

Kepemilikan Institusional dan Valuasi Saham Perbankan

Iman Sofian Suriawinata*

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia, Jakarta
iman.suriawinata@stei.ac.id

Pristina Hermastuti

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia, Jakarta

Doddi Prastuti

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia, Jakarta

Abstract

Employing panel data from a sample of Indonesia-listed banking firms covering the period of 2016-2020, the present study examines the effect of share ownership structure on bank equity value. Although the results show that the control hypothesis of institutional ownership is supported, the present study also finds that institutional ownership negatively moderates the effect of loan assets on bank equity value. This latter result indicates that institutional ownership has a side effect of potentially increasing the opportunistic behavior of extracting value from privately negotiated loan assets that cause a reduction in bank equity value. This finding has provided important insight for policymakers relating to corporate governance implications of institutional ownership in banking firms.

Keywords: *institutional ownership; corporate governance; bank equity valuation.*

Abstrak

Dengan menggunakan data panel dari perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2020, penelitian ini menguji dampak struktur kepemilikan terhadap nilai saham perbankan. Meskipun penelitian ini menemukan bukti dukungan terhadap hipotesis pengendalian dari kepemilikan institusional, hasil penelitian ini juga memperlihatkan bahwa kepemilikan institusional memoderasi secara negatif pengaruh aset kredit terhadap nilai saham perbankan. Pengaruh moderasi yang negatif ini mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional juga memberikan efek samping berupa potensi timbulnya perilaku oportunistik di dalam mengambil keuntungan dari aset kredit yang dinegosiasikan secara privat. Temuan terakhir ini memberikan informasi penting bagi para perumus kebijakan sehubungan dengan implikasi kepemilikan institusional terhadap tata kelola perusahaan perbankan.

Kata Kunci: *kepemilikan institusional; tata kelola perusahaan; valuasi saham perbankan.*

*) Corresponding Author

1. Pendahuluan

Kegiatan usaha perbankan merupakan “*black box*” yang tingkat transparansinya relatif lebih rendah bila dibandingkan dengan jenis-jenis kegiatan usaha lainnya ([Morgan, 2002](#); [Tran & Ashraf, 2018](#)). Sebagai lembaga intermediasi keuangan, bank menerima dana dari para nasabah berupa giro, tabungan dan deposito, disamping juga dari para kreditur berupa pinjaman.

Selanjutnya, oleh bank dana tersebut sebagian ditempatkan di Bank Indonesia dalam bentuk rekening giro sesuai dengan ketentuan giro wajib minimum (GWM) yang ditetapkan oleh bank sentral. Sebagian lagi disimpan dalam bentuk kas atau aset-aset likuid lainnya untuk memenuhi kebutuhan likuiditas para nasabahnya.

Dana selebihnya disalurkan oleh bank kepada pihak yang membutuhkan dana berupa kredit kepada individu, badan usaha atau korporasi, dipinjamkan kepada bank lain atau lembaga keuangan lainnya, ditempatkan di Bank Indonesia; atau dibeli surat berharga yang diterbitkan oleh pemerintah mau pun korporasi.

Menurut Gorton, ([Gorton, 2013](#)) terkait dengan peran intermediasi yang dijalankan oleh bank, para nasabah dan pemodal bank lainnya—yaitu kreditur, pemegang saham dan investor pasar modal—tidak atau kurang mengetahui proses pengambilan keputusan mau pun tingkat risiko yang ditanggung oleh bank sehubungan dengan pemberian kredit mau pun penempatan dana pada surat-surat berharga yang diperjualbelikan di pasar uang mau pun pasar modal.

Dalam literatur perbankan, kondisi ini dikenal dengan istilah *bank opacity* atau opasitas bank ([Morgan, 2002](#); [Flannery et al., 2004](#); [Wagner, 2007](#); [Jones et al., 2012](#); [D’Avino & Lucchetta, 2012](#); [Tran et al., 2019](#); [Yue et al., 2022](#)). Sumber utama opasitas bank adalah aset kredit dan surat-surat berharga yang diperjualbelikan (Morgan,

2002). Meskipun pengawasan yang dilakukan oleh regulator dapat memitigasi dampak negatif dari opasitas bank, menurut [Jones et al. \(2013\)](#) masalah opasitas bank tetap relevan.

Opasitas bank terkait dengan asimetri informasi dan ketidakpastian yang dihadapi oleh investor pasar modal terkait aset perbankan, dan akibatnya para investor pasar modal mengenakan diskon terhadap valuasi saham perbankan. [Jones et al. \(2012, 2013\)](#) dan [Blau et al. \(2017\)](#) menemukan bukti bahwa opasitas bank memengaruhi harga saham perbankan.

Berdasarkan perpektif teori keagenan, opasitas bank memberikan peluang kepada manajer bank untuk mendapatkan keuntungan pribadi yang berpotensi merugikan pemegang saham. Transaksi kredit merupakan transaksi yang dinegosiasikan secara privat antara manajer bank dan nasabah debitur, dan sulit dimonitor oleh kreditur atau investor pasar modal. Demikian pula halnya dengan surat-surat berharga yang diperjualbelikan (*tradable securities*) yang perputarannya relatif tinggi, sehingga sulit dipantau ([Morgan, 2002](#); [Jones et al., 2012](#); [Gorton, 2013](#)).

Selain keberadaan regulasi dan pengawasan secara periodik oleh otoritas perbankan untuk mengawasi kegiatan perbankan, masalah keagenan yang bersumber dari opasitas aset perbankan ini menimbulkan pertanyaan apakah terdapat mekanisme lain yang dapat memitigasi perilaku oportunistik manajer bank yang berdampak negatif terhadap nilai saham perbankan.

Literatur keuangan dan perbankan mengenal beberapa mekanisme yang dapat memitigasi masalah keagenan antara lain: (i) *corporate governance* ([Brennan, 2006](#); [BIS, 2015](#)); (ii) ancaman akuisisi ([Jensen, 1986, 1988](#)); (iii) pemantauan oleh kreditur ([Jensen, 1986](#); [Stulz, 1990](#); [Danisewicz et al., 2021](#)); dan (iv) struktur kepemilikan saham ([Shleifer & Wolfenzon, 2002](#); [Caprio et al., 2007](#); [Lozano et al., 2016](#);

[Suriawinata & Correia, 2019](#); [Suriawinata & Nurmalita, 2022](#)).

Dengan menggunakan sejumlah sampel perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2016–2020, penelitian ini melakukan investigasi mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap valuasi saham perbankan dalam kaitannya dengan opasitas aset perbankan yang berpotensi menimbulkan perilaku oportunistik manajer bank yang merugikan pemegang saham.

Fokus penelitian ini adalah pada kepemilikan institusional yang dipandang memiliki sumber daya untuk memantau dan mengendalikan kinerja perbankan yang sahamnya dimiliki oleh pemegang saham institusional terkait.

Namun demikian, di lain pihak terdapat pandangan bahwa kepemilikan institusional yang relatif besar juga memberikan kesempatan kepada pemegang saham institusional tersebut untuk mengambil keuntungan demi kepentingannya sendiri ([Pound, 1988](#); [Caprio et al., 2007](#); [Bebchuk et al., 2017](#); [Suriawinata & Nurmalita, 2022](#)). Karena aset kredit merupakan aset bank yang memberikan imbal hasil tertinggi dan sekaligus memiliki tingkat opasitas yang tinggi ([Jones et al., 2013](#)), maka penelitian ini juga menguji pengaruh moderasi kepemilikan institusional terhadap hubungan antara aset kredit dengan valuasi saham perbankan.

Untuk memperhitungkan faktor-faktor lain yang ikut memengaruhi valuasi saham perbankan, penelitian ini menggunakan beberapa variabel kontrol, yaitu: (i) aset kredit, (ii) marjin bunga bersih atau *net interest margin*, (iii) proporsi pendapatan non-bunga, (iv) proporsi simpanan inti - yaitu giro dan tabungan terhadap total simpanan, (v) cadangan kerugian penurunan nilai, (vi) *capital adequacy ratio*, dan (vii) ukuran bank atau *bank size*.

2. Kerangka Teoretis dan Pengembangan Hipotesis

2.1 Opasitas Aset Bank, Masalah Keagenan dan Kepemilikan Institusional

Pada dasarnya aset perbankan bersifat *opaque* ([Morgan, 2002](#); [Gorton, 2013](#); [Avdjiev & Jager, 2022](#)), dalam artian bahwa deposan, kreditur, dan bahkan regulator tidak sepenuhnya mengetahui tingkat profitabilitas dari risiko portofolio aset perbankan ([Dai et al., 2019](#)). Tingkat opasitas suatu bank ditentukan oleh komposisi aset bank tersebut ([Jones et al., 2013](#)), dan sumber-sumber utama opasitas tersebut adalah aset kredit (*bank loans*) dan surat-surat berharga yang ditujukan untuk diperjualbelikan (*trading assets*).

Aset kredit merupakan produk perbankan yang dinegosiasikan secara privat antara manajer bank dengan debitur, sementara *trading assets* memiliki perputaran yang cepat. Kedua jenis aset perbankan ini sulit untuk dimonitor oleh pihak-pihak luar (*outsiders*), sehingga memberikan kesempatan kepada manajer bank untuk berperilaku menyimpang dari tujuan maksimisasi kekayaan pemegang saham. Singkatnya, opasitas aset bank berpotensi menimbulkan masalah keagenan yang dapat merugikan pemegang saham ([Jensen & Meckling, 1976](#); [Caprio et al., 2007](#)).

Menurut [Jungherr \(2018\)](#), transparansi dapat menciptakan disiplin pasar (*market discipline*) terhadap pilihan portofolio aset perbankan mau pun perilaku manajer bank. Namun di lain pihak, transparansi juga berpotensi mengurangi daya saing bank tersebut, yaitu apabila transparansi mengakibatkan terungkapnya informasi stratejikal yang dapat dimanfaatkan oleh bank-bank pesaing (*information spillover effect*).

Hal ini menimbulkan dilemma bagi bank, sehingga berdasarkan analisis [Jungherr \(2018\)](#), bank akan cenderung mempertahankan opasitas apabila komposisi aset bank mengandung

informasi strategik terkait kemampuan bersaing bank tersebut.

Mekanisme yang secara optimal dapat mengatasi dilemma transparansi yang dihadapi bank adalah kepemilikan institusional. Melalui kepemilikan institusional, maka pengawasan terhadap perilaku manajer bank dapat berjalan efisien dan efektif, karena pemegang saham institusional dipandang memiliki sumber daya dan skala ekonomis yang memadai untuk melakukan pengawasan terhadap kinerja bank yang sahamnya dimiliki. Dalam literatur keuangan, pandangan ini dikenal sebagai hipotesis pemantauan dan pengendalian (*monitoring-control hypothesis*) dari kepemilikan institusional (Pound, 1988; [Boyd & Solarino, 2016](#)).

Berdasarkan uraian dan analisis tersebut di atas, maka penelitian ini menghipotesiskan sebagai berikut:

H1: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap valuasi saham perbankan.

2.2 Aset Kredit, Kepemilikan Institusional dan Valuasi Saham

Di satu pihak, aset kredit merupakan aset bank yang memberikan imbal hasil yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan jenis aset perbankan lainnya. Namun di lain pihak, aset kredit memiliki tingkat opasitas yang paling tinggi ([Jones et al., 2013](#)), dan umumnya komposisi aset bank didominasi oleh portofolio aset kredit.

Kepemilikan saham institusional dapat memitigasi masalah keagenan terkait konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Namun, pada saat yang bersamaan muncul masalah keagenan baru, yaitu konflik kepentingan antara pemegang saham pengendali (*controlling shareholders*) dengan pemegang saham non-pengendali (*non-controlling shareholders*).

Dengan semakin meningkatnya porsi kepemilikan saham institusional, maka kekuatan pemegang saham institusional untuk mengendalikan perusahaan dan memengaruhi keputusan manajer juga semakin meningkat.

Konsekuensinya, terdapat risiko bahwa pemegang saham institusional akan berperilaku oportunistik dan mengarahkan manajer untuk membuat keputusan-keputusan bisnis yang menguntungkan pemegang saham institusional, dan mengorbankan kepentingan pemegang saham lainnya ([Pound, 1988](#); [Bebchuk et al., 2017](#)).

Aset kredit adalah aset bank yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi, tingkat opasitas yang tinggi, dan merupakan komponen aset terbesar di dalam portofolio aset perbankan. Pemegang saham institusional berpotensi memengaruhi keputusan manajemen di dalam penyaluran kredit kepada para calon debitur, dimana keputusan kredit yang diambil dapat meningkatkan manfaat bagi pemegang saham institusional secara langsung mau pun tidak langsung, namun merugikan kelompok pemegang saham lainnya.

Berdasarkan uraian dan analisis tersebut di atas, maka penelitian ini menghipotesiskan sebagai berikut:

H2: Kepemilikan institusional memoderasi secara negatif pengaruh aset kredit terhadap valuasi saham perbankan.

2.3 Variabel-variabel Kontrol

Berikut adalah uraian mengenai variabel-variabel kontrol yang digunakan oleh penelitian ini, beserta hubungan yang diprediksikan dengan valuasi saham perbankan.

a. Aset Kredit

Aset kredit adalah pinjaman yang diberikan perbankan kepada debitur, dan merupakan aset

utama perbankan yang memberikan imbal hasil berupa pendapatan bunga yang dibayarkan oleh debitur secara periodik sesuai dengan perjanjian kredit yang ditandatangani. Semakin banyak komposisi aset kredit di dalam portofolio aset bank, maka semakin tinggi potensi pendapatan bunga dan laba bersih bank yang bersangkutan, yang pada akhirnya berdampak positif pada valuasi saham perbankan.

Berdasarkan [Fang et al. \(2014\)](#) dan [Simoens & Vennet \(2020\)](#), penelitian ini menggunakan rasio *loan-to-asset* yang merefleksikan proporsi aset kredit terhadap total portofolio aset bank, dan memprediksi hubungan yang positif antara rasio *loan-to-asset* dengan valuasi saham perbankan.

b. Net Interest Margin (NIM)

Secara tradisional, bank memperoleh keuntungan dari selisih antara pendapatan bunga yang dibebankan kepada debitur dengan beban bunga yang dibayarkan kepada deposan atau kreditur lainnya. Selisih tersebut dinamakan pendapatan bunga bersih atau *net interest margin*. Nilai *net interest margin* tersebut menunjukkan kemampuan bank memperoleh laba dari kegiatan intermediasi finansial, yaitu menerima simpanan dari dari deposan, dan menyalurkan kredit kepada debitur. Dengan demikian, semakin tinggi *net interest margin*, maka semakin tinggi pula tingkat profitabilitas bank. Diprediksikan bahwa semakin tinggi *net interest margin*, maka semakin tinggi valuasi saham perbankan.

c. Pendapatan Non-Bunga

Pendapatan non-bunga (*non-interest income*) diharapkan dapat meningkatkan diversifikasi kegiatan dan pendapatan bank, sehingga dapat mengurangi risiko perbankan dan meningkatkan valuasi saham perbankan. Namun demikian, hasil penelitian empiris sampai dengan saat ini masih beragam. [Natalia et al. \(2016\)](#) menemukan bukti bahwa *fee-based income* – yang merupakan salah

satu bentuk pendapatan bunga – berpengaruh positif terhadap valuasi saham perbankan, dan secara keseluruhan pendapatan non-bunga mengurangi tingkat risiko bank.

Di lain pihak, [Guerry & Wallmeier \(2017\)](#) menemukan bukti adanya *valuation discount* terhadap valuasi perbankan. Penelitian lain yang dilakukan oleh [Simoens & Vander Vennet \(2022\)](#) menunjukkan bahwa pendapatan non-bunga lebih berperan sebagai bantalan dalam menyerap risiko yang ditimbulkan oleh faktor eksternal, seperti pandemi Covid-19.

Terlepas dari hasil yang beragam, berdasarkan argumen bahwa diversifikasi pendapatan bank berpotensi mengurangi risiko bank, maka penelitian ini memprediksi hubungan yang positif antara pendapatan non-bunga dengan valuasi saham perbankan.

d. Simpanan Inti

Simpanan inti (*core deposit*) yang terdiri dari rekening giro (*current account*) dan rekening tabungan (*saving deposit*) memiliki peran penting dalam menentukan profitabilitas dan valuasi saham perbankan. Simpanan inti merupakan sumber dana murah bagi industri perbankan, karena bunga yang dibayarkan untuk produk perbankan ini relatif lebih murah bila dibandingkan bunga deposito, mau pun bunga pinjaman lainnya, seperti pinjaman antar-bank mau pun pinjaman obligasi.

Semakin besar simpanan inti, maka semakin murah *cost of fund* bank, sehingga berdampak positif bagi profitabilitas dan valuasi saham perbankan. Dengan demikian, penelitian ini memprediksi hubungan yang positif antara simpanan inti (*core deposit*) dengan valuasi saham perbankan.

e. Cadangan Kerugian Penurunan Nilai

Beban cadangan kerugian penurunan nilai (CKPN) merefleksikan kualitas aset yang dimiliki bank, baik aset kredit mau pun aset-aset finansial

dan non-finansial lainnya. Namun pada dasarnya, CKPN lebih didominasi oleh aset kredit akibat keberadaan risiko kredit (potensi gagal bayar) dari nasabah debitur, sehingga diperlukan pencadangan kerugiannya. Sementara penurunan nilai aset-aset finansial lainnya, lebih didominasi oleh risiko pasar, terutama risiko suku bunga dan risiko nilai tukar. Semakin tinggi CKPN, menunjukkan semakin tinggi penurunan nilai aset bank, yang pada gilirannya berdampak negatif terhadap valuasi saham perbankan.

Disamping itu, beberapa peneliti seperti [Beatty & Liao \(2014\)](#) dan [Jiang et al. \(2016\)](#) menggunakan cadangan kerugian penurunan nilai aset kredit sebagai indikator opasitas bank. Artinya, semakin tinggi cadangan penurunan nilai, maka berarti semakin tinggi pula tingkat opasitas aset bank. Karena opasitas aset bank mengindikasikan asimetri informasi dan ketidak-pastian mengenai kualitas aset bank, maka investor pasar modal merespon secara negatif peningkatan di dalam cadangan kerugian penurunan nilai (CKPN). Dengan demikian, penelitian ini memprediksi hubungan yang negatif antara CKPN dengan valuasi saham perbankan.

f. Capital Adequacy Ratio (CAR)

Meskipun merupakan ketentuan dari regulator, pada dasarnya rasio kecukupan modal atau *capital adequacy ratio* (CAR) diperlukan oleh bank untuk dua tujuan, yaitu: (i) mempertahankan kelangsungan bank dalam hal bank mengalami kerugian, dan (ii) merupakan modal untuk pengembangan usaha bank di masa depan.

Berdasarkan pemikiran bahwa ketentuan kecukupan modal (CAR) merupakan substitusi dari diversifikasi yang berman-faat dalam mengurangi risiko kerugian perbankan, [Velasco \(2021\)](#) menemukan bukti bahwa CAR berpengaruh positif terhadap valuasi perbankan dengan diversifikasi pendapatan bank sebagai variabel moderator. Sementara [Huizinga & Laeven \(2012\)](#)

menemukan bahwa CAR berpengaruh langsung dan positif terhadap valuasi perbankan. Kedua penelitian tersebut di atas menggunakan ratio Tobin's Q sebagai proksi valuasi perbankan.

g. Ukuran Bank

Terdapat dua pandangan yang berbeda mengenai hubungan antara ukuran bank (*bank size*) dengan valuasi saham perbankan ([Minton et al., 2019](#)). Berdasarkan pandangan pertama yang mengacu pada konsep "*too-big-to-fail*" (TBTF) akibat peran penting bank-bank besar di dalam menjaga kestabilan sistem keuangan (*financial system stability*), maka bank-bank besar menikmati nilai tambah dari adanya semacam jaminan pemerintah bahwa bank-bank besar tidak akan dibiarkan menjadi bank gagal. Oleh karena itu, berdasarkan konsep TBTF, maka diprediksi bahwa ukuran bank berpengaruh positif terhadap valuasi saham perbankan.

Namun, pandangan alternatifnya adalah bank besar memiliki struktur yang kompleks dan terlibat di dalam beragam aktivitas, sehingga kurang fokus dan berpotensi mengalami *loss control phenomenon* ([Williamson, 1996](#)) dan *diseconomies of scale* ([Canback et al., 2006](#)). [Minton et al. \(2019\)](#) menemukan hubungan yang negatif antara ukuran bank (*bank size*) dengan valuasi saham perbankan, dan menjelaskan bahwa karakteristik khusus bank-bank besar pada perusahaan sampel penelitiannya adalah besarnya porsi *trading assets*, bila dibandingkan dengan bank-bank kecil.

Penelitian yang dilakukan oleh [Simoens & Vennet \(2020\)](#) atas sejumlah sampel bank dari Amerika Serikat mau pun Eropa juga menemukan hubungan yang negatif antara ukuran bank dengan valuasi saham perbankan. Namun penelitian yang dilakukan oleh [Bertsatos et al. \(2017\)](#) menemukan bukti bahwa ukuran bank berpengaruh positif terhadap valuasi saham perbankan, baik sebelum, selama mau pun sesudah masa krisis keuangan *sub-prime* tahun 2008.

Mengingat adanya pandangan yang berten-tangan dan hasil yang beragam terkait pengaruh ukuran bank terhadap valuasi saham perbankan, maka penelitian ini tidak memberikan prediksi mengenai hubungan di antara keduanya.

3. Metode Penelitian

Prosedur pemilihan sampel adalah *purposive sampling*, dimana sampel penelitian berasal dari populasi perusahaan perbankan umum yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016 – 2020, dengan kriteria bahwa perusahaan perbankan umum yang bersangkutan harus terdaftar penuh pada keseluruhan periode penelitian 2016 - 2020. Berdasarkan kriteria tersebut, maka diperoleh sejumlah 41 bank umum (N) dengan jumlah periode 5 tahun (T) untuk masing-masing sampel bank, sehingga total observasi yang diperoleh adalah sebanyak 205 bank tahun (NxT). Tabel 1 menyajikan proses pemilihan sampel.

Sebagai proksi valuasi saham perbankan, penelitian ini menggunakan *price-to-book value of equity* (PBV), yaitu rasio antara harga pasar per saham dengan nilai buku per saham. Beberapa

penelitian menggunakan istilah *market-to-book value of equity ratio* (MBR), yang pada dasarnya adalah sama. Beberapa penelitian yang menggunakan PBV atau MBR, antara lain adalah [Caprio et al. \(2007\)](#), [Bertsatos & Sakellaris \(2016\)](#), [Bertsatos et al. \(2017\)](#) dan [Simoens & Vennet \(2020\)](#).

Rumus berikut adalah persamaan regresi data panel yang digunakan di dalam penelitian ini, yaitu:

$$\begin{aligned}
 PBV_{it} &= \beta_0 + \beta_1 KI_{it} + \beta_2 (KI_{it} * AK_{it}) \\
 &+ \beta_3 AK_{it} + \beta_4 NIM_{it} + \beta_5 PNB_{it} \\
 &+ \beta_6 SI_{it} + \beta_7 CKPM_{it} + \beta_8 CAR_{it} \\
 &+ \beta_9 SIZE_{it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Tabel 1. Kriteria Pemilihan Sampel

Kriteria	Total
Bank yang terdaftar di BEI di tahun 2020	46
Bank yang tidak terdaftar untuk keseluruhan periode 2016 - 2020	(5)
Jumlah sampel bank	41
Jumlah tahun per bank	5
Total observasi bank-tahun	205

Sumber: www.idx.co.id

dimana:
i adalah individu bank;
t adalah tahun observasi;
KI= prosentase kepemilikan institusional;
AK = proporsi aset kredit terhadap total aset;
NIM= *net interest margin*, yaitu selisih antara pendapatan bunga dan beban bunga dibagi dengan aset kredit;
PNB= pendapatan non-bunga dibagi pendapatan bunga;
SI= penjumlahan rekening giro dan rekening tabungan dibagi dengan total simpanan;
CKPN= proporsi beban cadangan kerugian penurunan nilai terhadap aset kredit;
CAR= *capital adequacy ratio*; dan
SIZE= ukuran bank yang diproksi dengan logaritma natural total aset.

4. Hasil, Diskusi, dan Implikasi Manajerial

Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif dari variabel-variabel dependen, independen dan kontrol. *PBV* memiliki nilai rata-rata sebesar 1,698 yang mengindikasikan bahwa secara rata-rata bank sampel telah menciptakan nilai bagi pemegang sahamnya, dimana harga pasar saham bank-bank tersebut berada di atas nilai buku ekuitasnya.

Kepemilikan institusional (*KI*) memiliki nilai rata-rata sebesar 73,871%, yang menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham bank sampel

didominasi oleh pemegang saham institusional. Porsi aset kredit terhadap total aset bank (*AK*) adalah sebesar 0,633 atau 63,3%, artinya struktur aset perbankan sebagian besar berupa aset kredit. Hal ini menunjukkan bahwa perbankan tetap mengandalkan aset kredit sebagai sumber pendapatan utama sesuai dengan fungsi tradisionalnya, yaitu menyalurkan kredit kepada pihak yang membutuhkan.

Rata-rata pendapatan bunga bersih atau net interest margin (*NIM*) adalah sebesar 6,128%. Angka ini jauh jauh di atas angka rata-rata ASEAN yang sebesar 3,204% selama periode tahun 2016-2020 (sumber: www.theglobaleconomy.com).

Pendapatan non-bunga (*PNB*) terhadap pendapatan bunga untuk bank sampel selama periode penelitian adalah sebesar 14,075%. Namun trendnya meningkat dari tahun ke tahun, yaitu sebesar 10,322% di tahun 2016; 12,017% di tahun 2017; 15,470% di tahun 2018; 16,057% di tahun 2019; dan 16,511% di tahun 2020.

Rata-rata prosentase simpanan inti (*SI*) yang terdiri dari rekening giro dan rekening tabungan terhadap total simpanan (giro, tabungan dan deposito) adalah sebesar 63,3%. Artinya, secara rata-rata sebagian besar sumber dana simpanan bank sampel adalah dana yang relatif stabil dan murah.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Max	Min
PBV	1,698	31,415	0,209
KI	73,871	99,970	0,000
AK	0,633	0,869	0,216
NIM	6,128	14,405	0,303
PNB	14,075	138,387	0,793
SI	0,366	1,000	0,092
CKPN	0,019	0,271	-0,065
CAR	23,567	148,280	9,010
SIZE*	157,900	1.511,805	0,665

*Rp. Trilyun

Rata-rata beban cadangan kerugian penurunan nilai (*CKPN*) adalah sebesar 0,019 atau 1,9% terhadap aset kredit, dengan nilai tertinggi sebesar 27,1% dan nilai terendah sebesar negatif 6,5%. Angka negatif menunjukkan adanya pembalikan pencadangan kerugian penurunan nilai.

Rata-rata *capital adequacy ratio* (*CAR*) adalah sebesar 23,567%, dan angka ini berada di atas persyaratan kewajiban penyediaan modal minimum untuk bank umum (tergantung profil risiko masing-masing bank) yang ditetapkan oleh otoritas jasa keuangan (*OJK*) yaitu berkisar antara 8% sampai dengan 14%, ditambah dengan beberapa jenis modal penyangga (*capital buffer*) yang besarnya berkisar antara 0% sampai dengan 2,5%.

Rata-rata total aset sampel bank adalah sebesar Rp. 157,9 trilyun, dengan nilai tertinggi sebesar Rp. 1.511,8 trilyun (*Bank BRI* di tahun 2020) dan nilai terendah sebesar Rp. 0,665 trilyun (*Bank Jago* di tahun 2018).

Tabel 3 menyajikan hasil uji multi-kolinearitas dengan menggunakan perhitungan *variance inflation factor* (*VIF*). Hasil perhitungan menunjukkan bahwa tidak terdapat nilai *VIF* yang

melebihi 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah *multicollinearity*.

Namun pengujian lebih lanjut menunjukkan bahwa terdapat permasalahan *autocorrelation*, *cross dependence*, dan *heteroskedasticity*. Oleh karena itu, untuk keperluan pengujian hipotesis, penelitian ini menggunakan metode *estimated generalized least squares* atau *EGLS* (Greene, 2018) dengan *cross-section weighted fixed-effect* dan *white-corrected robust standard errors*. Hasil uji *Chow*, *LM* dan *Hausman* menunjukkan bahwa model regresi data panel yang sesuai adalah *fixed effect model* (*FEM*). Tabel 4 menampilkan hasil analisis regresi persamaan (1).

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa kepemilikan institusional (*KI*) berpengaruh positif dan signifikan pada tingkat 1% terhadap valuasi saham perbankan (*PBV*). Hasil ini menunjukkan dukungan terhadap hipotesis pemantauan dan pengendalian (*monitoring-control hypothesis*) yang dikemukakan oleh *Pound* (1988) dan *Boyd & Solarino* (2016). Pemegang saham institusional memiliki sumber daya dan kompetensi yang memadai untuk melakukan pemantauan dan pengendalian terhadap kinerja bank, disamping

Tabel 3. Variance Inflation Factor

	Coefficient Variance	Centered VIF
PBV	0,0001	1,1471
KI	3,6710	1,5426
AK	0,0043	1,2013
NIM	0,0002	1,3429
PNB	0,8744	1,5222
SI	2,4104	1,2420
CKPN	0,0002	1,5927
CAR	0,0143	1,8960
SIZE	0,0001	1,1471

juga prosentase kepemilikan yang relatif tinggi (rata-rata kepemilikan sebesar 73,872% sesuai Tabel 1) menjustifikasi kegiatan pemantauan dan pengendalian yang dilakukan oleh pemegang saham institusional.

Koefisien variabel interaksi ($KI*AK$) adalah negatif dan signifikan pada tingkat 1%, dimana hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional (KI) memoderasi secara negatif pengaruh aset kredit (AK) terhadap valuasi saham perbankan. Seperti yang telah diuraikan di atas, aset kredit merupakan aset bank yang memberikan imbal-hasil tinggi, tetapi juga memiliki tingkat opasitas yang tinggi (Jones et al., 2013). Temuan ini mengindikasikan bahwa melalui pengaruhnya atas manajer bank, pemegang saham institusional mengambil manfaat dari aset kredit bank untuk kepentingannya sendiri–langsung atau tidak langsung–atau untuk kepentingan kolega usahanya (*business partner*), yang pada akhirnya juga dapat memberikan keuntungan bagi pemegang saham institusional terkait. Oleh karena itu, adanya semacam “campur tangan” pemegang saham institusional di dalam keputusan kredit bank menyebabkan pasar modal mengenakan potongan (*valuation discount*) terhadap valuasi saham perbankan.

Sesuai prediksi aset kredit (AK) berpengaruh positif dan signifikan pada tingkat 1% terhadap valuasi saham perbankan. Aset kredit merupakan aset produktif bank yang memberikan pendapatan bunga, sehingga perlu ditingkatkan untuk lebih meningkatkan valuasi saham perbankan. Namun demikian, kualitas aset kredit tersebut harus senantiasa dijaga oleh manajemen bank, karena penurunan kualitas aset kredit dapat mengurangi profitabilitas dan valuasi saham perbankan.

Koefisien pendapatan non-bunga (PNB) adalah positif, namun tidak signifikan di dalam memengaruhi valuasi saham perbankan. Dengan lain perkataan, meskipun terdapat *trend* peningkatan

pendapatan non-bunga (PNB) di dalam portofolio pendapatan bank–yaitu dari sebesar 10,322% di tahun 2016 menjadi sebesar 16,511% di tahun 2020, nampaknya pasar modal belum melihat peningkatan porsi pendapatan non-bunga tersebut sebagai salah satu faktor penentu di dalam valuasi saham perbankan.

Simpanan inti (SI) yang terdiri dari rekening giro dan rekening tabungan merupakan sumber pendanaan yang stabil dan murah. Oleh karena itu, semakin tinggi porsi simpanan inti (SI), maka semakin tinggi valuasi saham perbankan. Hal ini terbukti dari adanya hubungan yang positif dan signifikan sebesar 5% antara simpanan ini (SI) dengan valuasi saham perbankan (PBV).

Koefisien beban cadangan kerugian penurunan nilai ($CKPN$) adalah negatif dan signifikan pada tingkat 5%. Dengan demikian, peningkatan di dalam $CKPN$ akan berdampak negatif terhadap valuasi saham perbankan. Perlu dipahami bahwa $CKPN$ tidak saja merefleksikan kualitas aset perbankan, tetapi juga menunjukkan tingkat opasitas aset perbankan. Peningkatan di dalam $CKPN$ menunjukkan turunnya kualitas aset bank dan juga meningkatnya opasitas aset bank, sehingga direspon secara negatif oleh pasar modal berupa valuasi saham perbankan (PBV) yang lebih rendah.

Capital adequacy ratio (CAR) mengindikasikan kemampuan bank untuk menyerap potensi kerugian dan kesiapan bank untuk bertumbuh kembang di masa depan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa CAR berpengaruh positif dan signifikan pada tingkat 1% terhadap valuasi saham perbankan. Artinya, pasar modal merespon secara positif CAR tinggi yang dimiliki oleh bank melalui valuasi saham (PBV) yang lebih tinggi. Namun demikian, tetap perlu dicermati bahwa penyediaan CAR yang terlalu tinggi dapat mengurangi efisiensi penggunaan modal (*capital efficiency*) di dalam menjalankan usaha perbankan.

Tabel 4. Hasil Analisis Regresi

Variabel Independen	PBV		Variabel Independen	PBV	
Konstan			SI		
Coefficient	-42,632	***	Coefficient	0,746	**
Std. error	10,788		Std. error	0,349	
p-value	0,000		p-value	0,034	
KI			CKPN		
Coefficient	0,045	***	Coefficient	-4,570	**
Std. error	0,016		Std. error	2,167	
p-value	0,006		p-value	0,037	
KI*AK			CAR		
Coefficient	-0,069	***	Coefficient	0,023	***
Std. error	0,022		Std. error	0,002	
p-value	0,002		p-value	0,000	
AK			SIZE		
Coefficient	6,288	***	Coefficient	1,241	***
Std. error	2,148		Std. error	0,295	
p-value	0,004		p-value	0,000	
NIM			R-squared	0,943	
Coefficient	0,135	***	DW-statistic	1,649	
Std. error	0,034		F-statistic	52,248	
p-value	0,000		Prob (F-statistic)	0,000	
PNB					
Coefficient	0,005				
Std. error	0,005				
p-value	0,298				

*** dan ** signifikan pada tingkat 1% dan 5%

Ukuran bank (*SIZE*) berpengaruh positif dan signifikan pada tingkat 1% terhadap valuasi saham perbankan. Temuan ini berbeda dengan temuan [Sakawa et al. \(2020\)](#) dan [Simoens & Vennet \(2021\)](#). [Natalia et al. \(2016\)](#) juga menemukan hubungan yang negatif antara ukuran bank dengan valuasi saham perbankan, tetapi agak lemah (tingkat signifikansi 10%). Ketiga penelitian tersebut di atas, masing-masing menggunakan data Jepang ([Sakawa et al., 2020](#)), Amerika Serikat dan Eropa ([Simoens & Vennet, 2021](#)), dan ASEAN plus RRC, Jepang dan Korea Selatan ([Natalia et al., 2016](#)), sementara penelitian ini sepenuhnya menggunakan data perbankan Indonesia. Hal ini mungkin dapat menjelaskan perbedaan temuan hasil penelitian ini dengan hasil-hasil beberapa penelitian terdahulu yang disebutkan di atas. Nampaknya, temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa konsep “*too-big-to-fail*” (TBTF) yang sering disebut-sebut di dalam literatur perbankan berlaku di Indonesia.

Beberapa implikasi manajerial dari hasil pertemuan ini. Pertama, manajemen bank harus mencari keseimbangan antara transparansi dan tingkat opasitas aset bank. Di satu pihak, transparansi yang terlalu rendah (opasitas tinggi) dapat mengakibatkan adanya “hukuman” dari pasar modal (*capital market punishment*) berupa valuasi saham yang rendah. Namun di lain pihak, transparansi yang terlalu terbuka (opasitas rendah) dapat mengurangi keunggulan bersaing bank, karena bank pesaing dapat melihat apa yang dilakukan oleh bank (*information spillover effect*), kemudian menirunya atau merumuskan strategi perbankan yang lebih unggul.

Kedua, aset kredit masih tetap merupakan “*mesin uang*” bank yang berkontribusi terhadap valuasi saham perbankan, sehingga nilai dan komposisinya sebaiknya senantiasa ditingkatkan. Disamping itu, aset kredit tersebut juga perlu dijaga kualitasnya, agar tidak terjadi penurunan nilai yang berdampak negatif terhadap valuasi saham

perbankan.

Ketiga, sesuai dengan pandangan umum, simpanan inti (giro dan tabungan) merupakan sumber pendanaan yang stabil dan murah, sehingga peningkatan komposisi simpanan inti di dalam sumber pendanaan bank dapat meningkatkan *net interest margin* (NIM), profitabilitas secara keseluruhan, dan valuasi saham perbankan.

Dari sisi kebijakan, temuan penelitian ini memberikan dua implikasi. Pertama, regulator perlu memperhatikan efek samping dominasi kepemilikan institusional bagi mekanisme tatakelola kegiatan usaha perbankan. Kedua, regulator perlu menentukan kewajiban pelaporan yang optimal, yaitu yang dapat mengurangi opasitas aset bank, namun di lain pihak juga tidak menghilangkan keunggulan bersaing bank yang diakibatkan oleh *information spillover effect* sesuai analisis [Jungheer \(2018\)](#).

5. Kesimpulan, Saran, dan Keterbatasan

Secara inheren, kegiatan usaha bank memiliki tingkat asimetri informasi dan opasitas aset yang tinggi, karena pihak luar (*outsiders*) tidak sepenuhnya mengetahui tingkat profitabilitas dan risiko yang diambil oleh manajer bank terkait keputusan portofolio aset bank. Akibatnya, bank rentan terhadap masalah keagenan terkait potensi penyalahgunaan sumberdaya oleh manajer. Melengkapi fungsi pengawasan regulator perbankan, penelitian ini menemukan bukti bahwa kepemilikan saham institusional dapat menjadi mekanisme mitigasi masalah keagenan di industri perbankan yang disebabkan oleh asimetri informasi dan opasitas aset bank.

Namun demikian, kepemilikan institusional juga mengakibatkan munculnya efek samping berupa potensi bahwa pemegang saham institusional akan berperilaku oportunistik dalam mengarahkan manajer untuk membuat keputusan bisnis yang menguntungkan pemegang saham

institusional semata.

Penelitian ini tidak lepas dari beberapa keterbatasan. Pertama, meskipun spirit dan tujuannya tidak berubah, metode perhitungan cadangan kerugian penurunan nilai di tahun 2020 berbeda dengan tahun-tahun sebelumnya, karena ada penerapan standar akuntansi baru untuk instrumen keuangan (PSAK 71). Metode perhitungan yang berbeda ini mungkin berpengaruh terhadap hasil penelitian ini. Kedua, terdapat kemungkinan bahwa variabel dependen (*PBV*) juga memengaruhi variabel independen, seperti komposisi aset kredit dan pendanaan. Misalnya, bila deposito memandang *PBV* sebagai indikator kesehatan dan kekuatan bank, maka deposito akan menyimpan dananya pada bank-bank yang memiliki *PBV* yang tinggi. Akibatnya, terjadi hubungan simultanitas antara *PBV* dengan komposisi pendanaan bank. Dalam kasus seperti ini, pendekatan sistem persamaan simultan (*simultaneous equation method*) akan lebih sesuai.

Penelitian selanjutnya disarankan untuk dapat mengatasi keterbatasan yang disebutkan di atas. Disamping itu, disarankan pula untuk menggunakan data bulanan perbankan beserta variabel-variabel makro berupa suku bunga dan nilai tukar, karena pada dasarnya bank merespon perubahan variabel-variabel makro tersebut dengan melakukan penyesuaian-penyesuaian terhadap portofolio aset mau pun portofolio pendanaannya.

Referensi

- Avdjiev, S., & Jager, M. (2022). *Bank opacity - patterns and implications* (No. 992).
- Beatty, A., & Liao, S. (2014). Financial accounting in the banking industry: A review of the empirical literature. *Journal of Accounting and Economics*, 58 (2–3), 339–383. <https://doi.org/10.1016/J.JACCECO.2014.08.009>
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Hirst, S. (2017). The

Agency Problems of Institutional Investors. *Journal of Economic Perspectives*, 31 (3), 89–102. <https://doi.org/10.1257/jep.31.3.89>

- Bertsatos, G., & Sakellaris, P. (2016). A dynamic model of bank valuation. *Economics Letters*, 145. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2016.05.014>
- Bertsatos, G., Sakellaris, P., & Tsionas, M. G. (2017). Did the financial crisis affect the market valuation of large systemic U.S. banks? *Journal of Financial Stability*, 32, 115–123. <https://doi.org/10.1016/J.JFS.2017.09.002>
- BIS. (2015). *Corporate governance principles for banks*.
- Blau, B. M., Brough, T. J., & Griffith, T. G. (2017). Bank opacity and the efficiency of stock prices. *Journal of Banking and Finance*, 76. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.11.026>
- Boyd, B. K., & Solarino, A. M. (2016). Ownership of corporations: a review, synthesis, and research agenda. *Journal of Management*, 42(5), 1282–1314. <https://doi.org/10.1177/0149206316633746>
- Brennan, N. (2006). Boards of directors and firm performance: Is there an expectations gap? *Corporate Governance: An International Review*, 14(6), 577–593. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00534.x>
- Canback, S., Samouel, P., & Price, D. (2006). Do Diseconomies of Scale Impact Firm Size and Performance? A Theoretical and Empirical Overview. *Icfai Journal of Managerial Economics*, 4(1), 27–70.
- Caprio, G., Laeven, L., & Levine, R. (2007). Governance and bank valuation. *Journal of*

- Financial Intermediation*, 16(4).
<https://doi.org/10.1016/j.jfi.2006.10.003>
- D'Avino, C., & Lucchetta, M. (2012). Opacity of banks and inefficient bank management: An analysis. *Banks and Bank Systems*, 7(4).
- Dai, M., Huang, S., & Keppo, J. (2019). Opaque bank assets and optimal equity capital. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 100, 369–394.
<https://doi.org/10.1016/J.JEDC.2019.01.005>
- Danisewicz, P., McGowan, D., Onali, E., & Schaeck, K. (2021). Debtholder Monitoring Incentives and Bank Earnings Opacity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(4), 1408–1445.
<https://doi.org/DOI:10.1017/S0022109020000241>
- Fang, Y., Hasan, I., Marton, K., & Waisman, M. (2014). Bank valuation in new EU member countries. *Economic Systems*, 38(1), 55–72.
<https://doi.org/10.1016/J.ECOSYS.2013.07.002>
- Flannery, M. J., Kwan, S. H., & Nimalendran, M. (2004). Market evidence on the opaqueness of banking firms' assets. *Journal of Financial Economics*, 71(3).
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00185-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00185-5)
- Gorton, G. (2013). *The Development of Opacity in U.S. Banking*.
<https://doi.org/10.3386/W19540>
- Greene, W. H. (2018). *Econometric Analysis* (8th ed.). Pearson Education, Inc.
- Guerry, N., & Wallmeier, M. (2017). Valuation of diversified banks: New evidence. *Journal of Banking & Finance*, 80, 203–214.
<https://doi.org/10.1016/J.JBANKFIN.2017.04.004>
- Huizinga, H., & Laeven, L. (2012). Bank valuation and accounting discretion during a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 106(3), 614–634.
<https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2012.06.008>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 21–48.
<https://doi.org/10.1257/jep.2.1.21>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiang, L., Levine, R., & Lin, C. (2016). Competition and Bank Opacity. *The Review of Financial Studies*, 29(7), 1911–1942.
<https://doi.org/10.1093/RFS/HHW016>
- Jones, J. S., Lee, W. Y., & Yeager, T. J. (2012). Opaque banks, price discovery, and financial instability. *Journal of Financial Intermediation*, 21(3).
<https://doi.org/10.1016/j.jfi.2012.01.004>
- Jones, J. S., Lee, W. Y., & Yeager, T. J. (2013). Valuation and systemic risk consequences of bank opacity. *Journal of Banking and Finance*, 37(3).
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.10.028>
- Jungherr, J. (2018). Bank opacity and financial crises. *Journal of Banking & Finance*, 97, 157–176.
<https://doi.org/10.1016/J.JBANKFIN.2018.09.022>
- Lozano, M. B., Martínez, B., & Pindado, J. (2016).

- Corporate governance, ownership and firm value: Drivers of ownership as a good corporate governance mechanism. *International Business Review*, 25(6), 1333–1343.
<https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2016.04.005>
- Minton, B. A., Stulz, R. M., & Taboada, A. G. (2019). Are the Largest Banks Valued More Highly. *Review of Financial Studies*, 32(12).
<https://doi.org/10.1093/rfs/hhz036>
- Morgan, D. P. (2002). Rating banks: Risk and uncertainty in an opaque industry. *American Economic Review*, 92(4).
<https://doi.org/10.1257/00028280260344506>
- Natalia, A. H., Kurniawan, M. R., & Firsty, R. R. (2016). Bank Income Diversification from Stock Market Perspective: Evidence from ASEAN+3. *Indonesian Capital Market Review*, 8(1), 32–45.
<https://doi.org/10.21002/ICMR.V8I1.5270>
- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237–265.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90046-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90046-3)
- Sakawa, H., Watanabel, N., Sasaki, H., & Tanahashi, N. (2020). Bank valuation and size: Evidence from Japan. *Pacific Basin Finance Journal*, 63.
<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101403>
- Shleifer, A., & Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, 66(1).
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00149-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00149-6)
- Simoens, M., & Vander Vennet, R. (2022). Does diversification protect European banks' market valuations in a pandemic? *Finance Research Letters*, 44, 102093.
<https://doi.org/10.1016/J.FRL.2021.102093>
- Simoens, M., & Vennet, R. Vander. (2020). Bank performance in Europe and the US: A divergence in market-to-book ratios. *Finance Research Letters*.
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101672>
- Simoens, M., & Vennet, R. Vander. (2021). Bank performance in Europe and the US: A divergence in market-to-book ratios. *Finance Research Letters*, 40, 101672.
<https://doi.org/10.1016/J.FRL.2020.101672>
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)
- Suriawinata, I. S., & Correia, T. A. (2019). *The Moderating Effect of Corporate Governance on the Relationship between Earnings Management and Firm Value: Indonesian Evidence*. <https://doi.org/10.2991/aicar-18.2019.25>
- Suriawinata, I. S., & Nurmalita, D. M. (2022). Ownership structure, firm value and the moderating effects of firm size: Empirical evidence from Indonesian consumer goods industry. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 24(1), 91–104.
<https://doi.org/10.9744/jmk.24.1.91-104>
- Tran, D. V., & Ashraf, B. N. (2018). Dividend policy and bank opacity. *International Journal of Finance & Economics*, 23(2), 186–204. <https://doi.org/10.1002/IJFE.1611>
- Tran, D. V., Hassan, M. K., & Houston, R. (2019). Activity strategies, information asymmetry, and bank opacity. *Economic Modelling*, 83.
<https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.02.008>

- Velasco, P. (2021). Is bank diversification a linking channel between regulatory capital and bank value? *The British Accounting Review*, 101070.
<https://doi.org/10.1016/J.BAR.2021.101070>
- Wagner, W. (2007). Financial development and the opacity of banks. *Economics Letters*, 97(1), 6–10.
<https://doi.org/10.1016/J.ECONLET.2007.02.006>
- Williamson, O. E. (1996). *The Mechanisms of governance*. Oxford University Press.
- Yue, H., Zhang, L., & Zhong, Q. (2022). The politics of bank opacity. *Journal of Accounting and Economics*, 73(2–3), 101452.
<https://doi.org/10.1016/J.JACCECO.2021.101452>