikan manajerial berpengaruh secara serempak (Prob F-statistic < level of significance 0.05) dan parsial (Prob t-statistic < level of significance 0.05) terhadap Tobin's Q.

**Tabel 5: Model Regresi OLS yang BLUE untuk Data Panel**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.182431	0.858358	1.377549	0.0093
EPS	0.002568	0.000944	2.720511	0.0069
QUICK_RATIO	-0.503051	0.228961	-2.197103	0.0288
MOWN	8.94E-08	5.65E-08	1.582918	0.0045
R-squared	0.894423	Mean dependent var		0.052562
Adjusted R-squared	0.877303	S.D. dependent var		0.607818
S.E. of regression	0.212907	Akaike info criterion		-0.111009
Sum squared resid	1.677194	Schwarz criterion		0.172840
Log likelihood	9.442191	F-statistic		52.24275
Durbin-Watson stat	2.088297	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: TOBINSQ

Berdasarkan tabel 5 di atas, diketahui bahwa persamaan regresi untuk

model regresi OLS yang BLUE untuk data panel adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{TOBINSQ} &= 1.182431 + 0.002568 \\ \text{EPS} &- 0.503051 \\ \text{QUICK\_RATIO} &+ \\ 0.000000089 &\text{ MOWN} \\ + \varepsilon &\dots\dots\dots (7) \end{aligned}$$

*Earnings per share* (EPS) dan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap Tobin's Q *brokerage house*, sedangkan likuiditas yang diproksikan oleh *quick ratio* konsisten dengan model OLS sebelumnya, yaitu, *current ratio* berpengaruh negatif terhadap Tobin's Q. EPS yang tinggi mencerminkan tingginya kesejahteraan pemegang saham yang merupakan indikator peningkatan Tobin's Q. Kepemilikan manajerial, berdasar kan statistik deskriptif, memiliki *mean* 13.78 persen. Menurut Morck, Shleifer, dan Vishney (1988), kepemilikan manajerial dalam *range* 5 persen sampai dengan 25 persen menurunkan Tobin's Q sehingga bertentangan dengan hasil penelitian ini. Perbedaan lokasi penelitian (US dan Indonesia) diduga penyebab perbedaan ini.

### Konsistensi Model Regresi OLS yang BLUE untuk Data Cross-Sectional dan Data Panel

Secara keseluruhan, keempat model regresi OLS yang BLUE di atas menunjukkan ketidak konsistenan variabel-variabel yang mempengaruhi Tobin's Q *brokerage house* untuk data *cross-sectional* dan data panel. Akan tetapi secara spesifik, model regresi OLS yang BLUE untuk data *cross-sectional* 2008 dan 2009 menunjukkan secara konsisten bahwa *current ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Tobin's Q *brokerage house*, sebaliknya dalam model regresi OLS yang BLUE untuk data panel, likuiditas yang ditunjukkan oleh *quick ratio* juga menunjukkan

pengaruh negatif yang signifikan terhadap Tobin's Q *brokerage house*.

### SIMPULAN DAN SARAN

Meskipun secara keseluruhan, keempat model regresi OLS yang BLUE di atas menunjukkan ketidakkonsistenan variabel-variabel yang mempengaruhi Tobin's Q *brokerage house* untuk data *cross-sectional* dan data panel, terdapat sejumlah temuan penting yaitu (1) investor individual berkontribusi lebih besar terhadap Tobin's Q *brokerage house*, (2) semakin tinggi *debt to total assets* (semakin *insolvable*), maka semakin rendah Tobin's Q, (3) *brokerage house* yang berlisensi sebagai manajer investasi memiliki Tobin's Q yang lebih besar daripada yang tidak berlisensi sebagai manajer investasi, tetapi kontribusinya terhadap Tobin's Q menurun seiring dengan semakin besarnya total aset yang dikelola, (4) likuiditas (yang diproksikan oleh *current ratio* dan *quick ratio*) berpengaruh negatif terhadap Tobin's Q mengingat *mean* kedua rasio pada tahun 2008, 2009, dan data panel menunjukkan keadaan *overliquid* (terlalu likuid), (5) volume dan nilai perdagangan saham yang dilakukan oleh *brokerage house* berpengaruh positif terhadap Tobin's Q, bahkan ketika mempertimbangkan frekuensi perdagangan sebagai variabel moderasi, pengaruhnya semakin signifikan, (6) profitabilitas (yang diproksikan oleh *net profit margin*) berpengaruh positif terhadap Tobin's Q dan menjadi semakin signifikan ketika mempertimbangkan usia *brokerage house*, (7) proporsi utang jangka panjang dari total utang berpengaruh positif terhadap Tobin's Q yang berimplikasi bahwa tambahan manfaat dari utang jangka panjang lebih tinggi daripada tambahan biayanya, (8) semakin tinggi *earnings per share*, semakin tinggi Tobin's Q, (9) semakin

tinggi kepemilikan manajerial, semakin tinggi Tobin's Q *brokerage house*.

## REFERENSI

- Ali, S. 2004. "Price Adjustment Process during Technology Bubble - A Tale of Two Markets", *Eight Capital Markets Conference*, Vashi, India.
- Ananta, PA, 2011, "Pengaruh Profitabilitas, Struktur Modal, dan Umur Perusahaan terhadap Return Saham di Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta", *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Udayana*
- Barnhart, S. W. dan Rosenstein S. 2008. "Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis". *Financial Review* 33, pp. 1-16.
- Bodie, Kane, Marcus, 2009. *Investments*. McGraw-Hill International Edition.
- Cho, M. H. 2008. "Ownership Structure, investment, and the corporate value an empirical analysis". *Journal of Financial economics*, vol. 47, pp. 103-121.
- Chung, K.H. & Pruitt, S.W. 2004, "A Simple Approximation of Tobin's Q", *Financial Management*, 23(3), p.p. 70-74.
- Eisenberg *et al.* 2008. "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms". *Journal of Financial Economics*, pp. 35-54.
- Fuerst, Oren dan Kang, Sok Hyon. 2000. Corporate Governance, Expected Operating Performance, and Pricing. *Working Papers Yale School of Management*. pp. 1-38.
- Hackman, JR. 2005. *Groups That Work*, San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Hartawan, Ny. 2011. "Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan *Brokerage House* di Indonesia: Studi Empiris Terhadap Data *Cross-Sectional* dan Data Panel *Brokerage House* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007 Sampai 2009. *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Udayana*.
- Indonesia Stock Exchange. 2010. *IDX Yearly Statistics 2010*, www.IDX.co.id
- Iturriaga, F. J.L., dan Sanz J. A. R. 2008. "Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: a Spanish Firms Simultaneous Equations Analysis". *Working Paper Universidad de Valladolid*, pp. 1-32.
- Jensen, Mc. 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance* 48, p.p. 831-880.
- Jensen, M. dan Meckling W. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- Jones, E, Danbolt, JO, Hirst IAN. 2004. "Company Investment Announcements and The Market Value of The Firm", *The European Journal of Finance* 10, p.p. 437-452.
- Lang, L.H.P., Stulz, R.M, dan Walkling, R.A. 1989. "Managerial Performance,

- Tobin's Q, and The Gains From Successful Tender Offers", *Journal of Financial Economics*, p.p 137-154.
- Lindenberg, E., & Ross, S. 1981. "Tobin's q ratio and industrial organization", *Journal of Business*, 54(1): 1-32.
- Lipton, M, dan Lorsch, JW, 2005. "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *Business Lawyer*, no.1, p.p. 59-77.
- Maryatini, Ni Wayan. 2006. "Pengaruh Struktur Modal dan *Capital Expenditure* terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur dengan *Growth Opportunity* Tinggi dan *Growth Opportunity* Rendah yang *Go Public* di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2004". *Skripsi* Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.
- Mehran, H., dan Cole R. A. 2008. "The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industri". *Journal of Financial Economics* 50, pp. 291-317.
- Morck, R, Shleifer, A, dan Vishney, RW. 1988. "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis" *Journal of Financial Economics* 20, p.p. 293-315.
- Reilly, FK, dan Brown, KC. 2009. *Investment Analysis and Portfolio Management*, South Western Cengage Learning.
- Rosid, 2008, *Analisis Laporan Keuangan*, Jakarta: Mercubuana Press.
- Ross, SA, Westerfield, RW, Jaffe, J, dan Jordan, BD .2008. *Modern Financial Management*, McGraw-Hill International Edition.
- Smith, C, dan Watts, RL, 2006, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics* 32, p.p. 263-292.
- Steiner, ID. 2002. *Group Process and Productivity*, New York: Academy Press.
- Studenmund. 2006. *Comm7033 Quantitative Methods*. 2nd Edition. Sydney: Pearson Education Australia.
- Suranta, Eddy dan Pratana, Puspita Merdistusi. 2004. "Income Smoothing, Tobin's Q, Agency Problems dan Kinerja Perusahaan". *Makalah Disampaikan kan dalam Simposium Nasional Akuntansi VII*. Bali, 2 – 3 Desember.
- Tobin, J, and Brainard, W.C. 1968. "Pitfalls in Financial Model Building", *American Economic Review*, 58, May, pp. 99-122.
- Weiss, HM. 2010. "Learning Theory and Industrial and Organisational Psychology", *Handbook of Industrial and Organizational Psychology* Vol.1 p.p 172-173.
- Yermack, D, 1996, "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics* 40, p.p. 185-211.

**Lampiran 1: Faktor dan Variabel yang Diduga Mempengaruhi Market Power (Tobin's Q) Brokerage House yang Dimasukkan dalam Model Pertama\***

<b>Faktor</b>	<b>Variabel</b>	<b>Status</b>
<i>Market Power</i>	Tobin's Q	Variabel Terikat
<i>Usia Brokerage House</i>	<i>Usia Brokerage House</i> per Tanggal Akta Notaris	Variabel Bebas
<i>Tipe Investor</i>	Investor Individual	Variabel Bebas
	Investor Institusional	Variabel Bebas
<i>Kepemilikan Manajerial</i>	Persentase Kepemilikan Manajerial	Variabel Bebas
<i>Lisensi Brokerage House</i>	Pialang	Variabel Bebas
	Penjamin Emisi Efek	Variabel Bebas
	Manajer Investasi	Variabel Bebas
<i>Perdagangan Saham</i>	Volume Perdagangan	Variabel Bebas
	Nilai Perdagangan	Variabel Bebas
	Frekuensi Perdagangan	Variabel Bebas
	Hari Perdagangan	Variabel Bebas
<i>Kapitalisasi Saham</i>	Kapitalisasi Saham	Variabel Bebas
<i>Rasio Likuiditas</i>	<i>Current Ratio</i>	Variabel Bebas
	<i>Quick Ratio</i>	Variabel Bebas
	<i>Cash Ratio</i>	Variabel Bebas
<i>Rasio Solvabilitas</i>	<i>Total Debt to Total Asset Ratio</i>	Variabel Bebas
<i>Rasio Struktur Pendanaan</i>	<i>Debt to Equity Ratio</i>	Variabel Bebas
	Proporsi Utang Jangka Panjang dari Total Utang	Variabel Bebas
<i>Rasio Aktivitas</i>	<i>Assets Turnover</i>	Variabel Bebas
	<i>Accounts Receivable Turnover</i>	Variabel Bebas
<i>Rasio Profitabilitas</i>	<i>Return on Assets</i>	Variabel Bebas
	<i>Return on Equity</i>	Variabel Bebas
	<i>Operating Profit Margin</i>	Variabel Bebas
	<i>Net Profit Margin</i>	Variabel Bebas
<i>Rasio Pasar</i>	<i>Earnings per Share</i>	Variabel Bebas
	<i>Price to Earnings Ratio</i>	Variabel Bebas
	<i>Price to Book Ratio</i>	Variabel Bebas
<i>Ukuran Perusahaan</i>	<i>Total Assets</i>	Variabel Bebas
	<i>Total Equity</i>	Variabel Bebas
	<i>Total Sales</i>	Variabel Bebas
	<i>Ln Total Assets</i>	Variabel Bebas
	<i>Ln Total Equity</i>	Variabel Bebas
	<i>Ln Total Sales</i>	Variabel Bebas
<i>Growth Opportunity</i>	<i>Market Value of Equity / Book Value of Equity</i>	Variabel Bebas