

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, CORPORATE
GOVERNANCE, DAN KEPUTUSAN KEUANGAN TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR PADA
BURSA EFEK INDONESIA**

*THE INFLUENCE OF OWNERSHIP STRUCTURE, CORPORATE
GOVERNANCE, AND FINANCIAL DECISION ON THE VALUE
OF THE MANUFACTURING COMPANIES LISTED IN
INDONESIAN STOCK EXCHANGE*

MUHAMMAD NASRUM



**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR**

2012

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, *CORPORATE GOVERNANCE*, DAN KEPUTUSAN KEUANGAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR PADA BURSA EFEK INDONESIA

Disertasi

Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar Doktor

Program Studi

Ilmu Ekonomi

Disusun dan Diajukan Oleh

MUHAMMAD NASRUM

Kepada

PROGRAM PASCASARJANA

UNIVERSITAS HASANUDDIN

MAKASSAR

2012

DISERTASI

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, CORPORATE GOVERNANCE DAN KEPUTUSAN KEUANGAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR PADA BURSA EFEK INDONESIA

Disusun dan diajukan oleh

MUHAMMAD NASRUM

Nomor Pokok P0500307013

Telah dipertahankan di depan Panitia Ujian Disertasi

pada tanggal 16 Mei 2012

dan dinyatakan telah memenuhi syarat

Menyetujui

Komisi Penasehat,



Prof. Dr. H. Muhammad Ali, SE., MS

Promotor



Dr. H. Abdul. Rakhman Laba, SE, MBA
Kopromotor



Dr. Muhammad Yunus Amar, SE., MT
Kopromotor


Ketua Program Studi
Ilmu Ekonomi



Prof. Dr. H. Djabir Hamzah, MA



Direktur Program Pascasarjana
Universitas Hasanuddin,



Prof. Dr. Ir. Mursalim

PERNYATAAN KEASLIAN DISERTASI

Yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Muhammad Nasrum
Nomor Pokok : P0500307013
Program Studi : Ilmu Ekonomi

Menyatakan dengan sebenarnya, bahwa disertasi yang saya tulis ini benar-benar merupakan hasil karya sendiri, bukan merupakan pengambilalihan tulisan atau pemikiran orang lain. Apabila di kemudian hari terbukti atau dapat dibuktikan bahwa sebagian atau keseluruhan disertasi ini hasil karya orang lain, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut.

Makassar, 16 Mei 2012

Yang Menyatakan

MUHAMMAD NASRUM

PRAKATA

Bismillahir Rahmanir Rahim

Assalamu Alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh

Alhamdulillah, puji dan syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT, karena berkat rahmat dan hidayahNya, sehingga disertasi ini dapat diselesaikan yang merupakan salah satu syarat dalam rangka penyelesaian pendidikan Doktor pada Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan informasi bagi investor dan emiten di Bursa Efek Indonesia dalam proses keputusan, serta kepada penelitian selanjutnya dalam rangka pengembangan ilmu ke depan, khususnya yang terkait dengan pasar modal. Demikian pula kepada penulis sendiri, banyak mendapat pengetahuan dan pengalaman baru dari penelitian ini.

Dalam penelitian ini tidak sedikit hambatan dan kesulitan yang dihadapi oleh penulis, namun berkat Rahmat dan Hidayah Allah SWT, serta dorongan dan bimbingan dari banyak pihak yang tulus dan ikhlas, sehingga semua kesulitan dan hambatan tersebut dapat penulis lalui.

Oleh karena itu, penulis patut untuk menyampaikan ucapan terima kasih serta rasa hormat dan penghargaan kepada Bapak Prof Dr. H. Muhammad Ali, SE., MS selaku Promotor, Bapak Dr. H. Abdul Rakhman Laba, SE., MBA dan Bapak Dr. Muhammad Yunus Amar, SE., MT selaku

Co-Promotor yang dengan setia meluangkan waktunya dalam membimbing, mengarahkan dan memotivasi penulis selama penyusunan disertasi ini. Demikian pula pihak-pihak yang telah memberi bantuan, baik materiil maupun non materiil selama penulis menjalani pendidikan, yakni sebagai berikut :

1. Bapak Prof. Dr. dr. Idrus A. Paturusi selaku Rektor Universitas Hasanuddin Makassar
2. Bapak Prof. Dr. H. Muhammad Ali, SE., MS selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Hasanuddin Makassar
3. Bapak Prof. Dr. Djabir Hamzah, MA selaku ketua Program Studi S3 Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin Makassar
4. Bapak Prof. Dr. H. Salamun Pasda, M.Ec selaku penguji eksternal, Bapak Prof. Dr. Djabir Hamzah, MA, Bapak Prof. Dr. Cepi Pahlevi, SE., M.Si, Bapak Prof. Dr. H. Syamsu Alam, SE., M.Si, Ibu Prof. Dr. Mahlia Muis, SE., M.Si, Bapak Dr. Muhammad Idrus Taba, SE., M.Si selaku tim penguji yang banyak memberi masukan dan arahan kepada penulis dalam penyelesaian disertasi ini.
5. Bapak Drs. H. Muhammad Idrus Nurdin selaku Pembina Yayasan Perguruan Islam Maros yang banyak membimbing dan memberi tauladan kepada penulis.
6. Bapak Drs. H. Muhammad Ikram Idrus, MS selaku Ketua Yayasan Perguruan Islam Maros yang memberi kesempatan kepada penulis untuk

melanjutkan pendidikan pada program S3 Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin Makassar

7. Ayahanda (Alm) H. Andi Akal mallu serta Ibunda (Alm) Hj. Andi Sitti Rukiah yang dengan tulus dan ikhlas membimbing penulis hingga dapat menyelesaikan jenjang pendidikan S3.
8. Bapak mertua Andi Marwan, A.Md serta ibu Andi Bungariah yang banyak memberi arahan dan nasehat kepada penulis.
9. Istri tercinta Andi Herwati Marwan, SP serta Anak-anakku Andi Tenri Sapada, Andi Mappincara serta Andi Batara Lipu yang dengan setia dalam suka dan duka mendampingi penulis dalam penyelesaian Program Doktorat ini.
10. Kakanda tercinta Andi Haris Akmal, SP, Dra. Hj. Andi Hartini, Andi Mappilawa, SE, Hj. Andi Tenri Uleng Akal, SE., MM dan adinda Andi Faisal Akmal S.Si yang banyak memberi bantuan materil dan moril kepada penulis hingga penyelesaian disertasi ini.
11. Kakanda H. Andi Satria Akmal, Ir. Andi Badrung Akmal, Andi Hafsah Akmal, SH, Andi Makmur Akmal, Andi mallarangeng Akmal, ST, Andi Parakkasi Akmal, Andi Enre Akmal, Andi Bone Akmal, SE, adinda Andi Bau Akmal, S.Pd dan Andi Arif Akmal
12. Kakak ipar H. Muhammad Nur, Hj. Maemunah, Hj. Ridhawati, SKM, Baslan, S.Sos dan Astuti, SKM

13. Adik ipar Andi Sukmawati Marwan dan Abdul Wahab serta Andi Muhammad Nursam, A.Md dan Mardiana, A.Md
14. Civitas Akademika serta seluruh mahasiswa STIM YAPIM Maros
15. Teman-teman angkatan 2007 Dr. Ferdinandus Cristian, SE., MM, Andi Nur Bau Masepe, SE., MM, Dr. Fahrudin Ramli, SE, M.Si, Ansar, SE., M.Si, Dr. Meina Wulansari, SE., M.Si, Dr. Ernawati, SE., M.Si, Hj. Salma Said, SE., M.Si, Sri Adrianti Muin, SE., M.Si
16. Sahabat-sahabat Program Sanwich University of the Philippines 2008 Dr. Murtiadi Awaluddin, SE., M.Si, Prof. Dr. H. Baso Amang, SE., M.Si, Dr. Ahmad Syarif, SE., MM, Dr. Bambang Hermanto, SE., M.Si, Dr. Robert W, SE., M.Si, Dr. Arie Kawulur, SE., M.Si

Semoga bantuan dan keihlasan yang diberikan kepada penulis, dapat balasan yang setimpal dari Allah SWT. Amin

Wassalamu Alaikum Warahmatullahi Wabakatuh

Makassar, 2012

MUHAMMAD NASRUM

ABSTRAK



MUHAMMAD NASRUM. *Pengaruh struktur kepemilikan, corporate governance dan keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (dibimbing oleh H. Muhammad Ali, H.Abdul Rakhman Laba dan Muhammad Yunus Amar).*

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh signifikan struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan.

Populasi penelitian ini, yakni seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Sampel sebanyak empat puluh perusahaan manufaktur dipilih secara *random sampling*. Pengamatan dilakukan mulai pada tahun 2001 sampai 2009. Data sekunder berupa data struktur kepemilikan saham, jumlah komite audit, jumlah dewan direksi, proporsi dewan komisaris independen, jumlah dan harga saham, dan data laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Analisis data menggunakan analisis jalur (*path analysis*) dengan membagi menjadi empat sub struktur.

Hasil penelitian membuktikan bahwa: 1) struktur kepemilikan, *corporate governance* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. 2) Struktur kepemilikan dan *corporate governance* berpengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan, sedangkan keputusan investasi berpengaruh berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan. 3) Struktur kepemilikan dan *corporate governance* berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden, sedangkan keputusan investasi dan keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan deviden. 4) Struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci : Struktur Kepemilikan, *Corporate governance*, Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan

ABTRACT

MUHAMMAD NASRUM. *The Influence of Ownership Structure, Corporate Governance and Financial Decision on the Value of Manufacturing Companies Listed in the Indonesian Stock Exchange* (Supervised by H. Muhammad Ali, H. Abdul Rakhman Laba and Muhammad Yunus Amar)

The study aims to determine the significance of the effect of ownership structure, corporate governance, investment decisions, financial decisions and dividend policy on the value of the firm. The data used in this study are secondary data, the stock ownership structure data, the number of audit committee, the board of directors, the proportion of independent commissioners, the number and price of shares and the annual financial statement data of manufacturing companies listed on Stock Exchanges of Indonesia. The primary data were obtained through questionnaires distribution. The population are all listed manufacturing companies in Indonesian stock exchange and forty samples were selected by means of simple random sampling technique for the period of 9 years (2000-2009). The analysis procedure was path analysis consisting of four sub-structure.

The study indicates that the ownership structure and corporate governance have a positive influence on investment decisions. On the contrary, both have a negative effect on the financial decisions. Meanwhile, the investment decision have a positive influence on financial decisions. Both ownership structure and corporate governance have a positive influence on dividend policy, while making investment and financial decisions would negatively affect the dividend policy. Ownership structure, corporate governance, investment decision, financing decision, and dividend policy have a positive influence on the value of the firm.

Keywords: Ownership Structure, Corporate Governance, Financial Decisions and Corporate Values

DAFTAR ISI



	Halaman
PRAKATA	iv
ABSTRAK	v
<i>ABSTRACT</i>	vi
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR	xvi
DAFTAR LAMPIRAN	xviii
DAFTAR SINGKATAN	xx
BAB I. PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Rumusan Masalah	39
C. Tujuan Penelitian	39
D. Kegunaan Penelitian	41
BAB II. TINJAUAN PUSTAKA	
A. Telaah Teoritis	43
B. Struktur Kepemilikan	56
C. <i>Corporate Governance</i>	65
D. Pasar Modal	97
E. Keputusan Keuangan	111
F. Keputusan Investasi	114

G. Keputusan Pendanaan	122
H. Kebijakan Deviden	127
I. Nilai Perusahaan	132
J. Pola Hubungan Teoritis Antara Struktur Kepemilikan, Corporate Governance Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Deviden Terhadap Terhadap Nilai Perusahaan	136
K. Hasil Penelitian Sebelumnya	145
BAB III. KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	
A. Kerangka Konseptual	150
B. Hipotesis	160
BAB IV. METODE PENELITIAN	
A. Rancangan Penelitian	161
B. Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel	161
C. Jenis dan Sumber Data	164
D. Metode dan Alat Analisis	165
E. Defenisi Operasional Variabel dan Pengukuran	169
BAB V. HASIL PENELITIAN	
A. Sekilas Perkembangan Pasar Modal	178
B. Profil Perusahaan Manufaktur yang dijadikan sampel	200
C. Gambaran Umum Struktur Kepemilikan, Corporate Governance, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Deviden Dan Nilai Perusahaan	209
D. Hubungan Fungsional Struktur Kepemilikan, Corporate Governance, Keputusan Investasi, keputusan Pendanaan, Kebijakan Deviden	

Dan Nilai Perusahaan	235
E. Pengaruh Langsung, Tidak Langsung dan Total Pengaruh Struktur Kepemilikan, <i>Corporate Governance</i> , Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, kebijakan Deviden dan Nilai Perusahaan	258
BAB VI. PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN	
A. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan <i>Corporate Governance</i> terhadap Keputusan Investasi	263
B. Pengaruh Struktur Kepemilikan, <i>Corporate Governance</i> Keputusan Investasi terhadap Keputusan Pendanaan	271
C. Pengaruh Struktur Kepemilikan, <i>Corporate Governance</i> Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan terhadap Kebijakan Deviden	281
D. Pengaruh Struktur Kepemilikan, <i>Corporate Governance</i> , Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan	292
E. Implikasi Teoritis dan Hasil Penelitian	303
F. Keterbatasan Penelitian	304
BAB VII. PENUTUP	
A. Kesimpulan	306
B. Saran	309
DAFTAR PUSTAKA	311
LAMPIRAN	334

DAFTAR TABEL

Nomor	Halaman
1. <i>Reseach Gap</i> Struktur Kepemilikan dengan Nilai Perusahaan	7
2. <i>Reseach Gap Corporate Governance</i> dengan Nilai Perusahaan	13
3. <i>Corporate governance in Asia (2004)</i>	35
4. Gambaran Struktur Kepemilikan Perusahaan Manufaktur	36
5. Perkembangan Teori Korporasi dan Implikasinya Terhadap <i>Good Corporate Governance</i>	48
6. Ringkasan Penelitian Terdahulu	146
7. Kedudukan Variabel Penelitian, Sifat Pengaruh antar Variabel dan Teori/Penelitian Pendukung	158
8. Proses Pemilihan Sampel	163
9. Daftar Nama Perusahaan Manufaktur yang Dijadikan Sampel	164
10. Defenisi Operasional dan Pengukuran Variabel	175
11. Perkembangan Struktur Kepemilikan Saham manajerial Industri manufaktur periode 2001-2009	210
12. Perkembangan Struktur Kepemilikan Saham Institusional Industri manufaktur periode 2001-2009	212
13. Perkembangan Proporsi Anggota Dewan Komisaris Industri manufaktur Periode 2001-2009	214
14. Perkembangan Proporsi Anggota Dewan Direksi Industri manufaktur Periode 2001-2009	216
15. Perkembangan Proporsi Anggota Komite Audit Industri manufaktur Periode 2001-2009	218

16.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum PPE/BVA Industri manufaktur Periode 2001-2009	219
17.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum MVA/ BVA Industri manufaktur Periode 2001-2009	220
18.	Perkembangan Rata-rata, maksimum dan Minimum MVE/ BVE Industri manufaktur Periode 2001-2009	221
19.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum CAP/ BVE Industri manufaktur Periode 2001-2009	222
20.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum PER Industri manufaktur Periode 2001-2009	223
21.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum BDE Industri manufaktur Periode 2001-2009	225
22.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum BDA Industri manufaktur Periode 2001-2009	226
23.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum LDE Industri manufaktur Periode 2001-2009	228
24.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum MDE Industri manufaktur Periode 2001-2009	229
25.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum DPR Industri manufaktur Periode 2001-2009	231
26.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum DY Industri manufaktur Periode 2001-2009	232
27.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum PBV Industri manufaktur Periode 2001-2009	234
28.	Rangkuman Hasil Analisis Koefisien Jalur Sub-Struktur-1	238
29.	Rangkuman Hasil Analisis Koefisien Jalur Sub-Struktur-2	242
30.	Rangkuman Hasil Analisis Koefisien Jalur Sub-Struktur-3	248
31.	Rangkuman Hasil Analisis Koefisien Jalur Sub-Struktur-4	255
32.	Proses. 1: Penentuan hubungan langsung, Tidak Langsung	

	Dan total Pengaruh Struktur Kepemilikan, <i>Corporate Governance</i> . keputusan Investasi, Keputusan pendanaan, Kebijakan deviden dan nilai Perusahaan	258
33. Proses.2:	Penentuan hubungan langsung, Tidak Langsung Dan total Pengaruh Struktur Kepemilikan, <i>Corporate Governance</i> keputusan Investasi, Keputusan pendanaan, Kebijakan deviden dan nilai Perusahaan	259

DAFTAR GAMBAR

Nomor		Halaman
1.	Struktur <i>Corporate Governance Single-Board system</i> (Anglo- Saxon Model)	76
2.	Struktur <i>Corporate Governance Dual-Board system</i> (Continental-Europa Model)	77
3.	Struktur <i>Corporate Governance</i> Di Indonesia (Dual-Board system)	78
4.	Kerangka Penelitian Empiris	155
5.	Sub-Struktur 1 Hubungan kausal X_1, X_2, X_3 terhadap Y_1	166
6.	Sub-Struktur 2 Hubungan kausal terhadap Y_2 X_1, X_2, X_3 dan Y_1	166
7.	Sub-Struktur 3 Hubungan kausal terhadap Y_3 X_1, X_2, X_3, Y_1 dan Y_2	167
8.	Sub-Struktur 4 Hubungan kausal terhadap Y_4 $X_1, X_2, X_3, Y_1, Y_2, Y_3$	168
9.	Perkembangan Struktur Kepemilikan Saham Manajerial industri Manufaktur periode 2001-2009	211
10.	Perkembangan Struktur Kepemilikan Saham Institusional industri Manufaktur periode 2001-2009	213
11.	Perkembangan Proporsi Anggota Dewan Komisaris Independen industri Manufaktur periode 2001-2009	215
12.	Perkembangan Jumlah Anggota Dewan Direksi industri Manufaktur periode 2001-2009	217
13.	Perkembangan Jumlah Anggota Komite Audit industri Manufaktur periode 2001-2009	218
14.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum <i>Book Value of Gross Property, Plant, and Equipment to Book Value Asset Ratio</i> industri Manufaktur periode 2001-2009	219

15.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum <i>Market Value to Book Value Asset Ratio (MVA/BVA)</i>	221
16.	Perkembangan <i>Market Value to Book Value Asset Ratio (MVE/BVE)</i>	222
17.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum <i>Price Earning Ratio (PER) Periode 2001-2009</i>	224
18.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum <i>Book Debt to Equity Ratio (BDE) Periode 2001-2009</i>	225
19.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum <i>Book Debt to Asset Ratio (BDA) Periode 2001-2009</i>	227
20.	Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum <i>Long Term Debt to Equity Ratio (LDE) Periode 2001-2009</i>	228
21.	Perkembangan <i>Market Book to Equity Ratio (MDE) Periode 2001-2009</i>	230
22.	Perkembangan <i>Deviden Payout Ratio (DPR) Periode 2001-2009</i>	231
23.	Perkembangan <i>Deviden Yield Periode 2001-2009</i>	232
24.	Perkembangan <i>Price Book Value (PBV) Periode 2001-2009</i>	234
25.	Analisis Hubungan Empiris Sub-Struktur-1	238
26.	Analisis Hubungan Empiris Sub-Struktur-2	243
27.	Analisis Hubungan Empiris Sub-Struktur-3	249
28.	Analisis Hubungan Empiris Sub-Struktur-4	256
29.	Analisis Jalur Lengkap Struktur Kepemilikan, <i>Corporate Governance</i> ,Keputusan Investasi , Keputusan pendanaan, Kebijakan Deviden Dan Nilai Perusahaan	257

DAFTAR LAMPIRAN

Nomor	Halaman
1. Hasil Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, <i>Corporate Governance</i> Terhadap Keputusan Investasi	335
2. Hasil Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, <i>Corporate Governance</i> dan Keputusan Investasi Terhadap Keputusan Pendanaan	336
3. Hasil Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, <i>Corporate Governance</i> , Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan Terhadap Kebijakan Deviden	337
4. Hasil Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, <i>Corporate Governance</i> , Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan	338
5. Kepemilikan Institusional	339
6. Kepemilikan Manajerial	341
7. Jumlah Anggota Dewan Direksi	343
8. Jumlah Anggota Komite Audit	345
9. Proporsi Dewan Komisaris Independen	347
10. <i>Market Value to Book Value of Assets Ratio (MVA/BVA)</i>	349
11. <i>Market Value to Book Value of Equity Ratio (MVE/BVE)</i>	351
12. <i>Capital Addition to Assets Book Value Ratio (CAP/BVA)</i>	353
13. <i>Price Earning Ratio (PER)</i>	355

14. <i>Book Debt to Equity Ratio (BDE)</i>	357
15. <i>Book Debt to Assets Ratio (BDA)</i>	359
16. <i>Long Term Debt to Equity Ratio (LDE)</i>	361
17. <i>Market Debt to Equity Ratio (MDE)</i>	363
18. <i>Deviden Payout Ratio (DPR)</i>	365
19. <i>Deviden Yield (DY)</i>	367
20. <i>Price Book Value (PBV)</i>	369
21. Total Asset	371
22. Total Ekuitas	373
23. Total Hutang	375
24. <i>Closing Price</i>	377
25. Jumlah Saham Beredar	379
26. Total Aktiva	381
27. Aktiva Lancar	383
28. Hutang Jangka Panjang	385

DAFTAR ARTI LAMBANG DAN SINGKATAN

Lambang/singkatan	Arti dan Keterangan
AI	Assimetric Information, Informasi yang tidak seimbang
ASEAN	Assosiation of South East Asia Nations
BAPEPAM-LK	Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan
BDA	Book Debt to Assets, Ratio hutang terhadap total asset
BDE	Book Debt to Equity, Ratio hutang terhadap modal sendiri
BEJ	Bursa Efek Jakarta
BEI	Bursa Efek Indonesia
BPS	Biro Pusat Statistik
BUMN	Badan Usaha Milik Negara
CGI	Corporate Governance Index, Indeks Tata Kelola Perusahaan
CEO	Chif Executive Officer
DPR	Deviden Payout Ratio, Persentase laba yang dibayarkan kepada pemegang saham yang dibayarkan dalam bentuk kas
DY	Deviden Yield, Perbandingan deviden per lembar saham yang dibayarkan dengan harga pasar saham
et al.	et alli, dan kawan-kawan
FGCI	Forum for corporate governance Indonesia,
GCG	Good corporate governance, tata kelola perusahaan yang baik
ICMD	Indonesian Capital market Directory

IICG	Indonesian Institute for Corporate Governance
IMF	International Monetary Fund
IOS	Investment Opportunity Set
JSX	Jakarta Stock Exchange, Bursa Efek Jakarta
KNKCG	Komite Nasional Kebijakan Corporate Governance
LOI	Letter of Intent
LDE	Long Term Debt to Equity, Perbandingan antara klaim keuangan jangka panjang yang digunakan dengan pengembalian jangka panjang pula
MDE	Market Debt to Equity, Perbandingan antara nilai buku hutang dengan nilai pasar ekuitas
OLS	Ordinary Least Square, Kuadrat terkecil
OECD	Organization of Economic Co-Operation and Development
PBV	Price Book Value, Rasio harga saham terhadap nilai bukunya
PDB	Produk Domestik Bruto
PER	Price Earning Ratio, Perbandingan antara <i>closing prise</i> dengan laba per lembar saham
POT	Pecking Order Theory
RPJM	Rncana Pembangunan Jangka Menengah
RUPS	Rapat Umum Pemegang Saham
SK	Surat Keputusan

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Pada dasarnya, tujuan utama dari penyusunan laporan keuangan adalah memberikan informasi yang relevan bagi para pemakai laporan keuangan yang dapat menginformasikan nilai dari perusahaan. Pemilik saham merupakan salah satu pihak yang berperan penting dalam kelangsungan dan pengembangan perusahaan. Saham dari suatu perusahaan dapat dimiliki oleh berbagai kalangan, yaitu: manajemen, investor asing, investor dalam negeri, karyawan, dan semua pihak yang berkepentingan dalam perusahaan tersebut. Pemegang saham menginvestasikan modalnya kepada perusahaan dengan tujuan untuk mendapatkan *return* yang tinggi, baik *dividen* maupun *capital gain*.

Teori keagenan (*agency theory*) menjelaskan, bahwa hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut (Jensen dan Meckling, 1976). Sebagai pengelola perusahaan, manajer akan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan dibandingkan pemilik (pemegang saham).

Fama (1980) mengemukakan bahwa pemisahan kepemilikan saham dan pengendali dapat dijelaskan sebagai bentuk yang efisien dari organisasi ekonomi dalam perspektif "*set of contracts*". Sementara Fama dan Jensen (1983) menganalisa tentang pemisahan kepemilikan (*risk bearing function*) dan pengendali (*decision function*) yang bukan hanya pada perusahaan besar, tetapi juga pada perusahaan kecil serta jasa-jasa yang lain. Pemisahan ini dimaksudkan untuk mengatasi terjadinya *agency problem* pada kondisi perusahaan yang semakin berkembang.

Jensen dan Meckling (1976) berargumentasi bahwa konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian dalam perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Struktur kepemilikan saham dalam suatu perusahaan terdiri atas kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi dan kepemilikan saham oleh manajerial. Kepemilikan oleh pihak manajerial jumlahnya relatif kecil, tetapi mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa perilaku manipulasi oleh manajer yang berawal dari konflik kepentingan tersebut dapat diminimumkan melalui suatu mekanisme monitoring yang bertujuan untuk menyelaraskan (*alignment*) berbagai kepentingan tersebut. Pertama, dengan memperbesar kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*managerial ownership*), sehingga kepentingan pemilik atau pemegang saham akan dapat disejajarkan dengan kepentingan manajer. Kedua, kepemilikan saham oleh investor institusional.

Struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang (Iturriaga dan Sanz, 1998) yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information approach*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan sebagai sebuah instrumen atau alat untuk mengurangi konflik kepentingan antara berbagai pemegang klaim. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal (Leland dan Pyle, 1977).

Agency theory merupakan salah satu topik yang banyak diperdebatkan dalam literatur keuangan. Banyak penelitian yang telah memberi kontribusi teoritis dan menyediakan bukti empiris yang berkenaan dengan *agency theory*. Terdapat dua isu hangat yang sering dibicarakan dalam kerangka teori keagenan, yaitu struktur kepemilikan dan *corporate governance* pengaruhnya terhadap *value create* bagi perusahaan.

Struktur kepemilikan akan memiliki motivasi yang berbeda dalam memonitor perusahaan serta manajemen dan dewan direksinya. Struktur kepemilikan dipercaya memiliki kemampuan untuk mempengaruhi jalannya perusahaan yang nantinya dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham.

Ross *et al.* (2004) menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham pada perusahaan maka manajemen cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang tidak lain adalah dirinya sendiri. Kepemilikan saham manajerial akan membantu penyatuan kepentingan antara manajer dan pemegang saham, sehingga manajer ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Beberapa studi empiris yang menunjukkan bahwa struktur kepemilikan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian Tam *et al.* (2007) yang berfokus pada struktur kepemilikan mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh terhadap kinerja dari perusahaan tersebut dalam upaya untuk mencapai tujuan perusahaan, yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Saham perusahaan dapat dimiliki oleh berbagai pihak, misalnya pihak manajemen yang bertanggungjawab dalam operasional perusahaan. Pihak manajemen perusahaan seharusnya memiliki informasi lebih baik mengenai perusahaan secara keseluruhan, karena pihak manajemen bertanggungjawab secara langsung dalam kelangsungan dan pengembangan perusahaan. Pihak manajemen juga berkewajiban untuk menginformasikan pertanggungjawabannya kepada *stakeholder* perusahaan dalam bentuk laporan keuangan. Sehingga secara tidak langsung, pihak manajemen memiliki peran yang sangat penting dalam kelangsungan hidup (*going concern*) perusahaan..

Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen dapat mengurangi *agency cost* (Jensen dan Meckling, 1976). Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Penelitian Ang *et al.*, (1999) memberikan bukti terhadap hubungan antara struktur kepemilikan dengan biaya keagenan yang diukur dari pemanfaatan aktiva dan beban operasi. Mereka melakukan survei pada perusahaan-perusahaan kecil dengan menghubungkan ukuran absolut dan relatif dari biaya keagenan. Hasilnya menyatakan bahwa biaya keagenan pada perusahaan dengan manajemen yang berasal dari luar (*outsider*) relatif lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan manajemen sendiri (*owner managed*). Penelitian Ang *et al.*, (1999) juga menunjukkan bahwa efisiensi pemanfaatan aktiva dan beban operasi pada perusahaan kecil dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dalam perusahaan. Penelitian Singh *et al.*, (2003) menganalisis hubungan antara struktur kepemilikan dengan biaya keagenan (*agency cost*) pada perusahaan-perusahaan besar yang sudah *go public*. Hasil penelitian Singh *et al.* (2003) mendukung penelitian Ang *et al.* (1999) yang menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial secara positif dan signifikan mempengaruhi efisiensi pemanfaatan aktiva perusahaan.

Moh'd *et al.* (1998) menyatakan bahwa, investor institusional merupakan pihak yang dapat memonitor agen dengan kepemilikannya yang besar, sehingga motivasi manajer untuk mengatur laba menjadi berkurang. Ketiga, melalui peran monitoring oleh dewan komisaris (*board of directors*) serta memaksimalkan fungsi komite audit yang ada dalam perusahaan. Beasley (1996) menemukan hubungan yang signifikan antara peran dewan komisaris dengan pelaporan keuangan. Selain itu juga ditemukan bahwa ukuran dan independensi dewan komisaris mempengaruhi kemampuan mereka dalam memonitor proses pelaporan keuangan. Demikian juga pada penelitian Chou *et al.* (2007), dinyatakan bahwa kepemilikan manajerial secara signifikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan Rasio Tobin's Q sebagai ukurannya.

Sementara pada penelitian yang lain menyatakan menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan. Beberapa penelitian mengenai struktur kepemilikan dan keputusan keuangan pernah dilakukan oleh Crutchley (1999) dengan membangun sebuah model yang menunjukkan empat keputusan yang saling terkait menyangkut *leverage*, *dividend*, *insider ownership*, dan *institutional ownership* ditentukan secara simultan dalam kerangka *agency cost*. Penelitian Crutchley (1999), memberikan bukti bahwa ada keterkaitan antara keputusan *leverage*, *dividend payout ratio*, *insider ownership*, dan *institutional ownership* yang ditentukan secara simultan meskipun tidak menyeluruh. Pada penelitiannya Crutchley (1999) juga membuktikan bahwa

kepemilikan institusional merupakan substitusi kepemilikan manajerial. Chen (2000) menemukan hubungan negatif antara *analyst coverage* dan kepemilikan manajerial, hal ini mendukung hasil penelitian Crutchley (1999.)

Tabel 1. Reseach Gap Struktur Kepemilikan dengan Nilai Perusahaan

GAP	HASIL	PENELITI
Terdapat perbedaan temuan hasil penelitian tentang; Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja atau Nilai Perusahaan.	Menemukan bukti bahwa Struktur Kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kinerja atau Nilai Perusahaan	Tam <i>et al.</i> (2007) Sing <i>et al.</i> (1999) Chou <i>et al.</i> (2007)
	Menemukan bukti bahwa Struktur Kepemilikan berpengaruh negatif atau tidak berpengaruh terhadap Kinerja atau Nilai Perusahaan	Cruthcley (1999) Chen (2000) Himmelberg <i>et al</i> (1999) Bernhar dan Rossentein (1998)

Sumber : Beberapa hasil penelitian dan dikembangkan untuk disertasi

Himmelberg *et al.* (1999) melakukan pengujian terhadap dampak kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan Tobin's Q menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan merupakan variable endogenous yang disebabkan oleh variabel eksogenous seperti lingkungan diluar perusahaan. Bernhart dan Rossentein

(1998) juga menyimpulkan hal yang sama bahwa baik model Tobin's Q, struktur dewan direksi dan kepemilikan manajerial merupakan variabel yang ditentukan bersama-sama (*jointly determined*). Penelitian ini menemukan adanya hubungan non-linear antara kepemilikan manajerial dengan Tobin's Q dan juga menemukan bukti yang kuat berupa hubungan *curve-linear* antara kinerja perusahaan dengan *outside directors*.

Bertentangan pula penelitian yang dilakukan oleh Warfield *et al.* (1995), yang menemukan adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dan *discretionary accruals* sebagai ukuran dari manajemen laba. Dalam penelitian McConnel dan Servaes (1990), dinyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan level kepemilikan antara 40 persen -50 persen, dan memiliki hubungan negatif pada kepemilikan diatas 50 persen terkait dengan kinerja perusahaan. Tetapi pada penelitian Morcks *et al.* dinyatakan bahwa adanya hubungan positif antara kepemilikan manajerial pada level 0 persen – 5 persen, dan memiliki hubungan negatif pada kepemilikan 5 persen -25 persesn terkait dengan kinerja perusahaan.

Rancangan tentang mekanisme pengawasan korporasi yang efektif untuk membuat para manajer bertindak dalam kepentingan terbaik bagi para pemegang saham telah menjadi perhatian utama dalam wilayah dari *corporate governance* dan keuangan (Allen dan Gale, 2000), dan berlanjutnya penelitian pada teori keagenan adalah usaha untuk merancang suatu kerangka kerja yang tepat untuk mengontrol itu (Bonazzi dan Islam,

2007). *Corporate governance* merupakan mekanisme pengendalian untuk mengatur dan mengelola perusahaan dengan maksud untuk meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya untuk mewujudkan *shareholders value* (Monk dan Minow, 2001).

Corporate governance yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana yang telah ditanamkan oleh investor. *Corporate governance* adalah juga berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1997).

Beberapa studi empiris tentang hubungan antara *corporate governance* dengan nilai perusahaan telah dilakukan. Beberapa penelitian tersebut menunjukkan hasil yang berbeda. Dharmapala dan Khanna (2008) melakukan penelitian untuk menguji dampak dari *corporate governance* terhadap nilai perusahaan, dengan menggunakan suatu rangkaian dari pembaharuan *corporate governance* di India. Penelitian ini menggunakan sampel besar yang meliputi 4000 perusahaan dengan menggunakan data periode tahun 1998 sampai tahun 2006. Hasil penelitian menyajikan suatu pengaruh yang kuat, yaitu suatu pengaruh yang positif dan signifikan

dengan jumlah yang lebih dari 10 persen, dari pembaharuan *corporate governance* terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan *Tobin' q*. Hasil penelitian Dharmapala dan Khanna ini adalah sejalan dengan hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya, yaitu Black, Kim, Jang, dan Park (2005); dan Black, Jang dan Kim (2006) yang dilakukan di Korea. Terakhir, penelitian Dharmapala dan Khanna ini juga memberi kontribusi secara khusus terhadap evaluasi empiris (*empirical evaluation*) yang dilakukan oleh Black and Khanna (2007) untuk pembaharuan *corporate governance* di India.

Garay dan Gonzalez (2008) melakukan penelitian untuk menguji hubungan antara *corporate governance*, yang diukur dengan *Corporate Governance Index* (CGI), dan nilai perusahaan, yang diukur dengan *Price to Book Value* (P/BV) dan *Tobin'Q*, pada perusahaan-perusahaan *go public* di Venezuela. Hasil penelitian Garay dan Gonzalez menunjukkan bahwa suatu kenaikan sebesar 1 persen dalam CGI menghasilkan suatu kenaikan rata-rata sebesar 11,3 persen dalam *dividend payouts*, 9,9 persen dalam *Price to Book Value*, dan 2,7 persen dalam *Tobin's q*. Temuan-temuan Garay dan Gonzalez ini adalah konsisten dengan model teoritis dari La Porta, et al. (2002) yang menyatakan bahwa *Good Corporate Governance* berhubungan dengan kepercayaan yang tinggi dari investor.

Silveira dan Barros (2007) melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh dari kualitas *corporate governance* terhadap nilai pasar dari 154 perusahaan *go public* di Brazillia pada tahun 2002. Proksi dari kualitas

corporate governance diperoleh dari suatu indeks *governance* yang telah dibangun. Investigasi mengikutsertakan pendekatan ekonometrika yang berbeda untuk mengatasi kompleksitas permasalahan, yaitu *multiple regressions* dengan menggunakan *Ordinary Least Squares (OLS)*, pendekatan variabel-variabel *instrumental*, dan sistem-sistem dari persamaan *simultaneous*. Hasil analisis *multiple regressions (OLS)* yang menggunakan variabel *Tobin's q* dan *P/BV* sebagai variabel nilai pasar menyarankan bahwa, *ceteris paribus*, suatu perubahan dari yang paling buruk ke yang paling baik dalam kualitas *governance* akan menghasilkan suatu kenaikan dalam *market capitalization* berturut-turut dari sekitar 85 persen dan 100 persen. Sedangkan hasil yang menggunakan *simultaneous equation approach* mengindikasikan adanya suatu hubungan kausalitas yang sebaliknya antara kualitas *corporate governance* dan nilai perusahaan.

Beberapa hasil penelitian bertentangan dengan penelitian diatas, Tang (2007) melakukan studi untuk menguji signifikansi pengaruh dari mekanisme *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan *return* saham. Studi ini menggunakan sebuah sampel yang terdiri dari 117 perusahaan *non financial* Jepang yang tercatat di Tokyo Stock Exchange meliputi data periode tahun 1989 sampai tahun 2001. Menggunakan suatu pendekatan ekonometrika yang berbeda dari studi-studi sebelumnya, hubungan antara komposisi dewan dan kinerja perusahaan adalah diuji dengan analisis *pooled least squares regression estimates*. Hasil-hasil studi Tang menunjukkan bahwa: (1) terdapat suatu

hubungan yang negatif dan signifikan antara perputaran dari anggota-anggota *board of directors* dan kinerja perusahaan; (2) pengurangan ukuran dewan adalah signifikan negatif berpengaruh terhadap kinerja perusahaan; (3) tidak terdapat bukti yang konsisten pengaruh dari *outside directorship*, sebagai salah satu proksi dari mekanisme *corporate governance*, terhadap kinerja perusahaan.

Javed dan Iqbal (2007) melakukan investigasi untuk menjawab pertanyaan apakah perbedaan dalam tingkat kualitas dari *corporate governance* yang dimiliki perusahaan dapat menjelaskan tingkat kinerja yang dicapai perusahaan. Investigasi dilakukan terhadap sebuah sampel yang terdiri dari 50 perusahaan yang tercatat di *Karachi Stock Exchange*. Javed dan Iqbal melakukan analisis terhadap hubungan antara tingkat nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q dan *Corporate Governance Index* (CGI) yang diukur dengan menggunakan tiga sub-indikasi yaitu dewan (*board*), *shareholdings* dan *ownership*, dan pengungkapan (*disclosures*) dan transparansi (*transparency*). Hasil investigasi mengindikasikan bahwa *corporate governance* adalah berarti di Pakistan. Bagaimanapun, tidak seluruh komponen dari *corporate governance* adalah penting. *Board composition* dan *ownership* dan *shareholdings* meningkatkan kinerja perusahaan, sedangkan *disclosure* dan *transparency* mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil investigasi ini menunjukkan bahwa kecukupan tingkat *governance* perusahaan tidak dapat menggantikan kondisi yang sesungguhnya dari perusahaan. Rendahnya

tingkat produksi dan praktek-praktek manajemen yang buruk tidak dapat ditutupi dengan pengungkapan yang jelas dan standar-standar untuk transparansi.

Tabel 2. Reseach Gap Corporate Governance dengan Nilai Perusahaan

GAP	HASIL	PENELITI
Terdapat perbedaan temuan hasil penelitian tentang; Pengaruh <i>Corporate Governance</i> terhadap Kinerja atau Nilai Perusahaan.	Menemukan bukti bahwa <i>Corporate Governance</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kinerja atau Nilai Perusahaan	<ul style="list-style-type: none"> • Dharmapala dan Khanna (2008) • Garay dan González (2008) • Silveira dan Barros (2007) • Chhaochharia dan Grinstein (2006) • Black et al. (2002)
	Menemukan bukti bahwa <i>Corporate Governance</i> berpengaruh negatif atau tidak berpengaruh terhadap Kinerja atau Nilai Perusahaan	<ul style="list-style-type: none"> • Tang (2007) • Javed dan Iqbal (2007) • Bøhren dan Ødegaard (2004)

Sumber : Beberapa hasil penelitian dan dikembangkan untuk disertasi

Manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik sebagai wujud dari tanggung jawab atas pengelolaan perusahaan . Akan tetapi informasi yang disampaikan terkadang diterima tidak sesuai dengan kondisi perusahaan sebenarnya. Dalam kondisi yang demikian ini dikenal sebagai informasi yang tidak

simetris atau asimetri informasi (*information asymmetric*). Richardson (1998), mengemukakan bahwa adanya asimetri antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*) akan memberi kesempatan kepada manajer untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*). Tindakan *earnings management* telah menimbulkan beberapa kasus skandal pelaporan akuntansi dalam dunia bisnis, antara lain Enron, Merck, World Com dan mayoritas perusahaan lain di Amerika Serikat (Cornett, Marcuss, Saunders dan Tehranian, 2006).

Dari beberapa contoh kasus tersebut di atas, maka sangat relevan bila ditarik suatu pertanyaan tentang bagaimana efektivitas penerapan *corporate governance*. *Corporate governance* merupakan salah satu elemen kunci dalam meningkatkan efisiensi ekonomis, yang meliputi serangkaian hubungan antara manajemen perusahaan, dewan komisaris, para pemegang saham dan *stakeholders* lainnya. *Corporate governance* juga memberikan suatu struktur yang memfasilitasi penentuan sasaran-sasaran dari suatu perusahaan, dan sebagai sarana untuk menentukan teknik monitoring kinerja

Sementara Shkeifer & Vishny (1997) melakukan survey mengenai *corporate governance*. Survei tersebut dilakukan untuk mengetahui seberapa besar perlindungan hukum bagi investor dan bagaimana kepemilikan yang terkonsentrasi pada system *corporate governance* diseluruh dunia. Dasar pemikirannya adalah tentang *agency perspective* dimana terjadi pemisahan antara kepemilikan dan control terhadap

perusahaan. Hasil dari survei tersebut merekomendasikan dua pendekatan terhadap *corporate governance* yaitu memberikan penguatan kepada investor melalui proteksi hukum terhadap ekspropriasi oleh manajer dan struktur kepemilikan dengan *large investor* (kepemilikan yang terkonsentrasi) harus *matching* antara *control rights* dengan *cash flow rights*. *Large investor* tersebut dapat menurunkan *agency cost*. Kepemilikan yang terkonsentrasi juga merupakan metode pengendalian yang bersifat universal yang dapat membantu investor untuk memperoleh kembali dana mereka.

Sementara dari sisi perlindungan terhadap investor (*investor protection*) terdapat beberapa hasil penelitian yang berbeda. La Porta *et al.* (2002) melakukan studi tentang pengaruh perlindungan investor terhadap kepemilikan minoritas dan *cash flow ownership* oleh *controlling shareholders* atas penilaian perusahaan. Penilaian perusahaan menggunakan Tobin's Q dan *cash flow to price ratio*. Hasil penelitian menunjukkan bukti bahwa terdapat penilaian yang lebih tinggi (diukur dari Tobin's Q dan *ratio cash flow to price*) untuk perusahaan-perusahaan dengan perlindungan terhadap investor minoritas yang lebih tinggi. Sebaliknya perusahaan dengan perlindungan investor yang rendah mendapat ganjaran dengan penilaian perusahaan yang rendah.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Kleper & Love (2002) tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh La porta *et al.* (2002). Penelitian Kleper & Love (2002) menguji faktor-faktor yang menentukan *firm level governancel* di pasar yang sedang berkembang (*emergin market*). Demikian

pula untuk menguji bagaimana pengaruhnya terhadap *operating performance* dan *market valuation*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat bukti empiris perbedaan *firm level governance mechanism* diantara perusahaan-perusahaan di *emargin market*. Hasil penelitian ini juga menunjukkan adanya variasi yang lebar dalam *firm level governance* antara 14 negara yang dijadikan sampel penelitian. Ditemukan bahwa *firm level governance* akan lebih rendah bagi Negara yang memiliki sistem hukum yang lemah. Ditemukan pula bahwa *corporate governance* berkorelasi kuat dengan *operating performance* dan *market valuation*. Dengan *firm level governance* yang baik akan mengurangi *cost of capital* dengan demikian akan mampu untuk meningkatkan kinerja perusahaan secara keseluruhan.

Penelitian yang dilakukan oleh Himmelberg *et al.* (2002) untuk menguji apakah perlindungan terhadap investor berpengaruh terhadap *insider ownership* dan *cost of capital* dengan variasi berbagai Negara dan dihubungkan dengan investasi dan tingkat pertumbuhan antar Negara, industri dan perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin lemah perlindungan terhadap investor, maka akan semakin tinggi konsentrasi *insider ownership*. Selanjutnya semakin tinggi konsentrasi *insider ownership* maka akan semakin tinggi pula *cost of capital* yang dapat menyebabkan *underinvestment*.

Berbagai penelitian yang membahas tentang ukuran dan komposisi dewan menunjukkan hasil yang bervariasi. Penelitian yang dilakukan oleh Rosenstein & Wyatt (1990) menguji apakah kinerja perusahaan dipengaruhi

komposisi dewan yang berasal dari luar (*outsider directors*) yang dipilih oleh manajemen ketimbang dari penunjukan oleh pemegang saham besar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *outsider director* secara rata-rata memberikan *excess return* signifikan atau meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan implikasi bahwa *expected benefit* dari *outsider guidance* yang diperoleh melalui penunjukan ini menggunakan biaya yang potensial dari *entrenchment management* dan mengindikasikan bahwa *outsider director* yang dipilih secara rata-rata berpihak kepada kepentingan pemegang saham.

Sementara Mallette dan Fowler (1992) menguji hubungan antara komposisi dewan dengan struktur kepemilikan dan adanya *poison pill* oleh perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur. Hasil penelitian menunjukkan bahwa independensi *director* dapat meningkatkan *governance* dari *board*. Perangkapan dari CEO dan *chair boards* (*duality*) lebih efektif untuk konflik atas kemungkinan adanya *takeover*. Temuan ini mendukung *agency theory* dimana *dual leadership* dapat dipandang *structural tools* untuk mendorong efektivitas *governance* dan *alignment* dari kepentingan *director* dan *shareholder*.

Bertentangan dengan hasil penelitian Yermack (1996) yang menguji hubungan antara ukuran *board* terhadap kinerja perusahaan industri dalam *fortune* 500. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran dewan berhubungan negatif dengan kinerja perusahaan. Hasil penelitian diatas didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Eisemberg *et al.* (1998) yang

menguji pengaruh ukuran dewan dengan profitabilitas perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran dewan berhubungan negatif dengan profitabilitas perusahaan, yang diukur dengan *return on assets*.

Beberapa penelitian yang menguji pengaruh *controlling shareholders* terhadap *board composition* antara lain Yin Hua Yeh & Tracie Woidtke (2005); Morch & Yeung (2004). Hasil penelitian Yeh & Woidtke (2005) hal yang mendasari penelitian ini adalah timbulnya masalah *agency* yang dikaitkan dengan struktur kepemilikan yang didominasi oleh kepemilikan keluarga. Demikian pula perlu dipahami bagaimana anggota *board* dipilih, karena kedudukan dan komposisi dewan akan mempengaruhi jalannya pengawasan terhadap manajemen perusahaan. Penelitian ini dilakukan di Negara yang sedang berkembang, dimana pada negara yang sedang berkembang perlindungan terhadap investor sangat lemah sehingga sangat potensial mengakibatkan terjadinya *agency problem*. Solusi dari hal ini adalah meningkatkan kepemilikan saham (*large shareholder*) yang dapat memonitoring perilaku manajer dan menekan biaya keagenan.

Large shareholder ini ternyata membawa masalah keagenan lebih lanjut dimana dimana tidak terjadi *alignment* antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas yang justru melakukan *ekspropriasi* terhadap pemegang saham minoritas. Seharusnya dewan inilah yang mengawasi sehingga tidak terjadi *ekspropriasi* namun komposisi dari dewan itupun dipengaruhi oleh bagaimana peran para pemegang saham mayoritas dalam memilih anggota dewan yang dapat berpihak pada mereka.

Hasil penelitian diatas menunjukkan bahwa terdapat tatakelola yang lemah ketika dewan didominasi oleh anggota yang berafiliasi dengan kepemilikan keluarga

Beberapa penelitian yang dilakukan terhadap *corporate governance* hubungannya dengan krisis yang terjadi di Asia Timur (Claessens *et al.*, 1999). Penelitian ini untuk mengetahui penyebab terjadinya krisis pada tahun 1997 diakibatkan oleh struktur keuangan dan mekanisme *corporate governance* yang lemah. Pengujian empiris yang dilakukan yaitu menguji berbagai hubungan antara *ownership concentration*, *leverage* dan kinerja perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *ownership concentration* berhubungan positif dan signifikan dengan profitabilitas namun tidak dengan kinerja keuangan. Sementara *leverage* berhubungan negatif dengan *ownership concentration*. Implikasi dari penelitian ini bahwa konsentrasi kepemilikan di Thailand dikuasai oleh kepemilikan keluarga yang mempunyai hubungan yang sangat erat dengan bank. Secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa kontribusi utama timbulnya krisis di Thailand, disebabkan oleh struktur keuangan yang buruk dan lemahnya mekanisme *corporate governance*.

Mitton (2002) menguji apakah lemahnya penerapan *corporate governance* menjadi penyebab terjadinya krisis di Asia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *corporate governance* yang diukur dari ADR dan *auditor big 6* berhubungan positif dengan kinerja harga saham sepanjang periode krisis. Hal ini konsisten dengan pandangan bahwa tingkat

pengungkapan yang lebih tinggi memberikan manfaat kepada pemegang saham minoritas dalam peningkatan transparansi dan menekan ekspropriasi sepanjang periode krisis. Demikian pula bahwa kepemilikan terkonsentrasi berhubungan positif dan signifikan dengan kinerja saham selama periode krisis. Namun demikian berhubungan negatif dengan *return* apabila pemegang saham mayoritas yang memiliki *voting right* melebihi *cash flow right*.

Hasil studi Claessens *et al.* (Februari 1999) untuk mengetahui apakah lemahnya kinerja dan investasi yang beresiko dari banyak perusahaan di Asia Timur sebelumnya memang disebabkan oleh konsentrasi kekayaan berada pada kelompok keluarga, dan ditandai dengan hubungan yang kuat antara pemerintah dengan kelompok bisnis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat kontrol keluarga yang melebihi dari setengah dari perusahaan di Asia Timur, walaupun terdapat perbedaan Negara. Indonesia dan Thailand sebagian besar dikendalikan oleh keluarga. Demikian pula yang dikendalikan pemerintah seperti di Indonesia, Korea, Malaysia, Singapura dan Thailand. Kesimpulan dari penelitian ini adalah bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi pada sebagian besar kepemilikan keluarga memberikan kontribusi bagi lemahnya kinerja perusahaan dan banyaknya investasi beresiko pada perusahaan di Asia sebelum krisis.

Beberapa penelitian menguji penerapan *corporate governance* di Indonesia. Tabalujan (2002) menguji perilaku *corporate governance* yang menyebabkan krisis pada periode tahun 1990-an. Hasil penelitian

menunjukkan bahwa lemahnya penerapan *corporate governance* di Indonesia disebabkan oleh masalah *legal system* yang dipengaruhi oleh *legal culture* dalam bentuk budaya *patrimony* sehingga diperlukan perbaikan pada system hukum yang bukan hanya pada institusinya semata-mata tetapi juga terhadap budaya orang-orang yang mengawasi dan berada didalamnya.

Dari beberapa hasil penelitian terkait dengan *corporate covernance* di Asia dapat ditarik beberapa hal sebagai kesimpulan : 1) *Board of Director* tidak berfungsi untuk mengawasi manajemen yang mewakili pemilik perusahaan yang diakibatkan oleh terkonsentrasinya kepemilikan pada keluarga serta komisaris independen dan komite audit yang tidak berfungsi dengan baik; 2) kurangnya partisipasi dari *small shareholder / minority interest* yang tidak memposisikan dirinya sebagai control; 3) monitoring dari kreditur yang tidak berjalan yang diakibatkan oleh hubungan yang erat antara kreditur dan peminjam; 4) standar *disclousure* dan transparansi yang lemah; 5) *legal protection* terhadap pemegang saham minoritas dan kreditur lemah yang disebabkan oleh *legal enforcement* yang lemah.

Surya dan Yustiavandana (2006) menyatakan bahwa untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat menerapkan prinsip - prinsip dasar *good corporate governance* (GCG). Penerapan *corporate governance* dapat dicerminkan dalam nilai perusahaan yang dilihat dari harga saham perusahaan yang bersangkutan.

Penelitian yang dilakukan Yermack (1996), Eisenberg, Sundgren dan Wells 1998, dan Jensen (1993) menyimpulkan bahwa dewan komisaris yang berukuran kecil akan lebih efektif dalam melakukan tindakan pengawasan dibandingkan dewan komisaris berukuran besar. Ukuran dewan komisaris yang besar dianggap kurang efektif dalam menjalankan fungsinya karena sulit dalam komunikasi, koordinasi serta pembuatan keputusan.

Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa *non-executive director* (komisaris independen) dapat bertindak sebagai penengah dalam perselisihan yang terjadi diantara para manajer internal dan mengawasi kebijakan manajemen serta memberikan nasihat kepada manajemen. Komisaris independen merupakan posisi terbaik untuk melaksanakan fungsi monitoring agar tercapai dan tercipta perusahaan yang *good corporate governance* (GCG).

Kirchmaier dan Grant dalam Carter (2007) menyatakan bahwa *corporate governance* merupakan sebuah mekanisme yang dirancang untuk mengurangi konflik keagenan. *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI, 2006) menyatakan bahwa *corporate governance* adalah seperangkat peraturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, manajemen, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, dan para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka. Tujuan *corporate governance* adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi pihak-pihak yang memiliki kepentingan perusahaan yang menerapkan prinsip *good corporate governance*

menerapkan informasi yang lebih cepat, akurat, dan lengkap. Penerapan dari *good corporate governance* yang baru diharapkan mampu meningkatkan harga saham perusahaan yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Dewan komisaris dan dewan direksi merupakan komponen penting dalam penerapan *corporate governance* yang baik. Dewan komisaris dan direksi mempunyai peran penting dalam pengelolaan perusahaan. Beasley (1996) meneliti hubungan antara proporsi dewan komisaris dan kecurangan (*fraud*) laporan keuangan. Ia membuktikan bahwa perusahaan yang melakukan kecurangan mempunyai persentase dewan komisaris eksternal yang signifikan lebih rendah daripada perusahaan yang tidak melakukan kecurangan.

Sedangkan penelitian Kusumastuti (2007) menyatakan tentang pengaruh-pengaruh persebaran dewan direksi terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 2005. Persebaran anggota dewan direksi dalam penelitian Kusumastuti (2007) akan dilihat dari lima aspek, yaitu keberadaan direksi wanita, keberadaan etnis Tionghoa, proporsi *outsider directors*, usia anggota dewan, dan latar belakang pendidikan anggota dewan.

Konsep *corporate governance* timbul karena adanya keterbatasan dari teori keagenan dalam mengatasi masalah keagenan dan dapat dipandang sebagai kelanjutan dari teori keagenan (Ariyoto, 2000). *Corporate governance* merupakan cara-cara untuk memberikan keyakinan pada para

pemasok dana perusahaan akan diperolehnya return atas investasi mereka (Shleifer dan Vishny, 1997). Menurut Cadbury (1992), *corporate governance* adalah sistem untuk mengarahkan (*direct*) dan mengendalikan (*control*) suatu perusahaan. Hal yang menjadi perhatian utama konsep ini adalah pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar (akurat) dan tepat pada waktunya mengenai semua hal yang berkaitan dengan kinerja perusahaan, kepemilikan dan pemegang kepentingan (*stakeholder*) (YPPMI & Sinergy Communication, 2002)

Akuntabilitas sebagai aspek GCG menjadi penting ketika manajemen menghadapi *intertemporal choice* yang memaksa manajemen melakukan manipulasi karena situasi yang dihadapinya. Salah satu contoh manipulasi tersebut adalah dengan mengubah laporan keuangan dengan tujuan menyesatkan pemegang saham yang ingin mengetahui kinerja ekonomi perusahaan atau untuk mempengaruhi hasil kontraktual yang mengandalkan angka akuntansi yang dilaporkannya. Manipulasi yang dikenal dengan *earning management* antara lain dilakukan dengan memilih prosedur dan metode akuntansi tertentu atau mengendalikan berbagai accrual.

Beberapa peneliti sebelumnya telah membuktikan bahwa manajemen melakukan pilihan akuntansi diskresionari dan akrual untuk kepentingan manajemen (Watts dan Zimmerman, 1986; Subramanyam, 1996). Selanjutnya, penelitian yang dilakukan Ayres (1994) juga mengungkapkan tentang praktik-praktik yang dapat dilakukan oleh manajer untuk mengelola *earnings* atau keuntungan demi menunjukkan prestasinya. Menurut Ayres

(1994), ada tiga faktor yang bisa dikaitkan dengan munculnya praktek-praktek tersebut, yaitu manajemen akrual (*accruals management*), penerapan suatu perubahan akuntansi yang wajib (*adoption of mandatory accounting changes*), dan perubahan akuntansi yang tidak diwajibkan/mengikat (*voluntary accounting changes*).

Manipulasi laba dapat dikurangi dengan adanya campur tangan auditor, seperti Nelson *et al.*, (2002) dalam penelitiannya menyatakan bahwa peluang untuk melakukan manipulasi *earnings* semakin kecil karena adanya intervensi auditor. Komite audit yang bertanggung jawab untuk mengawasi laporan keuangan, mengawasi audit eksternal, dan mengamati sistem pengendalian internal juga diharapkan dapat mengurangi sifat *opportunistic* manajemen yang melakukan manajemen laba (*earnings management*).

Keberadaan Komite Audit diharapkan mampu meningkatkan kualitas pengawasan internal perusahaan, serta mampu mengoptimalkan mekanisme *checks and balances*, yang pada akhirnya ditujukan untuk memberikan perlindungan yang optimum kepada para pemegang saham dan stakeholder lainnya.

Urgensi keberadaan komite audit ada pula kaitannya dengan belum optimalnya peran pengawasan yang diemban dewan komisaris di banyak perusahaan di negara-negara korban krisis yang lalu. Indonesia khususnya, semakin diperparah dengan adanya karakteristik umum yang melekat pada

entitas bisnis kita berupa pemusatan kontrol atau pengendalian kepemilikan perusahaan di tangan pihak tertentu atau segelintir pihak saja

Tugas pokok dari komite audit pada prinsipnya adalah membantu Dewan Komisaris dalam melakukan fungsi pengawasan atas kinerja perusahaan. Hal tersebut terutama berkaitan dengan review sistem pengendalian intern perusahaan, memastikan kualitas laporan keuangan, dan meningkatkan efektivitas fungsi audit. DeZoort *et al.* (2002) menjelaskan bahwa, komite audit yang efektif ditentukan dua hal, yaitu 1) dari sisi input (komposisi kualifikasi, kewenangan dan jumlah sumber daya) serta 2) dari sisi proses (harus memiliki etos kerja yang tinggi). Dari input dan proses tersebut diharapkan komite audit dapat efektif bekerja sehingga bisa menghasilkan suatu output berupa laporan keuangan, internal kontrol dan manajemen resiko yang bisa dipercaya.

Dari gambaran sederhana mengenai tugas dan fungsi dari lembaga tersebut, sudah barang tentu, keberadaan komite audit menjadi sangat penting sebagai salah satu perangkat utama dalam penerapan *good corporate governance*. Keberadaannya dipertegas dengan keputusan Bapepam yang dituangkan dalam SE BAPEPAM No. 03 Tahun 2000 mengenai pembentukan komite audit dan juga Kep. Direksi BEJ No. 339 tahun 2001 mengenai peraturan pencatatan efek di Bursa yang mencakup komisaris Independen, komite audit, sekretaris perusahaan; keterbukaan; dan standar laporan keuangan per sektor.

Dalam pencapaian *corporate governance* diperlukan peran Komite Audit yang efektif. Untuk membangun peran Komite Audit yang efektif, maka prinsip dan landasan yang harus dipegang oleh Komite Audit meliputi independensi, transparansi dan disclosure, akuntabilitas dan tanggung jawab, serta sikap adil.

Brown dan Caylor (2004) menguji 51 faktor *corporate governance* yang berhubungan dengan kinerja keuangan, hasilnya menunjukkan bahwa beberapa faktor *good governance* berhubungan dengan kinerja perusahaan.

Pandangan teori keagenan dimana terdapat pemisahan antara pihak agen dan prinsipal yang mengakibatkan munculnya potensi konflik dapat mempengaruhi kualitas laba yang dilaporkan. Pihak manajemen yang mempunyai kepentingan tertentu akan cenderung menyusun laporan laba yang sesuai dengan tujuannya dan bukan demi untuk kepentingan prinsipal. *Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI, 2001)* merumuskan tujuan dari *corporate governance* adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*). *Corporate governance* yang mengandung empat unsur penting yaitu keadilan, transparansi, pertanggungjawaban dan akuntabilitas, diharapkan dapat menjadi suatu jalan dalam mengurangi konflik keagenan. Dengan adanya tata kelola perusahaan yang baik, diharapkan nilai perusahaan akan dinilai dengan baik oleh investor.

Ada empat mekanisme *corporate governance* yang sering dipakai dalam berbagai penelitian mengenai *corporate governance* yang bertujuan

untuk mengurangi konflik keagenan, yaitu komite audit, komisaris independen, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial.

Komite audit mempunyai peran yang sangat penting dan strategis dalam hal memelihara kredibilitas proses penyusunan laporan keuangan seperti halnya menjaga terciptanya sistem pengawasan perusahaan yang memadai serta dilaksanakannya *good corporate governance*. Dengan berjalannya fungsi komite audit secara efektif, maka *control* terhadap perusahaan akan lebih baik sehingga, konflik keagenan yang terjadi akibat keinginan manajemen untuk meningkatkan kesejahteraannya sendiri dapat diminimalisasi.

Menurut Chen dan Steiner (1999), hutang memiliki hubungan kausal terbalik dengan kepemilikan manajerial. Hubungan kausalitas ini menunjukkan hubungan substitusi antara kebijakan hutang dengan kepemilikan manajerial dalam mengurangi konflik keagenan. Penggunaan hutang tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan sehingga manajer mengurangi proporsi kepemilikan saham. Pada kondisi ini diperlukan pembatasan terhadap penggunaan hutang untuk mengurangi masalah keagenan antara *stockholder* dan *bondholder*.

Beberapa penelitian diatas membahas tentang hubungan antara *agency problem* terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini bermaksud menghubungkan antara *agency problem* dengan *theory of firm* khususnya tentang *financial decision* yang pada akhirnya akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan khususnya pada industri manufaktur di Indonesia.

Agency problem yang dimaksud dalam penelitian ini terdiri atas struktur kepemilikan dan *corporate governance*. Struktur kepemilikan terdiri atas kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Sementara *corporate governance* terdiri atas proporsi dewan komisaris independen, dewan direksi dan komite audit, komitmen terhadap penerapan *corporate governance*, perlakuan yang setara terhadap seluruh pemegang saham serta pengungkapan dan transparansi. Beberapa penelitian memasukkan struktur kepemilikan sebagai bagian dari *corporate governance* seperti Barle & Means, 1932; Shliefer and Vishny, 1997; Claessens, *et al*, 1999. Sementara penelitian yang lain memisahkan antara struktur kepemilikan dengan *corporate governance* seperti Michael Lemmon dan Karl Lins, 2001; Tang (2007).

Penelitian ini merujuk dari penelitian yang dilakukan oleh Michael Lemmon dan Karl Lins, 2001 dengan memisahkan struktur kepemilikan sebagai variabel tersendiri yang terpisah dengan *corporate governance*. Tujuan *pertama* dari pemisahan ini adalah untuk mengetahui karakteristik dari masing-masing variabel tersebut. Sementara tujuan *kedua* adalah untuk mengetahui bagaimana perilaku struktur kepemilikan dan *corporate governance* mempengaruhi pengambilan keputusan keuangan dalam perusahaan.

Pada penelitian ini pula, menggunakan keputusan keuangan dimana didalamnya terdiri atas keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden. Keputusan investasi adalah eksogen terhadap keputusan

pendanaan dan keputusan investasi serta keputusan pendanaan merupakan eksogen terhadap kebijakan deviden. Hal ini didasarkan pada kajian teori yang menjelaskan bahwa dalam jangka panjang tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Tujuan-tujuan ini dapat dicapai dengan pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1994; Fama and French, 1998).

Penelitian ini diarahkan pada industri manufaktur karena kontribusi industri manufaktur hampir mencapai 30 persen terhadap Produk Domestik Bruto (PDB), industri manufaktur merupakan sektor utama pendorong pertumbuhan ekonomi. Selain besarnya pangsa ekspor pada industri manufaktur, penyerapan tenaga kerja pada industri manufaktur non migas juga menempati urutan atas sehingga membaik tidaknya kinerja sektor industri manufaktur mempunyai dampak nyata baik terhadap ekspor, penyerapan tenaga kerja maupun ekonomi secara keseluruhan.

Pentingnya peran industri manufaktur seharusnya dibarengi dengan kinerja yang semakin baik. Namun berdasarkan data beberapa tahun terakhir ini industri manufaktur justru mengalami kemerosotan, bahkan berada dibawah angka pertumbuhan ekonomi Indonesia. Pada tahun 2005 pertumbuhan ekonomi Indonesia mencapai 5,5 persen sementara pertumbuhan industri manufaktur hanya tumbuh sebesar 4,6 persen. Sementara pada tahun 2006 pertumbuhan ekonomi mencapai 6,3 persen

namun industri manufaktur hanya mampu tumbuh sebesar 4,7 persen. Bahkan pada tahun 2009, industri manufaktur dinilai sangat memprihatinkan dibanding dengan sektor industri lainnya. Sektor industri manufaktur terus mengalami perlambatan hingga mencapai titik terendah pada triwulan ketiga tahun 2009 dengan pertumbuhan hanya 3,1 persen (Kompas, 12 Januari 2010).

Demikian pula dilihat peranannya terhadap *product domestic bruto* (PDB) dari tahun 2002 -2007, kontribusi industri manufaktur pada tahun 2002 sebesar 27,9 persen sampai tahun 2007 mengalami penurunan menjadi hanya 27,4 persen (BPS). Menurut *International Institute for Management Development* (IMD) dalam *World Competitiveness Report* (2004) menemukan bahwa posisi daya saing Indonesia berada pada urutan 58 dari 60 negara yang diteliti. Angka peringkat ini lebih rendah dibanding dengan peringkat Indonesia pada tahun 2000 yang berada pada urutan ke-43, merosot ke urutan 46 pada tahun 2001, pada tahun 2002 pada urutan 47, dan pada tahun 2003 malah berada pada urutan 57 (RPJM 2004-2009).

Menurut catatan IMD, rendahnya kondisi daya saing Indonesia, disebabkan oleh buruknya kinerja perekonomian nasional dalam 4 (empat) hal pokok, yaitu: *pertama*, buruknya kinerja perekonomian nasional yang tercermin dalam kinerja di perdagangan internasional, investasi, ketenagakerjaan, dan stabilitas harga. *Kedua*, rendahnya efisiensi kelembagaan pemerintahan dalam mengembangkan kebijakan pengelolaan keuangan negara dan kebijakan fiskal, pengembangan berbagai peraturan

dan perundangan untuk iklim usaha kondusif. *Ketiga*, lemahnya efisiensi usaha dalam mendorong peningkatan produksi dan inovasi secara bertanggung jawab yang tercermin dari tingkat produktivitasnya yang rendah, pasar tenaga kerja yang belum optimal, akses ke sumberdaya keuangan yang masih rendah, serta praktik dan nilai manajerial yang relatif belum profesional. *Keempat*, keterbatasan infrastruktur, baik infrastruktur fisik, teknologi, maupun infrastruktur dasar yang berkaitan dengan kebutuhan masyarakat akan pendidikan dan kesehatan.

Meskipun permasalahan penurunan daya saing ini berawal sebelum krisis tahun 1997, perkembangan industri manufaktur mengalami tekanan setelah krisis tahun 1997. Banyak pengamat mengindikasikan terjadinya "*deindustrialisasi*". Gejala ini ditunjukkan dengan mengamati perkembangan tingkat realisasi kapasitas produksi (utilisasi kapasitas), jumlah perusahaan, dan indeks produksi. Pemanfaatan kapasitas terpasang industri manufaktur tahun 2002 hanya berkisar di 60 persen, menurun jauh dibandingkan dengan kondisi sebelum krisis yang berkisar di 80 persen. Dalam periode tahun 1996 sampai dengan tahun 2002, jumlah perusahaan industri berskala Besar dan Sedang menurun hampir 1.800 unit usaha atau sekitar 8 persen dari 22.997 unit usaha tahun 1996. Sementara itu, indeks produksi industri pengolahan berskala besar dan sedang juga mengalami penurunan cukup signifikan, sekitar 15 persen, dari 126,54 persen pada tahun 1997 menjadi 100,29 persen pada tahun 2002 (BPS)

Penyebab utama fenomena tersebut adalah daya saing produk-produk manufaktur yang terus melemah. Di dalam negeri, produk manufaktur seperti elektronika rumah tangga kalah bersaing dengan produk impor, apalagi diperburuk dengan banyaknya produk impor ilegal. Di pasar internasional, produk tekstil (TPT) dan produk kayu yang sesungguhnya masih menjadi primadona ekspor kalah bersaing dengan produk dari Cina dan negara ASEAN lainnya. Terpuruknya daya saing produk Indonesia juga disebabkan karena membengkaknya biaya overhead produksi. Struktur biaya produksi manufaktur juga sangat rentan dimana biaya overhead mencapai 33,4 persen dan biaya untuk material mencapai 58,3 persen. Sebagai bahan perbandingan, biaya overhead Cina hanya 17,1 persen dan material hanya 39,9 persen.

Perusahaan manufaktur dijadikan sebagai obyek penelitian didasarkan pada beberapa pertimbangan bahwa : 1) Industri manufaktur adalah penyumbang terbesar dari PDB Indonesia dimana pasca krisis ekonomi pada 1997 terus mengalami kemerosotan yang pada tahun 2005 hanya tumbuh 5,5 persen, tahun 2006 turun menjadi 4,6 persen sementara pertumbuhan terendah berada tahun 2009 yang hanya mampu tumbuh sebesar 3,1 persen; 2) berdasarkan beberapa hasil penelitian mengatakan bahwa salah satu penyebab krisis ekonomi yang terjadi di Asia khususnya di Indonesia adalah bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak menerapkan *corporate governance*. Secara umum dikatakan bahwa praktek-praktek kolusi, korupsi dan nepotisme masih marak terjadi baik pada

perusahaan milik pemerintah maupun pada perusahaan swasta; 3) Dari perspektif *agency theory* didapatkan indikasi bahwa struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan di Indonesia khususnya perusahaan manufaktur lebih terkonsentrasi (*owned concentrate*) pada keluarga dan kelompok bisnis; 4) Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) lebih banyak dibandingkan dengan sektor-sektor industri yang lain; 5) Adanya peraturan yang mengharuskan perusahaan untuk melakukan pengungkapan (*disclosure*) atas semua informasi yang dibutuhkan baik oleh *principal*, pemerintah, kreditor maupun *stakeholder*; 6) Perusahaan manufaktur mempunyai kriteria pengungkapan (*disclosure*) yang lebih sederhana dibandingkan dengan perusahaan perbankan; 7) Turunnya daya saing produk manufaktur yang diperparah dengan banyaknya produk ilegal yang bersaing di pasaran dimana bersamaan dengan penegakan hukum yang sangat lemah. Penurunan daya saing ini salah satu diakibatkan oleh meningkatnya biaya *overhead*; 8) Beban hutang perusahaan manufaktur yang semakin meningkat yang ditandai dengan tinggi angka *Debt to Equity Ratio* (DER) dan *Debt to Assets Ratio* (DAR) yang menandakan penggunaan hutang yang tinggi pada kegiatan operasional perusahaan

Berdasarkan tabel 1.3, menunjukkan begitu lemahnya peraturan perundang-undangan di Indonesia yang mengatur aktivitas bisnis dan ditambah dengan *low enforcement* yang sangat lemah dibanding dengan Negara-negara Asia lainnya. Hal tersebut juga senada dengan Mskinsey &

Company mengenai peringkat GCG para investor di Asia, Eropa dan Amerika terhadap lima Negara di Asia menyatakan bahwa Indonesia mendapatkan peringkat terendah dalam pelaksanaan *corporate governance*. Dari hasil survei yang dilakukan menyatakan, bahwa lebih dari 75 persen responden menyatakan bahwa isu pemerintahan lebih penting dari pada isu mengenai keuangan.

Tabel 3. Corporate governance in Asia (2004)

Markets ranked by corporate governance							
	Rules & regulation 15%	Enforcement 25%	Political & Regulatory 20%	IGAAP 20%	CG Culture) 20%	Country Score 2004	Country Score 2003
Singapura	7,9	6,5	8,1	9,5	5,8	7,5	7,7
Hongkong	6,6	5,8	7,5	9,0	4,6	6,7	7,3
India	6,6	5,8	6,3	7,5	5,0	6,2	6,6
Malaysia	7,1	5,0	5,0	9,0	4,6	6,0	5,5
Korea	6,1	5,0	5,0	8,0	5,0	5,8	5,5
Taiwan	6,3	4,6	6,3	7,0	3,5	5,5	5,8
Thailand	6,1	3,8	5,0	8,5	3,5	5,3	4,6
Philippine	5,8	3,1	5,0	8,5	3,1	5,0	3,7
Cina	5,3	4,2	5,0	7,5	2,3	4,8	4,3
Indonesia	5,3	2,7	3,8	6,0	2,7	4,0	3,2

Sumber :CLSA-Asia Pacific Market, Mas Ahmad Daniri, 2005

Dari hasil survei juga tercermin sebenarnya para investor rata-rata setuju untuk membayar premium 27 persen jika perusahaan-perusahaan di Indonesia menerapkan prinsip *corporate governance*. Sementara pengamat pasar modal Dandosi Matram juga menambahkan bahwa selama pasar modal Indonesia belum menerapkan prinsip *corporate governance* secara sungguh-sungguh, maka para investor asing tidak akan datang ke Indonesia (Kompas, Selasa 20 Juni 2000)

Berdasarkan tabel 1.4. menunjukkan struktur kepemilikan saham

unit bisnis menghasilkan keuntungan yang telah menggunakan sumber daya perusahaan secara efisien.

Tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen&Smith 1984; Fama dan French 1998). Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan kemakmuran kekayaan pemegang saham. Keputusan-keputusan tersebut saling berkaitan satu dengan lainnya, sehingga kita harus memperhatikan dampak bersama dari ketiganya terhadap harga pasar saham perusahaan. Satu ilustrasi tentang sebuah proyek baru yang memerlukan pembiayaan atas investasi, pada gilirannya keputusan pendanaan mempengaruhi keputusan dividen, karena laba ditahan yang digunakan dalam pembiayaan internal merupakan dividen yang tidak diterima oleh para pemegang saham.

Keputusan yang menyangkut investasi akan menentukan sumber dan bentuk dana untuk pembiayaannya. Pemilihan struktur pendanaan merupakan masalah yang menyangkut komposisi dana yang akan digunakan oleh perusahaan. Masalah yang harus dijawab dalam keputusan pendanaan dihubungkan dengan sumber dana adalah apakah sumber

internal atau eksternal, besarnya hutang dan modal sendiri, dan bagaimana tipe hutang dan modal yang akan digunakan. Apakah hutang jangka panjang atau hutang jangka pendek. Apakah modal sendiri diperoleh dari laba ditahan atau menerbitkan saham baru. Mengingat struktur pembiayaan akan menentukan *cost of capital* yang akan menjadi dasar penentuan *required return* yang diinginkan.

Jika dibandingkan dengan pembagian deviden dan nilai perusahaan yang diproksi berdasarkan *market value* maka terjadi kebalikan. Yaitu deviden menurun sedangkan harga saham meningkat. Berdasarkan teori *Bird in the hand theory* (Bhattacharya, 1979) mengatakan bahwa pemegang saham lebih menyukai deviden yang tinggi karena memiliki kepastian yang tinggi dibandingkan dengan deviden yang akan dibagikan di masa depan dan *capital gain*. Demikian pula dengan teori *signaling* (Ross, 1977) yang menjelaskan bahwa pembayaran deviden berisi informasi atau isyarat tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang karena deviden merupakan aliran kas masuk bagi pemegang saham, sehingga semakin tinggi deviden pemegang saham semakin sejahtera.

Berdasarkan fenomena diatas maka sangat menarik untuk diteliti kembali sejauh mana struktur kepemilikan, *corporate Governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diproksi berdasarkan harga saham perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian dalam latar belakang, maka dapat diajukan rumusan masalah sebagai berikut :

1. Apakah struktur kepemilikan, *corporate governance*, berpengaruh terhadap keputusan investasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
2. Apakah struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi berpengaruh terhadap keputusan pendanaan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
3. Apakah struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan berpengaruh terhadap kebijakan deviden perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
4. Apakah struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden berpengaruh terhadap nilai perusahaan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI

C. Tujuan Penelitian

Secara umum tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah mengembangkan pendekatan teoritikal baru, sebagai upaya untuk menyelesaikan perdebatan konseptual mengenai dampak *agency theory*

terhadap *value of the firm* dengan mengikutsertakan *financial decision* yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden.

Adapun secara khusus, tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Adapun tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah :

1. Untuk menganalisis dan menguji signifikansi pengaruh dari struktur kepemilikan, *corporate governance*, terhadap keputusan investasi
2. Untuk menganalisis dan menguji signifikansi pengaruh dari struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi terhadap keputusan pendanaan
3. Untuk menganalisis dan menguji signifikansi pengaruh dari struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan terhadap kebijakan deviden
4. Untuk menganalisis dan menguji signifikansi pengaruh dari struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan.

D. Kegunaan Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan akan dapat memberi kegunaan dalam hal sebagai berikut :

1. Bagi pengembangan ilmu, penelitian ini diharapkan akan memberi kontribusi terhadap pengembangan ilmu manajemen keuangan khususnya teori tentang bagaimana nilai perusahaan ditentukan oleh *agency theory*, *theory of firm* yang didalamnya terdapat *pecking order theory* dan *bird on the hand theory* yang dianggap akan menentukan besaran nilai perusahaan.
2. Bagi investor dan calon investor, penelitian ini diharapkan akan berguna dalam hal memberi pertimbangan kepada investor dan calon investor dalam mengambil keputusan investasi/divestasi di Pasar Modal Indonesia, terkhusus pada industri manufaktur.
3. Bagi pemerintah, penelitian ini diharapkan akan berguna terhadap perbaikan tata kelola perusahaan (*corporate governance*) dimana pada beberapa penelitian dianggap memberi kontribusi terhadap terjadinya krisis ekonomi pada tahun 1997 yang lalu seperti McKensey and Co (2002) dan *Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG). Hasil penelitian tersebut menyebutkan bahwa Indonesia adalah Negara yang paling buruk dalam penerapan dan struktur *corporate governance*. Demikian pula upaya yang sudah

dilakukan oleh Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) yang mengeluarkan peraturan yang berkaitan dengan *code for good corporate governance* yaitu keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta nomor kep-315/BEJ/06-2000 yang diperbaharui dengan Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-339/BEJ/07-2001 butir c mengenai *board governance* yang terdiri dari komisaris independen, komite audit dan sekretaris perusahaan. Aturan tersebut mempersyaratkan bahwa untuk mencapai *good corporate governance* jumlah komisaris independen sekurang-kurangnya 30 persen dari seluruh jumlah anggota komisaris.

4. Dapat dijadikan sebagai referensi kepada pihak-pihak yang ingin melakukan penelitian lebih lanjut dan pengembangan *agency theory*.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Telaah Teoritis

1. *Agency Theory*

Agency Theory mendasarkan hubungan kontrak antar anggota-anggota dalam perusahaan, dimana prinsipal dan agen sebagai pelaku utama. Prinsipal merupakan pihak yang memberikan mandat kepada agen untuk bertindak atas nama prinsipal, sedangkan agen merupakan pihak yang diberi amanat oleh prinsipal untuk menjalankan perusahaan. Agen berkewajiban untuk mempertanggungjawabkan apa yang telah diamanahkan oleh prinsipal kepadanya.

Aplikasi *agency theory* dapat terwujud dalam kontrak kerja yang akan mengatur proporsi hak dan kewajiban masing-masing pihak dengan tetap memperhitungkan kemanfaatan secara keseluruhan. Kontrak kerja merupakan seperangkat aturan yang mengatur mengenai mekanisme bagi hasil, baik yang berupa keuntungan, *return* maupun risiko-risiko yang disetujui oleh prinsipal dan agen. Kontrak kerja akan menjadi optimal bila kontrak dapat *fairness* yaitu mampu menyeimbangkan antara prinsipal dan agen yang secara matematis memperlihatkan pelaksanaan kewajiban yang optimal oleh agen dan pemberian insentif/imbalance khusus yang memuaskan dari prinsipal ke agen. Inti dari *Agency Theory* atau teori

keagenan adalah pendesainan kontrak yang tepat untuk menyelaraskan kepentingan prinsipal dan agen dalam hal terjadi konflik kepentingan (Scott, 1997).

Menurut Eisenhard (1998), teori keagenan dilandasi oleh 3 (tiga) buah asumsi yaitu: (a) asumsi tentang sifat manusia, (b) asumsi tentang keorganisasian, dan (c) asumsi tentang informasi.

Asumsi tentang sifat manusia menekankan bahwa manusia memiliki sifat untuk mementingkan diri sendiri (*self interest*), memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*), dan tidak menyukai risiko (*risk aversion*). Asumsi keorganisasian adalah adanya konflik antar anggota organisasi, efisiensi sebagai kriteria produktivitas, dan adanya *Asymmetric Information* (AI) antara prinsipal dan agen. Sedangkan asumsi tentang informasi adalah bahwa informasi dipandang sebagai barang komoditi yang bisa diperjual belikan.

Baik prinsipal maupun agen, keduanya mempunyai *bargaining position*. Prinsipal sebagai pemilik modal mempunyai hak akses pada informasi internal perusahaan, sedangkan agen yang menjalankan operasional perusahaan mempunyai informasi tentang operasi dan kinerja perusahaan secara riil dan menyeluruh, namun agen tidak mempunyai wewenang mutlak dalam pengambilan keputusan, apalagi keputusan yang bersifat strategis, jangka panjang, dan global. Hal ini disebabkan untuk keputusan-keputusan tersebut tetap menjadi wewenang dari prinsipal selaku pemilik perusahaan.

Adanya posisi, fungsi, kepentingan, dan latar belakang prinsipal dan agen yang berbeda dan saling bertolak belakang namun saling membutuhkan ini, mau tidak mau dalam praktiknya akan menimbulkan pertentangan dengan saling tarik menarik kepentingan dan pengaruh antara satu sama lain. Apabila agen (yang berperan sebagai penyedia informasi bagi prinsipal dalam pengambilan keputusan) melakukan upaya sistematis yang dapat menghambat prinsipal dalam pengambilan keputusan strategis melalui penyediaan informasi yang tidak transparan, sedang di lain pihak prinsipal selaku pemilik modal bertindak semaunya ataupun sewenang-wenang karena ia merasa sebagai pihak yang paling berkuasa dan penentu keputusan dengan wewenang yang tak terbatas, maka kemudian yang terjadi adalah pertentangan yang semakin tajam yang akan menyebabkan konflik yang berkepanjangan yang pada akhirnya merugikan semua pihak. Baik prinsipal maupun agen diasumsikan sebagai orang ekonomik (*homo economicus*) yang berperilaku ingin memaksimalkan kepentingannya masing-masing. Dalam konsep *Agency Theory*, manajemen sebagai agen semestinya *on behalf of the best interest of the shareholders*, akan tetapi tidak tertutup kemungkinan manajemen hanya mementingkan kepentingannya sendiri untuk memaksimalkan utilitas. Manajemen bisa melakukan tindakan-tindakan yang tidak menguntungkan perusahaan secara keseluruhan yang dalam jangka panjang bisa merugikan kepentingan perusahaan. Bahkan untuk mencapai kepentingannya sendiri, manajemen bisa bertindak menggunakan

akuntansi sebagai alat untuk melakukan rekayasa. Perbedaan kepentingan antara prinsipal dan agen inilah disebut dengan *Agency Problem* yang salah satunya disebabkan oleh adanya *Asymmetric Information*.

Asymmetric Information (AI), yaitu informasi yang tidak seimbang yang disebabkan karena adanya distribusi informasi yang tidak sama antara prinsipal dan agen. Dalam hal ini prinsipal seharusnya memperoleh informasi yang dibutuhkan dalam mengukur tingkat hasil yang diperoleh dari usaha agen, namun ternyata informasi tentang ukuran keberhasilan yang diperoleh oleh prinsipal tidak seluruhnya disajikan oleh agen. Akibatnya informasi yang diperoleh prinsipal kurang lengkap sehingga tetap tidak dapat menjelaskan kinerja agen yang sesungguhnya dalam mengelola kekayaan prinsipal yang telah dipercayakan kepada agen.

Akibat adanya informasi yang tidak seimbang (asimetri) ini, dapat menimbulkan 2 (dua) permasalahan yang disebabkan adanya kesulitan prinsipal untuk memonitor dan melakukan kontrol terhadap tindakan-tindakan agen. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan permasalahan tersebut adalah :

- (a). *Moral Hazard*, yaitu permasalahan yang muncul jika agen tidak melaksanakan hal-hal yang telah disepakati bersama dalam kontrak kerja.
- (b) *Adverse selection*, yaitu suatu keadaan dimana prinsipal tidak dapat mengetahui apakah suatu keputusan yang diambil oleh agen benar-

benar didasarkan atas informasi yang telah diperolehnya, atau terjadi sebagai sebuah kelalaian dalam tugas.

Adanya *agency problem* di atas, menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*), yang menurut Jensen dan Meckling (1976) terdiri dari :

- (a) *The monitoring expenditures by the principle*. Biaya monitoring dikeluarkan oleh prinsipal untuk memonitor perilaku agen, termasuk juga usaha untuk mengendalikan (*control*) perilaku agen melalui *budget restriction*, dan *compensation policies*
- (b) *The bonding expenditures by the agent*. The bonding cost dikeluarkan oleh agen untuk menjamin bahwa agen tidak akan menggunakan tindakan tertentu yang akan merugikan prinsipal atau untuk menjamin bahwa prinsipal akan diberi kompensasi jika ia tidak mengambil banyak tindakan.
- (c) *The residual loss* yang merupakan penurunan tingkat kesejahteraan prinsipal maupun agen setelah adanya *agency relationship*.

Konsep pemisahan antara kepemilikan (*ownership*) para pemegang saham dan pengelolaan (*management*) para agen atau manajer dalam perusahaan telah menjadi kajian sejak tahun 1930-an. Manajemen perusahaan publik yang besar biasanya bukan pemilik. Bahkan sebagian besar manajemen puncak (*top management*) hanya memiliki saham nominal dalam perusahaan yang mereka kelola.

Bila dilihat dari perkembangan teori perusahaan dan hubungannya dengan kebutuhan GCG, dari perspektif *Agency Theory*, tabel 2 berikut ini

menunjukkan perkembangan akan kebutuhan GCG pada teori korporasi klasik, modern, dan post-modern.

Tabel 5. Perkembangan Teori Korporasi dan Implikasinya Terhadap Good Corporate Governance

TEORI KORPORASI KLASIK	TEORI KORPORASI MODERN	TEORI KORPORASI POST-MODERN
<p><u>KARAKTERISTIK :</u></p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Perusahaan dengan <i>single-majority shareholders</i>. 2. Prinsipal merangkap sebagai Agen. 3. Keseimbangan kepentingan antara prinsipal dan agen tidak penting. <p><u>IMPLIKASI :</u></p> <p>Aspek <i>Good Corporate Governance</i> TIDAK diperlukan.</p>	<p><u>KARAKTERISTIK :</u></p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Perusahaan dengan banyak pemegang saham, namun masih ada kepemilikan mayoritas. 2. Fungsi Prinsipal dan Agen mulai terpisah. 3. Meskipun pemilik mayoritas masih memiliki otoritas yang besar, kepentingan pemegang saham minoritas sudah diperhatikan <p><u>IMPLIKASI :</u></p> <p>Aspek <i>Good Corporate Governance</i> MULAI diperlukan</p>	<p><u>KARAKTERISTIK :</u></p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Perusahaan dengan banyak pemegang saham, dan tidak ada kepemilikan mayoritas. 2. Sulit untuk mengidentifikasi 'the true principal'. 3. Prinsipal umumnya tidak atau kurang memahami bisnis. 4. Agen memiliki pengaruh yang besar dalam menjalankan perusahaan. 5. Terjadi ketidakseimbangan kepentingan (<i>conflict of interest</i>) <p><u>IMPLIKASI :</u></p> <p>Aspek <i>Good Corporate Governance</i> SANGAT diperlukan</p>

Sumber : Arifin (2005)

Dalam uraian tentang *Agency Theory* di atas disebutkan bahwa adanya perilaku dari manajer/agen untuk bertindak hanya untuk menguntungkan dirinya sendiri dengan mengorbankan kepentingan pihak lain/pemilik, dapat terjadi karena manajer mempunyai informasi yang

lengkap mengenai perusahaan, sedangkan informasi tersebut tidak dimiliki oleh pemilik perusahaan (dalam hal ini timbul *Asymmetric Information* atau *AI*).

Adanya *AI* dan *self serving behavior* pada manajer/agen, memungkinkan mereka untuk mengambil keputusan dan kebijakan yang kurang bermanfaat bagi perusahaan. Adanya kondisi ini menimbulkan tata kelola perusahaan yang kurang sehat karena tidak adanya keterbukaan dari manajemen untuk mengungkapkan hasil kinerjanya kepada prinsipal sebagai pemilik perusahaan. *Agency Theory* menganalisis dan mencari solusi atas dua permasalahan yang muncul dalam hubungan antara para *principal* (pemilik/pemegang saham) dan *agent* mereka (manajemen).

Istilah *Corporate Governance* (*CG*) pertama kali diperkenalkan oleh *Cadbury Committee* tahun 1992 dalam laporannya yang dikenal sebagai *Cadbury Report* (Tjager dkk., 2003). Terdapat banyak definisi tentang *CG* yang pendefinisianannya dipengaruhi oleh teori yang melandasinya. Perusahaan/korporasi dapat dipandang dari dua teori, yaitu (a) teori pemegang saham (*shareholding theory*), dan (b) teori stakeholder (*stakeholding theory*).

Shareholding theory mengatakan bahwa perusahaan didirikan dan dijalankan untuk tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemilik/pemegang saham sebagai akibat dari investasi yang dilakukannya. *Shareholding theory* ini sering disebut sebagai teori korporasi klasik yang sudah diperkenalkan oleh Adam Smith pada tahun 1776. Definisi *CG* yang

berdasar pada *shareholding theory* diberikan oleh Monks dan Minow (1996) yaitu hubungan berbagai partisipan (pemilik/investor dan manajemen) dalam menentukan arah dan kinerja korporasi. Definisi lain diajukan oleh Shleifer dan Vishny (1997) yang menyebutkan bahwa CG sebagai cara atau mekanisme untuk meyakinkan para pemilik modal dalam memperoleh hasil (*return*) yang sesuai dengan investasi yang ditanamkan

Stakeholding theory, diperkenalkan oleh Freeman (1984), menyatakan bahwa perusahaan adalah organ yang berhubungan dengan pihak lain yang berkepentingan, baik yang ada di dalam maupun di luar perusahaan. Definisi stakeholder ini termasuk karyawan, pelanggan, kreditur, suplier, dan masyarakat sekitar dimana perusahaan tersebut beroperasi. Adapun definisi *Good Corporate Governance* dari *Cadbury Committee* yang berdasar pada teori stakeholder adalah sebagai berikut :

"A set of rules that define the relationship between shareholders, managers, creditors, the government, employees and internal and external stakeholders in respect to their rights and responsibilities".

(Seperangkat aturan yang mengatur hubungan antara para pemegang saham, manajer, kreditur, pemerintah, karyawan, dan pihak-pihak yang berkepentingan lainnya baik internal maupun eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka).

Beberapa institusi Indonesia mengajukan definisi CG, antara lain oleh FCGI (*Forum for Corporate Governance in Indonesia*) tahun 2000 yang mendefinisikan CG sama seperti *Cadbury Committee*, sedangkan *The Indonesian Institute for Corporate Governance* atau IICG (2000) mendefinisikan CG sebagai proses dan struktur yang diterapkan dalam

menjalankan perusahaan, dengan tujuan utama meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang, dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholder* yang lain.

Pengertian lain CG menurut Surat Keputusan Menteri Negara/Kepala Badan Penanaman Modal dan Pembinaan BUMN No. 23/PM/BUMN/2000 tentang Pengembangan Praktik GCG dalam Perusahaan Perseroan (PERSERO), *Good Corporate Governance* adalah prinsip korporasi yang sehat yang perlu diterapkan dalam pengelolaan perusahaan yang dilaksanakan semata-mata demi menjaga kepentingan perusahaan dalam rangka mencapai maksud dan tujuan perusahaan

Teori keagenan (*agency theory*) merupakan dasar untuk dapat memahami *corporate governance* secara keseluruhan. Menurut Jensen dan Meckling (1976), dinyatakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak atau perjanjian antara manager sebagai *agent* dan investor sebagai *principal* yang terkadang menimbulkan asimetri informasi dari manager kepada investor sehingga menimbulkan adanya biaya keagenan (*agency cost*). Menurut penelitian Eisenhardt (1998), dinyatakan bahwa teori keagenan (*agency theory*) berdasarkan pada tiga sifat dasar manusia, yaitu:

- 1) Manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*)
- 2) Manusia memiliki daya pikir terbatas tentang persepsi masa depan (*bounded rationality*)
- 3) Manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*)

Berdasarkan tiga sifat dasar manusia tersebut, manager akan bertindak *opportunistic*, yaitu mengutamakan kepentingan pribadinya. Menurut penelitian Verrechia (2001), disimpulkan bahwa ada tiga solusi untuk menghadapi timbulnya teori keagenan (*agency theory*), diantaranya:

- 1) Kegiatan berdasar pada kebijakan (*discretionary*) yang dibuat oleh manager (*agent*) untuk menyelesaikan permasalahan teori keagenan, manajer melakukan cara untuk menyelesaikan *agency problem* dengan memberikan berbagai pengungkapan kepada investor (*principal*). Hal ini dilakukan untuk mengurangi biaya keagenan (*agency cost*) dengan cara mengawasi atau memonitor perilaku manajemen (*management behaviour*).
- 2) Aktivitas asosiasi yang dilakukan oleh investor untuk mengurangi biaya keagenan (*agency cost*).
- 3) Aktivitas efisiensi yang terjadi secara alamiah dalam kompetisi pasar saham.

Dalam prakteknya, aktivitas-aktivitas tersebut dilakukan oleh perusahaan untuk menstimulus sehingga dapat mengurangi biaya keagenan (*agency cost*).

Implementasi dari *good corporate governance* dalam manajemen perusahaan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan dalam mengimplementasikan konsep ini. Menurut *Institute of Corporate Governance (ICCG)* dan *Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI)*, ada empat prinsip dari implementasi *corporate governance*:

1) Kewajaran (*Fairness*)

Menjamin hak-hak para pemegang saham mayoritas, minoritas dan para pemegang saham asing serta menjamin terlaksananya komitmen dengan para investor.

2) Transparansi (*Transparancy*)

Mewajibkan adanya suatu informasi yang terbuka, tepat waktu dan jelas serta dapat dibandingkan tentang berbagai hal, misalnya: kondisi keuangan perusahaan, pengelolaan perusahaan, kepemilikan perusahaan dan sebagainya.

3) Akuntabilitas (*Accountability*)

Menjelaskan peran dan tanggung jawab serta mendukung usaha untuk menjamin keseimbangan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen perusahaan.

4) Pertanggungjawaban (*Responsibility*)

Memastikan peraturan dan ketentuan yang berlaku telah dipatuhi sebagai cerminan dipatuhinya nilai-nilai sosial.

Menurut OECD, ada 5 prinsip dalam pengimplementasian *corporate governance*, diantaranya adalah:

- 1) Pemenuhan hak-hak para pemegang saham.
- 2) Perlakuan yang sama terhadap para pemegang saham sehingga tidak membedakan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas.
- 3) Peranan semua pihak yang berkepentingan (*stakeholder*) dalam pengimplementasian *corporate governance*.

- 4) Transparansi dan penjelasan terkait kinerja perusahaan secara jelas dan akurat bagi para *stakeholder* perusahaan.
- 5) Peranan dewan dalam melaksanakan fungsi pengawasan dan pengelolaan perusahaan.

Konsep *corporate governance* dapat tercapai secara efektif apabila manajemen perusahaan melakukan beberapa tindakan, yaitu:

- a) Mengidentifikasi dengan tepat, mengevaluasi, dan mengatur resiko serta kesempatan.
- b) Meninjau kembali kebijakan yang dibuat oleh perusahaan dan menjelaskan tujuan perusahaan secara keseluruhan.
- c) Melaksanakan standart dan etika yang telah ditetapkan.
- d) Memandang dewan-dewan perusahaan sebagai seorang ahli di bidangnya.

Ada beberapa manfaat dalam penerapan *good corporate governance*, diantaranya:

- a) Mengurangi *agency cost*.
- b) Mengurangi biaya modal.
- c) Meningkatkan nilai saham perusahaan.
- d) Meningkatkan citra perusahaan tersebut dalam jangka panjang.
- e) Menciptakan dukungan dari para *stakeholder* dalam lingkungan perusahaan terhadap strategi dan kebijakan dalam perusahaan tersebut.

Manajemen perusahaan merupakan komponen dari *stakeholder* yang berpengaruh terhadap keberhasilan penerapan *good corporate governance* yang kemudian akan mempengaruhi nilai perusahaan secara keseluruhan. Struktur kepemilikan manajerial merupakan salah satu komponen penting dari *corporate governance*. Hubungan antara kepemilikan (*ownership*) dan manajemen adalah untuk menjadikan manajemen yang profesional dan mendapat laba yang maksimal dengan efisiensi biaya (FCGI, 2006). Selain adanya struktur kepemilikan manajerial, adanya organ-organ perusahaan (dewan direksi maupun dewan komisaris) menjadi bukti dari implementasi *corporate governance* dalam tataran minimal (Surya dan Yustiavandana, 2006)

2. Pecking Order Theory

Pecking order theory (POT) menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena mereka mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit (Husnan, 2000:35). Adedeji (1998) menyimpulkan ada dua pandangan berbeda mengapa perusahaan lebih menyukai hutang daripada penerbitan saham baru karena *flotation cost* dari hutang lebih kecil dari saham baru. Pendapat kedua adalah bahwa penjualan saham baru tidak menarik bagi pemilik saham lama karena biasanya hal itu memacu penurunan saham yang telah ada.

POT adalah salah satu teori yang didasarkan pada asimetri informasi, yaitu manajemen perusahaan tahu lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan investor pasar modal. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Baskin (1989) mengemukakan bahwa penerbitan ekuitas-ekuitas baru menyebabkan nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham turun. Selain itu, Baskin (1989) mengemukakan bahwa asimetri informasi selain akan menghambat kemampuan perusahaan dalam menaikkan dana melalui penerbitan saham baru, juga akan menciptakan elastisitas permintaan yang tidak sempurna dari dana ekuitas dengan membatasi akses terhadap laba ditahan.

Chen dan Stainer (2001) mengungkapkan bahwa POT menganggap tidak ada struktur modal yang optimal untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Manajer keuangan menggunakan hutang atau ekuitas murni berdasar pada biaya modal.

B. Struktur Kepemilikan

Teori keagenan (*agency theory*) merupakan teori yang melandasi adanya kontrak perjanjian antara pemegang saham (*principal*) dan manajemen (*agent*). Sehingga inti dari teori keagenan adalah bagaimana menciptakan kontrak yang efisien dalam hubungan antara pemegang saham (*principal*) dan manajemen (*agent*). Kontrak yang efisien adalah:

- a) *Agent* dan *principal* mempunyai informasi yang simetri sehingga tidak ada informasi yang disembunyikan untuk keuntungan masing-masing pihak.
- b) Resiko yang menjadi tanggung jawab manajemen (*agent*) terkait dengan imbal jasa adalah kecil, berarti agen mempunyai kepastian yang tinggi mengenai imbalan yang akan diterima.

Dalam penelitian Iturriaga dan Sanz (2000), struktur kepemilikan dapat dibedakan menjadi 2 (dua) pendekatan:

1. Pendekatan keagenan (*agency approach*)

Pendekatan ini menganggap struktur kepemilikan sebagai instrumen atau alat untuk mengurangi konflik antara pemegang saham (*principal*) dan manajemen (*agent*).

2. Pendekatan ketidak seimbangan informasi (*asymmetric information approach*) Pendekatan ini memandang struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi dalam pasar modal.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham (*principal*) dan manajemen (*agent*) dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial suatu perusahaan. Berarti secara tidak langsung manajemen merasa memiliki kepentingan dalam operasi perusahaan, pada akhirnya akan menciptakan tujuan yang sama dengan tujuan perusahaan sehingga dapat

tercapai *goal congruence*. Karena kepemilikan manajerial akan mendorong penyatuan kepentingan antara pemegang saham (*principal*) dan manajemen (*agent*), sehingga konflik dapat dihindarkan (Sukarta, 2000). Pada penelitian Jensen dan Meckling (1976), proporsi kepemilikan yang semakin besar berdampak pada manajemen yang berusaha untuk memenuhi kepentingan para pemegang saham, yang secara tidak langsung menguntungkan dirinya sendiri karena memiliki sebagian saham perusahaan tersebut.

Kepemilikan manajerial merupakan program kebijakan remunerasi yang dapat mengurangi masalah keagenan (Murphy, 1985; Jensen dan Murphy, 1990; Smith dan Watts, 1992). Kebijakan remunerasi dapat berupa kompensasi tetap, diantaranya: gaji, tunjangan, dan bonus; kebijakan ini dapat digunakan untuk menyamakan kepentingan pemegang saham dan manajemen (Murphy, 1985; Jensen dan Murphy, 1990; Smith dan Watts, 1992).

Dalam penelitian Gelb (2000), dinyatakan bahwa terdapat hubungan antara kepemilikan manajerial dengan tipe pengungkapan yang dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi akan memiliki rating pengungkapan yang tinggi pula (Gelb, 2000). Sedangkan dalam penelitian Baek et al (2009), dinyatakan bahwa tingkat kepemilikan memiliki hubungan negatif dengan tingkat kebijakan pengungkapan informasi.

Penelitian Warfield et al (1995), ditemukan adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dan *discretionary accruals* sebagai ukuran dari manajemen laba. Dalam penelitian McConnel dan Servaes (1990), dinyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan level kepemilikan antara 40 persen -50 persen, dan memiliki hubungan negatif pada kepemilikan diatas 50 persen terkait dengan kinerja perusahaan. Tetapi pada penelitian Morcks et al, dinyatakan bahwa adanya hubungan positif antara kepemilikan manajerial pada level 0 persen – 5 persen, dan memiliki hubungan negatif pada kepemilikan 5 persen -25 persen terkait dengan kinerja perusahaan.. Demikian juga pada penelitian Chou et al (2007), dinyatakan bahwa kepemilikan manajerial secara signifikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan Rasio Tobin's Q sebagai ukurannya.

Struktur kepemilikan akan memiliki motivasi yang berbeda dalam memonitor perusahaan serta manajemen dan dewan direksinya. Struktur kepemilikan dipercaya memiliki kemampuan untuk mempengaruhi jalannya perusahaan yang nantinya dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. *Agency problem* dapat dikurangi dengan adanya struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan, bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme *corporate governance* yang dapat mengendalikan masalah keagenan.

Proporsi jumlah kepemilikan manajerial dalam perusahaan dapat mengindikasikan ada kesamaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Sedangkan pemegang saham institusional memiliki keahlian yang lebih dibandingkan dengan investor individu, terutama pemegang saham institusional mayoritas atau diatas 5 persen. Pemegang saham institusional besar diasumsikan memiliki orientasi investasi jangka panjang. Kepemilikan institusional umumnya bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan.

Wahyudi dan Pawestri (2006) yang menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel *intervening* menemukan bahwa struktur kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham, sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Tetapi penelitian ini tidak menemukan adanya pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan.

1. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen. Menurut Mehran *et al.* (1992) bahwa, kepemilikan saham manajerial adalah proporsi saham biasa yang dimiliki

oleh para manajemen. Menurut Itturiaga dan Sanz (2000) struktur kepemilikan manajerial dapat dijelaskan dari dua sudut pandang yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan (*asymmetric information approach*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan manajerial sebagai sebuah instrument atau alat untuk mengurangi konflik keagenan diantara beberapa klaim (*claim holder*) terhadap perusahaan. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insider* dan *outsider* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal.

Ross *et al.* (2004) menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham pada perusahaan maka manajemen cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang tidak lain adalah dirinya sendiri. Kepemilikan saham manajerial akan membantu penyatuan kepentingan antara manajer dan pemegang saham, sehingga manajer ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

2. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian serta institusi lainnya pada akhir tahun (Shen, *et al.*



2006) kepemilikan institusional merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Adanya kepemilikan oleh investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap kinerja manajemen

Brous dan Kini (1994) menyatakan bahwa ketatnya pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional sangat tergantung pada besarnya investasi yang dilakukan. Bathala *et al.*, (1994) juga menemukan bahwa kepemilikan institusional menggantikan kepemilikan manajerial dalam mengontrol *agency cost*. Semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi keuangan untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan juga akan meningkat.

Keberadaan investor institusional dapat menunjukkan mekanisme *corporate governance* yang kuat yang dapat digunakan untuk memonitor manajemen perusahaan. Pengaruh investor institusional terhadap manajemen perusahaan dapat menjadi sangat penting serta dapat digunakan untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan para pemegang saham Solomon dan Solomon (2004). Hal tersebut disebabkan jika tingkat kepemilikan manajerial tinggi, dapat berdampak buruk terhadap perusahaan karena dapat menimbulkan masalah pertahanan, yang berarti

jika kepemilikan manajerial tinggi, mereka memiliki posisi yang kuat untuk melakukan control terhadap perusahaan dan pihak pemegang saham eksternal akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan manajer. Hal ini disebabkan tingginya hak voting yang dimiliki manajer. Adanya pengawasan yang optimal terhadap kinerja manajer maka akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan.

Masalah *corporate governance* merupakan masalah yang timbul sebagai akibat pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan mempunyai kepentingan yang berbeda-beda. Perbedaan tersebut antara lain karena karakteristik kepemilikan dalam perusahaan, seperti:

a. Kepemilikan Menyebar.

Ditemukan bahwa perusahaan yang kepemilikannya lebih menyebar memberikan imbalan yang lebih besar kepada pihak manajemen daripada perusahaan yang kepemilikannya lebih terkonsentrasi (Gilberg dan Idson, 1995).

b. Kepemilikan Terkonsentrasi.

Dalam tipe kepemilikan seperti ini timbul dua kelompok pemegang saham, yaitu *controlling interest* (kepemilikan saham pengendalian) dan *minority interest* (kepemilikan saham minoritas) (*shareholders*).

3. Kepemilikan dalam BUMN.

Kepemilikan dalam BUMN mempunyai artian khusus bahwa pemiliknya tidak dapat mengontrol secara langsung perusahaannya. Pemilik hanya diwakili oleh pejabat yang ditunjuk. Kesepakatan dapat

terjadi antara wakil pemilik dengan manajemen, wakil pemilik dan pihak manajemen dengan kreditur.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme *corporate governance* utama yang membantu mengendalikan masalah keagenan (*agency conflict*). Crutchley dan Hansen (1989), Bathala *et al.* (1994) menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan.

Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap *agency costs* dilakukan oleh Crutchley *et al.* (1999). Crutchley menyatakan bahwa kepemilikan oleh institusional juga dapat menurunkan *agency costs*, karena dengan adanya *monitoring* yang efektif oleh pihak institusional menyebabkan penggunaan utang menurun. Hal ini karena peranan utang sebagai salah satu alat *monitoring* sudah diambil alih oleh kepemilikan institusional. Dengan demikian kepemilikan institusional dapat mengurangi *agency cost of debt*.

Moh'd *et al.* (1998) menyatakan bahwa, distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu investor institusional dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency costs*. Adanya kepemilikan institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

C. Corporate Governance

1. Pengertian dan Tujuan *Good Corporate Governance*

Menurut FCGI (2001) pengertian *Good Corporate Governance* adalah seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan esktern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan. Sedangkan *Cadbury Committee* adalah seperangkat aturan yang merumuskan hubungan antara para pemegang saham, manajer, kreditor, pemerintah, karyawan, dan pihak-pihak yang berkepentingan lainnya baik internal maupun eksternal sehubungan dengan hak-hak dan tanggung jawab mereka.

Istilah *Corporate Governance (CG)* pertama kali diperkenalkan oleh *Cadbury Committee* tahun 1992 dalam laporannya yang dikenal sebagai *Cadbury Report* (Tjager dkk., 2003). Perusahaan/korporasi dapat dipandang dari dua teori, yaitu (a) teori pemegang saham (*shareholding theory*), dan (b) teori stakeholder (*stakeholding theory*).

Pengertian lain CG menurut Surat Keputusan Menteri Negara/Kepala Badan Penanaman Modal dan Pembinaan BUMN No. 23/M PM/BUMN/2000 tentang Pengembangan Praktik GCG dalam Perusahaan Perseroan (PERSERO), *Good Corporate Governance* adalah prinsip

korporasi yang sehat yang perlu diterapkan dalam pengelolaan perusahaan yang dilaksanakan semata-mata demi menjaga kepentingan perusahaan dalam rangka mencapai maksud dan tujuan perusahaan

Sedangkan tujuan dari *good corporate governance* adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*). Secara teoritis, pelaksanaan *good corporate governance* dapat meningkatkan nilai perusahaan, dengan meningkatkan kinerja keuangan mereka, mengurangi risiko yang mungkin dilakukan oleh dewan komisaris dengan keputusan-keputusan yang menguntungkan diri sendiri dan umumnya *good corporate governance* dapat meningkatkan kepercayaan investor (Tjager, et al., 2003).

2. Manfaat Penerapan Corporate Governance

Pelaksanaan *good corporate governance* diharapkan dapat memberikan beberapa manfaat berikut ini (FCGI, 2001):

- 1) Meningkatkan kinerja perusahaan melalui terciptanya proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi operasional perusahaan serta lebih meningkatkan pelayanan kepada *stakeholders*.
- 2) Mempermudah diperolehnya dana pembiayaan yang lebih murah sehingga dapat lebih meningkatkan *corporate value*.
- 3) Mengembalikan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya di Indonesia.

- 4) Pemegang saham akan merasa puas dengan kinerja perusahaan karena sekaligus akan meningkatkan *shareholders value* dan *dividen*.

Pelaksanaan *good corporate governance* dilakukan dengan menggunakan prinsip-prinsip yang berlaku secara internasional, yaitu (FCGI, 2001): (1) Hak-hak para pemegang saham, yang harus diberi informasi dengan benar dan tepat pada waktunya mengenai perusahaan, dapat ikut berperan serta dalam pengambilan keputusan atas perusahaan, dan turut memperoleh bagian dari keuntungan perusahaan, (2) Perlakuan sama terhadap pemegang saham, terutama kepada pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing, dengan keterbukaan informasi yang penting serta melarang pembagian untuk pihak sendiri dan perdagangan saham oleh orang dalam (*insider trading*) (3) Peranan pemegang saham harus diakui sebagaimana ditetapkan oleh hukum dan kerjasama yang aktif antara perusahaan serta para pemegang kepentingan dalam menciptakan kesejahteraan, lapangan kerja dan perusahaan yang sehat dari aspek keuangan (4) Pengungkapan yang akurat dan tepat pada waktunya serta transparansi mengenai semua hal yang penting bagi kinerja perusahaan, kepemilikan, serta para pemegang kepentingan (*stakeholders*), (5) Tanggungjawab pengurus dalam manajemen, pengawasan manajemen serta pertanggungjawaban kepada perusahaan dan para pemegang saham.

Sistem tatakelola organisasi perusahaan yang baik, menuntut dibangun dan dijalankannya prinsip-prinsip tata kelola perusahaan (*Good*

Corporate Governance) dalam proses manajerial perusahaan. Dengan mengenal dan sekaligus menerapkan prinsip-prinsip yang berlaku secara universal ini diharapkan perusahaan dapat hidup secara berkelanjutan dan memberikan manfaat bagi para stakeholdernya.

Indonesia mulai menerapkan prinsip GCG sejak menandatangani *letter of intent* (LOI) dengan IMF, yang salah satu bagian pentingnya adalah pencantuman jadwal perbaikan pengelolaan perusahaan-perusahaan di Indonesia (YPPMI & SC, 2002). Sejalan dengan hal tersebut, Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia mempunyai tanggung jawab untuk menerapkan standar GCG yang telah diterapkan di tingkat internasional. Namun, walau menyadari pentingnya GCG, banyak pihak yang melaporkan masih rendahnya perusahaan yang menerapkan prinsip tersebut. Masih banyak perusahaan menerapkan prinsip GCG karena dorongan regulasi dan menghindari sanksi yang ada dibandingkan yang menganggap prinsip tersebut sebagai bagian dari kultur perusahaan.

3. Prinsip-prinsip *Corporate Governance*

Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD) menyatakan bahwa prinsip-prinsip *corporate governance* meliputi :

a. Akuntabilitas (*accountability*)

Prinsip ini memuat kewenangan-kewenangan yang harus dimiliki oleh dewan komisaris dan direksi beserta kewajiban-kewajibannya kepada

pemegang saham dan stakeholders lainnya. Dewan direksi bertanggung jawab atas keberhasilan pengelolaan perusahaan dalam rangka mencapai tujuan yang telah ditetapkan oleh pemegang saham. Komisaris bertanggung jawab atas keberhasilan pengawasan dan wajib memberikan nasehat kepada direksi atas pengelolaan perusahaan sehingga tujuan perusahaan dapat tercapai. Pemegang saham bertanggung jawab atas keberhasilan pembinaan dalam rangka pengelolaan perusahaan.

b. Pertanggung-jawaban (*responsibility*)

Prinsip ini menekankan pada adanya system yang jelas untuk mengatur mekanisme pertanggungjawaban perusahaan kepada pemegang saham dan pihak-pihak lain yang berkepentingan. Hal tersebut untuk merealisasikan tujuan yang hendak dicapai dalam good corporate governance yaitu mengakomodasikan kepentingan pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan seperti masyarakat, pemerintah, asosiasi bisnis dan sebagainya. Prinsip ini menuntut perusahaan maupun pimpinan dan manajer perusahaan melakukan kegiatannya secara bertanggung jawab.

c. Keterbukaan (*transparency*)

Dalam prinsip ini, informasi harus diungkapkan secara tepat waktu dan akurat. Informasi yang diungkapkan antara lain keadaan keuangan, kinerja keuangan, kepemilikan dan pengelolaan keuangan perusahaan. Audit yang dilakukan atas informasi dilakukan secara *independent*.

Keterbukaan dilakukan agar pemegang saham dan orang lain mengetahui keadaan perusahaan sehingga nilai pemegang saham dapat ditingkatkan.

d. Kewajaran (*fairness*)

Prinsip ini menekankan pada jaminan perlindungan hak-hak para pemegang saham. Seluruh pemangku kepentingan harus memiliki kesempatan untuk mendapatkan perlakuan yang adil dari perusahaan. Pemberlakuan prinsip ini di perusahaan akan melarang praktek-praktek tercela yang dilakukan oleh orang dalam yang merugikan pihak lain. Setiap anggota direksi harus melakukan keterbukaan jika menemukan transaksi-transaksi yang mengandung benturan kepentingan.

4. Sistem Penilaian Pelaksanaan *Good Corporate Governance*

Penilaian terhadap pelaksanaan *good corporate governance* di Indonesia dilakukan oleh lembaga independen yaitu: *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI). Penilaian dilakukan dengan menggunakan kuesioner yang dijawab oleh pihak manajemen perusahaan. Aspek yang dinilai meliputi Hak-hak Pemegang Saham, Kebijakan *Corporate Governance*, Praktek-praktek *Corporate Governance*, Pengungkapan, dan Fungsi Audit. Penentuan skor pelaksanaan dilakukan melalui metode rata-rata tertimbang, dengan bobot masing-masing aspek sebagai berikut:

- 1) Hak-hak Pemegang Saham (20 persen).
- 2) Kebijakan *Corporate Governance* (15 persen).

- 3) Praktek-praktek *Corporate Governance* (30 persen).
- 4) Pengungkapan (*Disclosure*) (20 persen) dan
- 5) Fungsi Audit (15 persen).

a. Hak-hak Pemegang Saham

Dalam Hak-hak Pemegang Saham, penilaian dilakukan terhadap apakah perusahaan telah:

- 1) Melaksanakan RUPS tahunan dalam jangka waktu 6 bulan sesudah akhir tahun buku sesuai dengan pasal 65 ayat 2 Undang-undang Perseroan Terbatas.
- 2) Menyampaikan kepada Pemegang Saham pemberitahuan mengenai RUPS tahunan minimal 28 hari sebelum pelaksanaan RUPS tersebut
- 3) Memberikan dorongan kepada para Pemegang Saham untuk menghadiri RUPS dan menggunakan hak suara-nya.
- 4) Memberikan kesempatan yang memadai bagi Pemegang Saham untuk mengajukan pertanyaan pada RUPS.
- 5) Dan seterusnya.

Selanjutnya diberikan penilaian, misalnya nilai 5 untuk setiap jawaban "ya" dan 0 untuk tiap jawaban "tidak". Jadi misalkan dari 10 pertanyaan di bidang Hak-hak Pemegang Saham tersebut perusahaan menjawab "ya" sebanyak 6 kali dan menjawab "tidak" sebanyak 4 kali maka dalam bidang tersebut perusahaan akan memperoleh skor:

$$(6 \times 5) + (4 \times 0) = 30 \text{ (dari nilai maksimum 50 atau } 10 \times 5)$$

b. Kebijakan *Good Corporate Governance*

Bidang Kebijakan *Good Corporate Governance*, perusahaan dapat menilai sendiri apakah pihaknya telah:

- 1) Memiliki Kode atau Pedoman *Good Corporate Governance* secara tertulis, yang secara jelas menjabarkan hak-hak Pemegang Saham, tugas dan tanggung jawab Direksi dan Komisaris.
- 2) Menyediakan akses bagi masyarakat untuk mengetahui kebijakan perusahaan mengenai investor.
- 3) Menentukan organisasi/orang yang bertanggung jawab (misalnya Komisaris) untuk memastikan bahwa perusahaan mentaati kode *Good Corporate Governance*.
- 4) Memiliki *Code of Conduct/Ethics* bagi karyawannya.
- 5) Aturan perilaku tersebut dikomunikasikan dan diimplementasikan dengan baik.

c. Praktek-praktek *Good Corporate Governance*

Dalam bidang Praktek *Good Corporate Governance*, dapat diteliti apakah di dalam perusahaan:

- 1) Direksi mengadakan pertemuan berkala secara teratur dengan Komisaris.
- 2) Terdapat rencana strategis dan rencana usaha yang memberikan arahan bagi Direksi dan Komisaris dalam menjalankan tugas dan fungsinya.

- 3) Direksi dan Komisaris mendapatkan pelatihan atau mempunyai latar belakang yang memadai untuk menunjang pelaksanaan pekerjaannya.
- 4) Para anggota Komisaris maupun Direksi telah bebas dari benturan kepentingan (*conflict of interests*).
- 5) Ada sistem penilaian kinerja untuk Direksi maupun Komisaris.

d. Pengungkapan (*Disclosure*)

Sementara itu dalam bidang Pengungkapan (*Disclosure*), dapat dinilai apakah perusahaan telah:

- 1) Menyediakan akses yang sama bagi Pemegang Saham dan analis keuangan.
- 2) Memberikan penjelasan yang memadai mengenai risiko usaha.
- 3) Mengungkapkan remunerasi/kompensasi Direksi dan Komisaris secara memadai.
- 4) Mengungkapkan transaksi dengan pihak-pihak yang mempunyai hubungan istimewa.
- 5) Menyajikan hasil kinerja keuangannya dan analisa manajemen melalui internet.

e. Fungsi Audit

Dalam bidang Audit, dapat dinilai apakah perusahaan telah:

- 1) Mempunyai internal audit yang efektif.
- 2) Diaudit oleh akuntan publik yang independen.
- 3) Memiliki komite audit yang efektif.

- 4) Menciptakan komunikasi yang efektif antara internal audit, external audit dan komite audit.

Selanjutnya, seperti halnya pada bidang hak pemegang saham, pada bidang-bidang lainnya pun diberikan skor (misalnya untuk setiap jawaban "ya" diberikan nilai 5 sedangkan untuk setiap jawaban "tidak" diberikan nilai "0"). Dari hasil pemberian skor tersebut, misalnya didapat skor untuk:

1. Hak-hak Pemegang Saham = 30 (dari nilai maks 50).
2. Kebijakan *Corporate Governance* = 45 (dari nilai maks 60).
3. Praktik-praktik *Corporate Governance* = 60 (dari nilai maks 80).
4. Pengungkapan (*Disclosure*) = 25 (dari nilai maks 40) dan
5. Audit = 30 (dari nilai maks 40).

Selanjutnya untuk menentukan skor keseluruhan digunakan metode rata-rata tertimbang (dengan pembobotan seperti dijelaskan di awal tulisan ini). Dengan demikian skor keseluruhan untuk perusahaan tersebut adalah: $((30/50 \times 20\%) + (45/60 \times 15\%) + (60/80 \times 30\%) + (25/40 \times 20\%) + (30/40 \times 15\%)) = 69.5\%$ atau skor 69.5 dari skor tertinggi 100.

Keempat komponen tersebut penting karena penerapan prinsip GCG secara konsisten terbukti dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan (Beasley *et al.*, 1996). Chtourou *et al.* (2001) juga mencatat prinsip GCG yang diterapkan dengan konsisten dapat menjadi penghambat (constrain) aktivitas rekayasa kinerja yang mengakibatkan laporan keuangan tidak menggambarkan nilai fundamental perusahaan.

5. Struktur *Corporate Governance*

Struktur didefinisikan sebagai satu cara bagaimana aktivitas dalam organisasi dibagi, diorganisir, dan dikoordinasi (Stoner, Freeman, dan Gilbert, 1995). Struktur *governance*, dapat diartikan sebagai suatu kerangka dalam organisasi untuk menerapkan berbagai prinsip *governance* sehingga prinsip tersebut dapat dibagi, dijalankan serta dikendalikan. Secara spesifik, struktur *governance* harus didesain untuk mendukung jalannya aktivitas organisasi secara bertanggungjawab dan terkendali.

Pada dasarnya struktur *governance* diatur oleh Undang-undang sebagai dasar legalitas berdirinya sebuah entitas. Misalnya dalam model Anglo-Saxon, struktur *governance* akan terdiri dari RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham), *Board of Directors* (representasi dari para pemegang saham/pemilik), serta *Executive managers* (manajemen yang akan menjalankan aktivitas). Model Anglo-Saxon ini disebut dengan *Single-board system* yaitu struktur CG yang tidak memisahkan keanggotaan dewan komisaris dan dewan direksi. Dalam sistem ini anggota dewan komisaris juga merangkap anggota dewan direksi dan kedua dewan ini disebut sebagai *board of directors*. Bagan 1 di bawah ini adalah skema yang menunjukkan struktur *single-board system*.



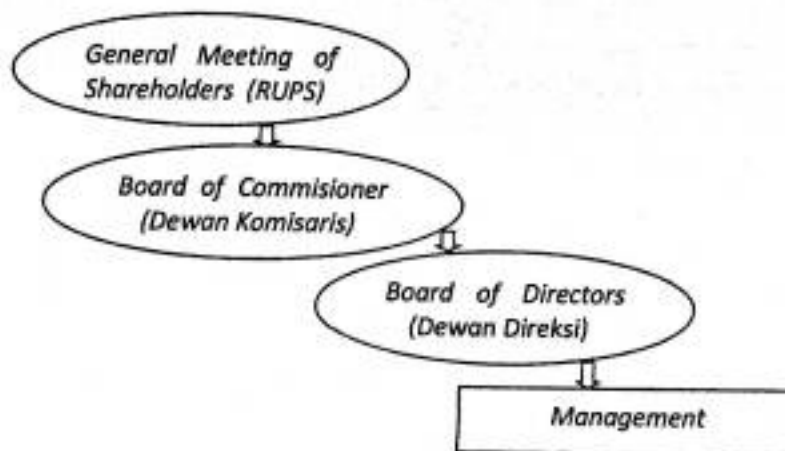
Gambar 1. Struktur *Corporate Governance Single-Board System* (Anglo-Saxon Model)

Sumber : Tjager dkk (2003) dan Syakhroza (2005).

Sedangkan untuk model Continental Europe, struktur *governance* terdiri dari RUPS, Dewan Komisaris, Dewan Direksi, dan Manajer Eksekutif (manajemen). Struktur semacam ini disebut *Two-board system*, yaitu struktur CG yang dengan tegas memisahkan keanggotaan dewan, yakni antara keanggotaan dewan komisaris sebagai pengawas dan dewan direksi sebagai eksekutif perusahaan.

Dalam model *two-board system*, RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) merupakan struktur tertinggi yang mengangkat dan memberhentikan dewan komisaris yang mewakili para pemegang saham untuk melakukan kontrol terhadap manajemen. Dewan komisaris membawahi langsung dewan direksi dan mempunyai kewenangan untuk mengangkat dan memberhentikan dewan direksi serta melakukan tugas pengawasan terhadap kegiatan direksi dalam menjalankan perusahaan.

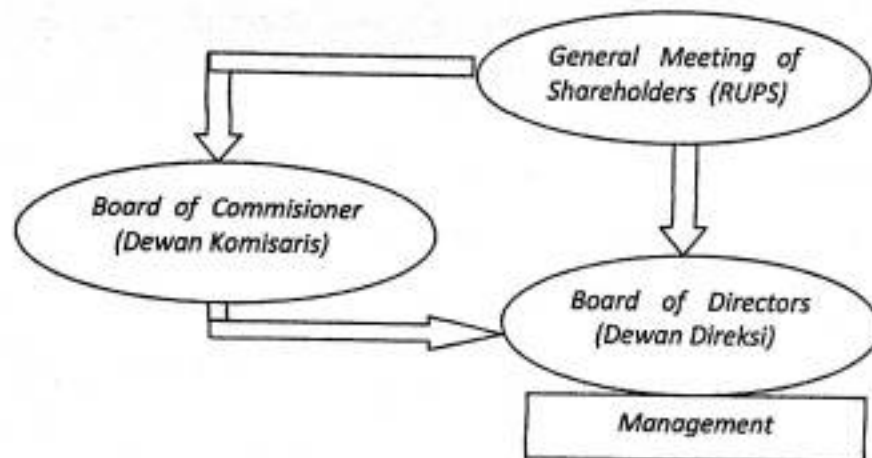
Gambar 2.2. di bawah ini adalah skema yang menunjukkan struktur *Corporate Governance* model Continental Europe (*Dual-Board System*).



Gambar 2. Struktur *Governance Model Dual-Board System* (Continental Europe Model)

Sumber : Tjager dkk (2003) dan Syakhroza (2005).

Perusahaan-perusahaan di Indonesia pada umumnya berbasis *two-board system* atau *two-tier board system* seperti kebanyakan perusahaan di Eropa (model Continental Europe). Hanya ada perbedaan dalam kedudukan dewan komisaris yang tidak langsung membawahi dewan direksi. Hal ini sesuai dengan aturan yang ada dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas tahun 1995 yang menyatakan bahwa anggota dewan direksi diangkat dan diberhentikan oleh RUPS (pasal 80 ayat 1 dan pasal 91 ayat 1), demikian juga anggota dewan komisaris diangkat dan diberhentikan oleh RUPS (pasal 95 ayat 1 dan pasal 101 ayat 1). Dengan adanya struktur yang demikian, maka baik dewan komisaris maupun dewan direksi bertanggungjawab terhadap RUPS (kedudukannya sejajar). Bagan 3 di bawah ini menunjukkan struktur CG di Indonesia.



Gambar 3. Struktur *Corporate Governance* di Indonesia
(Dual-Board System)

Sumber : Tjager dkk (2003) dan Syakhroza (2005).

Dengan melihat posisi yang sejajar antara dewan komisaris dan dewan direksi (manajemen) pada perusahaan-perusahaan di Indonesia, mengakibatkan kedudukan dewan komisaris di Indonesia tidak sekuat seperti dewan komisaris di Continental Europe karena dewan komisaris tidak berwenang mengangkat dan memberhentikan dewan direksi. Dewan direksi tidak harus bertanggungjawab terhadap dewan komisaris. Bila ditinjau dari perspektif *good governance*, kedudukan yang sejajar ini dapat mengakibatkan pelaksanaan fungsi pengendalian (*control*) berjalan kurang efektif karena bisa saja dewan komisaris dianggap oleh dewan direksi sebagai partner kerja, bukan sebagai pengawas kerja dewan direksi. Hal ini bisa menjadi salah satu hambatan untuk melaksanakan GCG pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Saran yang dapat diberikan adalah perlu ditinjau kembali Undang-undang Perseroan Terbatas, khususnya tentang pengaturan kembali adanya kedudukan yang sejajar antara dewan komisaris dan dewan direksi.

Mekanisme *corporate governance* merupakan suatu aturan main, prosedur dan hubungan yang jelas antara pihak yang mengambil keputusan dengan pihak yang melakukan kontrol/pengawasan terhadap keputusan tersebut. Mekanisme *governance* diarahkan untuk menjamin dan mengawasi berjalannya sistem *governance* dalam sebuah organisasi (Walsh dan Seward, 1990).

Walsh dan Seward (1990) menyatakan bahwa terdapat 2 mekanisme untuk membantu menyamakan perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer dalam rangka penerapan GCG, yaitu: (1) mekanisme pengendalian internal perusahaan, dan (2) mekanisme pengendalian eksternal berdasarkan pasar.

Mekanisme pengendalian internal adalah pengendalian perusahaan yang dilakukan dengan membuat seperangkat aturan yang mengatur tentang mekanisme bagi hasil, baik yang berupa keuntungan, *return* maupun risiko-risiko yang disetujui oleh prinsipal dan agen. Salah satu pilihan mekanisme pengendalian internal untuk menyamakan kepentingan pemegang saham dan manajer adalah kontrak insentif jangka panjang (Walsh dan Seward, 1990; Jensen, 1993). Kontrak jangka panjang ini dilakukan dengan memberikan insentif pada manajer apabila nilai perusahaan atau kemakmuran pemegang saham meningkat, salah satunya dengan cara memberi kepemilikan saham kepada manajer (Jensen dan Meckling, 1976; Fama, 1980). Dengan demikian, manajer akan termotivasi untuk meningkatkan nilai perusahaan atau meningkatkan

kemakmuran pemegang saham karena hal tersebut juga akan meningkatkan kekayaan manajer sendiri.

Mekanisme pengendalian eksternal adalah pengendalian perusahaan yang dilakukan oleh pasar. Menurut teori pasar untuk pengendalian perusahaan (*market for corporate control*), pada saat diketahui bahwa manajemen berperilaku menguntungkan diri sendiri, kinerja perusahaan akan menurun yang direfleksikan oleh nilai saham perusahaan. Pada kondisi tersebut, kelompok manajer lain akan menggantikan manajer yang sedang memegang jabatan. Dengan demikian bekerjanya *market for corporate control* bisa menghambat tindakan menguntungkan diri manajer sendiri (Jensen dan Meckling, 1976).

Mekanisme pengendalian lain yang secara luas digunakan dan diharapkan dapat menyelaraskan tujuan prinsipal dan agen adalah mekanisme melalui pelaporan keuangan. Melalui laporan keuangan yang merupakan tanggungjawab manajer, pemilik dapat mengukur, menilai, sekaligus dapat mengawasi kinerja manajer untuk mengetahui sejauh mana manajer telah bertindak untuk meningkatkan kesejahteraan pemilik. Selain itu pemilik dapat memberikan kompensasi kepada manajer berdasarkan laporan keuangan. Laporan keuangan yang dibuat dengan berdasarkan angka-angka akuntansi diharapkan berperan besar dalam meminimalkan konflik antara berbagai pihak yang berkepentingan dalam perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976; Watts dan Zimmerman, 1986).

Dalam hubungannya dengan jenis informasi yang disajikan dalam laporan keuangan perusahaan, terdapat dua jenis sifat informasi yang diungkapkan. Penmann (1988) membagi sifat informasi yang diungkapkan menjadi *mandatory disclosure* dan *voluntary disclosure*. Informasi yang bersifat *mandatory disclosure* merupakan informasi yang harus diungkapkan dalam laporan keuangan karena memang diwajibkan oleh peraturan atau undang-undang. Sedangkan *voluntary disclosure* merupakan jenis informasi yang secara sukarela diungkapkan di dalam laporan keuangan yang bertujuan untuk menambah kegunaan informasi mengenai kekayaan dan hasil operasi suatu perusahaan kepada para pemakai laporan keuangannya. Informasi yang bersifat *voluntary disclosure* ini berperan untuk melengkapi informasi yang bersifat *mandatory disclosure* yang diharapkan dapat meningkatkan kegunaan informasi dalam laporan keuangan.

Dari hasil penelitian terdahulu diperoleh hasil bahwa praktik *disclosure* ternyata sangat beragam antar negara. Chow dan Wong-Boren (1987) serta Meek dan Robert (1995) menyatakan bahwa di Meksiko informasi mengenai laba unit bisnis (*profit by lines of business*) adalah wajib diungkapkan (*mandatory*), tetapi di Swedia dan Perancis, informasi ini bersifat *voluntary*. Sebaliknya, di Swedia dan Perancis informasi tentang tanggungjawab sosial (*social responsibility*) perusahaan wajib diungkapkan, tetapi di Meksiko informasi tersebut masih bersifat sukarela. Perbedaan ini disebabkan peraturan tentang *disclosure* yang berbeda

antara negara yang satu dengan negara lainnya. Selain hal tersebut, keragaman informasi yang disajikan juga disebabkan oleh perbedaan karakteristik pasar, khususnya pasar modal antara negara maju dan negara yang masih berkembang. Penelitian Saudagaran dan Diga (1997) tentang karakteristik dan isu-isu kebijakan pelaporan keuangan antar berbagai pasar modal di negara maju dan berkembang menemukan hasil bahwa perbedaan tersebut didasari atas tiga kriteria yaitu (1) *availability of information* (ketersediaan informasi), (2) *reliability* (keandalan), dan (3) *comparability* (daya banding).

Dalam hubungannya dengan faktor yang mempengaruhi *disclosure* dalam laporan keuangan, berbagai penelitian telah dilakukan, diantaranya oleh Firth (1989), Cooke (1992), dan Arifin (2001). Firth (1989) meneliti praktik *voluntary disclosure* perusahaan publik di Inggris. Dia menyatakan bahwa perusahaan yang tergolong perusahaan berskala kecil di Inggris memiliki kecenderungan untuk lebih meningkatkan *voluntary disclosure* dalam laporan keuangannya dengan tujuan agar dapat memperoleh sumber dana di pasar modal. Cooke (1992) meneliti laporan tahunan perusahaan publik di Jepang. Dia menemukan bahwa *voluntary disclosure* sangat dipengaruhi oleh besar (*size*) perusahaan. Perusahaan yang berskala besar secara signifikan mengungkapkan lebih banyak informasi daripada perusahaan yang berskala kecil. Di Indonesia, Arifin (2001) menemukan bahwa perusahaan yang berbasis asing (*multinational firms*) ternyata memiliki *level of voluntary disclosure* yang lebih tinggi daripada

perusahaan domestik. Selain itu, Arifin (2001) juga menemukan bahwa dari 60 item informasi yang bersifat *voluntary disclosure* dari persepsi pemakai (*users*), 24 item memiliki derajat kepentingan yang tinggi, sedangkan dari persepsi penyaji atau manajemen (*preparers*) hanya sejumlah 12 item.

Agar penyelenggaraan *corporate governance* berjalan dengan baik (*good corporate governance*). Pemerintah mengeluarkan beberapa peraturan antara lain Bapepam dengan Surat Edaran No. SE-03/PM/2000 mensyaratkan bahwa setiap perusahaan go public di Indonesia wajib membentuk Komite Audit dengan anggota minimal 3 orang yang diketuai oleh satu orang komisaris independent perusahaan dan dua orang eksternal yang independent terhadap perusahaan. Selain independent, dalam surat edaran tersebut juga mensyaratkan bahwa yang bersangkutan menguasai dan memiliki latar belakang akuntansi dan keuangan. Sementara bagi perusahaan BUMN/BUMD, sesuai dengan Keputusan Menteri Badan Usaha Milik Negara Nomor: 117/M-MBU/2002 menyatakan bahwa: "Komisaris/Dewan Pengawas harus membentuk komite yang bekerja secara kolektif dan berfungsi membantu Komisaris/Dewan Pengawas dalam melaksanakan tugasnya, yaitu membantu Komisaris/Dewan Pengawas dalam memastikan efektifitas sistem pengendalian intern, efektivitas pelaksanaan tugas auditor eksternal dan auditor internal" Kalbers & Fogarty (1993) menyebutkan tiga faktor yang mempengaruhi keberhasilan komite audit dalam menjalankan tugasnya yaitu 1) kewenangan formal dan tertulis, 2) kerjasama manajemen dan 3)

kualitas/kompetensi anggota komite audit. Selain itu, Effendi (2005) juga menambahkan masalah komunikasi dengan komisaris, direksi, auditor internal dan eksternal serta pihak lain sebagai aspek yang penting dalam keberhasilan kerja komite audit. Dengan kewenangan, independensi, kompetensi dan komunikasi melalui pertemuan yang rutin dengan pihak-pihak terkait, diharapkan fungsi dan peran dari komite audit lebih bisa berjalan dengan efektif sehingga dapat mengidentifikasi kemungkinan adanya praktek manajemen laba yang oportunistik.

Kelley *et al.* (2005) menemukan bukti bahwa *predicted component of abnormal current accruals* yang berkaitan dengan komite audit (independensi dan aktivitas) berhubungan positif dengan arus kas perusahaan satu tahun ke depan. Penelitian ini memberikan bukti bahwa manajemen laba yang dilakukan perusahaan lebih bersifat efisien.

Price Waterhouse Coopers dalam Surya dan Yustiavandana (2006: 26) mendefinisikan bahwa *corporate governance* terkait dengan pengambilan keputusan yang efektif, dibangun melalui kultur organisasi, nilai-nilai, sistem, berbagai proses, kebijakan-kebijakan dan struktur organisasi, yang bertujuan untuk mencapai bisnis yang menguntungkan, efisien, dan efektif dalam mengelola risiko dan bertanggung jawab dengan memperhatikan kepentingan *stakeholders*.

Dey Report (1994) mengemukakan bahwa, *corporate governance* yang efektif dalam jangka panjang dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan menguntungkan para pemegang saham. Prinsip-prinsip *good*

corporate governance dapat diimplementasikan, apabila dalam struktur perseroan muncul suatu ide tentang "organ tambahan". Organ-organ tambahan tersebut diantaranya adalah: komisaris independen; direktur independen / direktur tidak terafiliasi; komite audit; dan sekretaris perusahaan (*corporate secretary*) (Surya dan Yustiavandana, 2006: 132).

Komite audit mempunyai peran yang sangat penting dan strategis dalam hal memelihara kredibilitas proses penyusunan laporan keuangan seperti halnya menjaga terciptanya sistem pengawasan perusahaan yang memadai serta dilaksanakannya *good corporate governance*. Apabila komite audit berfungsi secara efektif, maka *control* terhadap perusahaan akan lebih baik sehingga, Komposisi dewan komisaris berperan dalam menjalankan fungsi pengawasan, komposisi dewan dapat mempengaruhi pihak manajemen dalam menyusun laporan keuangan sehingga dapat diperoleh suatu laporan laba yang berkualitas. Adanya komisaris independen diharapkan dapat meningkatkan peran dewan komisaris sehingga tercipta *good corporate governance* di dalam perusahaan.

Dewan komisaris memegang peranan yang sangat penting dalam perusahaan, terutama dalam pelaksanaan *Good Corporate Governance*. Pembentukan dewan komisaris adalah salah satu mekanisme yang banyak dipakai untuk memonitor manajer. Penelitian Mace (1986) dalam Arifin (2005) menemukan bahwa pengawasan dewan komisaris terhadap manajemen pada umumnya tidak efektif. Proporsi dewan komisaris independen dalam sebuah perusahaan harus sedemikian rupa sehingga

memungkinkan pengambilan keputusan yang efektif, tepat dan cepat serta dapat bertindak secara independen.

6. Dewan Komisaris

Dewan komisaris dalam suatu perusahaan lebih ditekankan pada fungsi monitoring dari implementasi kebijakan direksi. Peran komisaris ini diharapkan akan meminimalisir permasalahan agensi yang timbul antara dewan direksi dengan pemegang saham. Oleh karena itu dewan komisaris seharusnya dapat mengawasi kinerja dewan direksi sehingga kinerja yang dihasilkan sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Dewan Komisaris memegang peranan penting dalam mengarahkan strategi dan mengawasi jalannya perusahaan serta memastikan bahwa para manajer benar-benar meningkatkan kinerja perusahaan sebagai bagian daripada pencapaian tujuan perusahaan. Yang terpenting dalam hal ini adalah kemandirian komisaris dalam pengertian bahwa Dewan Komisaris harus memiliki kemampuan untuk membahas permasalahan tanpa campur tangan manajemen, dilengkapi dengan informasi yang memadai untuk mengambil keputusan, dan berpartisipasi secara aktif dalam penetapan agenda dan strategi. Dewan Komisaris merupakan inti dari Corporate Governance yang ditugaskan untuk menjamin pelaksanaan strategi perusahaan, mengawasi manajemen dalam mengelola perusahaan, serta mewajibkan terlaksananya akuntabilitas Egon Zehnder International, 2000 hal.12-13).

Secara umum dewan komisaris ditugaskan dan diberi tanggung jawab atas pengawasan kualitas informasi yang terkandung dalam laporan keuangan. Hal ini penting mengingat adanya kepentingan dari manajemen untuk melakukan manajemen laba yang berdampak pada berkurangnya kepercayaan investor. Untuk mengatasinya dewan komisaris diperbolehkan untuk memiliki akses pada informasi perusahaan. Dewan komisaris tidak memiliki otoritas dalam perusahaan, maka dewan direksi bertanggung jawab untuk menyampaikan informasi terkait dengan perusahaan kepada dewan komisaris (NCCG, 2001). Selain mensupervisi dan memberi nasihat pada dewan direksi sesuai dengan UU No. 1 tahun 1995, fungsi dewan komisaris yang lain sesuai dengan yang dinyatakan dalam *National Code for Good Corporate Governance* 2001 adalah memastikan bahwa perusahaan telah melakukan tanggung jawab sosial dan mempertimbangkan kepentingan berbagai *stakeholder* perusahaan sebaik memonitor efektifitas pelaksanaan *good corporate governance*.

Pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap kinerja perusahaan memiliki hasil yang beragam. Salah satu argumen menyatakan bahwa makin banyaknya personel yang menjadi dewan komisaris dapat berakibat pada makin buruknya kinerja yang dimiliki perusahaan (Yermack 1996, Eisenberg, Sundgren, dan Wells 1998, dan Jensen 1993). Hal tersebut dapat dijelaskan dengan adanya *agency problems* (masalah keagenan), yaitu dengan makin banyaknya anggota dewan komisaris maka badan ini akan mengalami kesulitan dalam menjalankan perannya, diantaranya

kesulitan dalam berkomunikasi dan mengkoordinir kerja dari masing-masing anggota dewan itu sendiri, kesulitan dalam mengawasi dan mengendalikan tindakan dari manajemen, serta kesulitan dalam mengambil keputusan yang berguna bagi perusahaan (Yermack 1996, Jensen 1993).

Adanya kesulitan dalam perusahaan dengan anggota dewan komisaris yang banyak ini membuat sulitnya menjalankan tugas pengawasan terhadap manajemen perusahaan yang nantinya berdampak pula pada kinerja perusahaan yang semakin menurun (Yermack 1996, Eisenberg, Sundgren, dan Wells 1998). Terkait kinerja, ukuran dewan komisaris dapat memberi efek yang berkebalikan dengan efek terhadap kinerja. Kondisi ini tidak diikuti oleh beberapa penelitian. Yu (2006) menemukan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif secara signifikan terhadap manajemen laba yang diukur dengan menggunakan model Modified Jones untuk memperoleh nilai akrual kelolaannya. Hal ini menandakan bahwa makin sedikit dewan komisaris maka tindak kecurangan makin banyak karena sedikitnya dewan komisaris memungkinkan bagi organisasi tersebut untuk didominasi oleh pihak manajemen dalam menjalankan perannya. Chtourou, Bedard, dan Courteau (2001) juga menyatakan hal yang sama dengan Yu (2006). Sementara itu penelitian yang dilakukan oleh Zhou dan Chen (2004) menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris di bank komersial tidak berpengaruh terhadap *earnings management* yang diukur dengan

menggunakan *loan loss provisions*. Pengujian tersebut menyimpulkan bahwa ukuran dewan komisaris secara signifikan berpengaruh dalam menghalangi tindak kecurangan dalam bentuk manajemen laba untuk perusahaan yang melakukan manajemen laba tinggi. Xie, Davidson, dan Dadalt (2003) juga menyatakan hal yang sama yaitu makin banyak dewan komisaris maka pembatasan atas tindak kecurangan dapat dilakukan lebih efektif.

Hasil yang sejalan dengan Yermack 1996, Eisenberg, Sundgren, dan Wells 1998, dan Jensen 1993 diantaranya Beasley (1996) yang melaporkan bahwa pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap kecurangan dalam pelaporan keuangan adalah positif secara signifikan. Untuk itu penelitian ini mendukung bahwa dewan komisaris yang lebih banyak kurang efektif dalam melakukan pengendalian terhadap manajemen. Penelitian Midiastuty dan Machfoedz (2003) menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh secara signifikan terhadap indikasi manajemen laba yang dilakukan oleh pihak manajemen. Pengaruh tersebut ditunjukkan dengan tanda positif. Hal tersebut berarti makin besar ukuran dewan komisaris maka makin banyak kecurangan yang dilakukan oleh perusahaan, dan pada akhirnya akan menurunkan kinerja manajemen. Dari sini dapat disimpulkan bahwa jumlah komisaris yang lebih banyak lebih mampu mengurangi indikasi kinerja manajemen daripada jumlah komisaris yang sedikit.

Jensen (1993) dan Lipton dan Lorsch (1992) dalam Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann (2003) merupakan yang pertama menyimpulkan bahwa ukuran dewan komisaris merupakan bagian dari mekanisme *corporate governance*. Hal ini diperkuat oleh pendapat Allen dan Gale (2000) dalam Beiner *et al.* (2003) yang menegaskan bahwa dewan komisaris merupakan mekanisme *governance* yang penting

7. Ukuran Dewan Direksi

Dengan adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dengan manajer sebagai agennya, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997). Selain itu Mizruchi (1983) dalam Midiastuty dan Machfoedz (2003) juga menjelaskan bahwa dewan merupakan pusat dari pengendalian dalam perusahaan, dan dewan ini merupakan penanggung jawab utama dalam tingkat kesehatan dan keberhasilan perusahaan secara jangka panjang (Louden, 1982).

Dewan direksi dalam suatu perusahaan akan menentukan kebijakan yang akan diambil atau strategi perusahaan tersebut secara jangka pendek maupun jangka panjang. Pentingnya dewan (baik dewan direksi maupun dewan komisaris) tersebut kemudian menimbulkan pertanyaan baru, berapa banyak dewan yang dibutuhkan perusahaan? Apakah dengan semakin banyak dewan berarti perusahaan dapat meminimiliasi

permasalahan agensi antara pemegang saham dengan direksi. Jumlah dewan yang besar menguntungkan perusahaan dari sudut pandang *resources dependence* (Alexander, Fernell, Halporn, 1993; Goodstein, Gautarn, Boeker, 1994; Mintzberg, 1983). Maksud dari pandangan *resources dependence* adalah bahwa perusahaan akan tergantung dengan dewannya untuk dapat mengelola sumber dayanya secara lebih baik. Pfeffer & Salancik (1978) dalam Bugshan (2005) juga menjelaskan bahwa semakin besar kebutuhan akan hubungan eksternal yang semakin efektif, maka kebutuhan akan dewan dalam jumlah yang besar akan semakin tinggi. Sedangkan kerugian dari jumlah dewan yang besar berkaitan dengan dua hal, yaitu: meningkatnya permasalahan dalam hal komunikasi dan koordinasi dengan semakin meningkatnya jumlah dewan dan turunnya kemampuan dewan untuk mengendalikan manajemen, sehingga menimbulkan permasalahan agensi yang muncul dari pemisahan antara manajemen dan kontrol (Jensen, 1993; Yermack, 1996).

Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran dewan yang besar tidak bisa melakukan koordinasi, komunikasi, dan pengambilan keputusan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki dewan yang kecil sehingga nilai perusahaan yang memiliki dewan yang banyak lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki direksi lebih sedikit (Jensen, 1993; Lipton and Lorsch, 1992; Yermack, 1996). Dalton et al. (1999) menyatakan adanya hubungan positif antara ukuran dewan dengan kinerja perusahaan.

Sedangkan Eisenberg et al. (1998) menyatakan bahwa ada hubungan yang negatif antara ukuran dewan dengan kinerja perusahaan, dengan menggunakan sampel perusahaan di Finlandia. Jadi, dewan merupakan salah satu mekanisme yang sangat penting dalam CG, dimana keberadaannya menentukan kinerja perusahaan. Bukti yang menyatakan efektifitas ukuran dewan masih berbaur. Dari hasil yang masih belum konklusif tersebut dapat dikatakan bahwa pengaruh ukuran direksi terhadap kinerja perusahaan akan tergantung dari karakteristik dari masing-masing perusahaan terkait. Kaitan tersebut terutama dengan karakteristik perusahaan secara keuangan

8. Dewan Komisaris Independen

Salah satu permasalahan dalam penerapan CG adalah adanya CEO yang memiliki kekuatan yang lebih besar dibandingkan dengan dewan komisaris. Padahal fungsi dari dewan komisaris ini adalah untuk mengawasi kinerja dari dewan direksi yang dipimpin oleh CEO tersebut. Efektivitas dewan komisaris dalam menyeimbangkan kekuatan CEO tersebut sangat dipengaruhi oleh tingkat independensi dari dewan komisaris tersebut (Lorsch, 1989; Mizuchi, 1983; Zahra & Pearce, 1989).

Penelitian mengenai dampak dari independensi dewan komisaris terhadap kinerja perusahaan ternyata masih beragam. Ada penelitian yang menyatakan bahwa tingginya proporsi dewan luar berhubungan positif dengan kinerja perusahaan (Yermack, 1996; Daily & Dalton, 1993;

Stearns & Mizruchi, 1993), bukan merupakan faktor dari kinerja perusahaan (Kesner & Johnson, (1990) dalam Bugshan (2005), dan berhubungan negatif dengan kinerja (Baysinger, Kosnik & Turk, 1991; Goodstein & Boeker, 1991).

Konteks independensi ini menjadi semakin kompleks dalam perusahaan yang sedang mengalami kesulitan keuangan. Pfeffer & Salancik (1978) menyatakan bahwa dengan semakin meningkatnya tekanan dari lingkungan perusahaan maka kebutuhan akan dukungan dari luar juga semakin meningkat. Selain itu, Daily & Dalton (1994) menyatakan bahwa apabila ada resistensi dari CEO untuk menerapkan strategi yang agresif untuk mengatasi kinerja perusahaan yang terus menurun, maka adanya direksi dari luar akan mendorong pengambilan keputusan untuk melakukan perubahan. Hal ini disebabkan oleh kecenderungan bahwa semakin tinggi representasi dewan dalam (*insider board*) maka keterlibatan direksi dalam pengambilan keputusan yang strategis akan semakin rendah (Judge & Zeithaml, 1992).

Penelitian mengenai keberadaan dewan komisaris telah dilakukan diantaranya Peasnell, Pope, dan Young (1998) meneliti efektivitas dewan komisaris dan komisaris independen terhadap manajemen laba yang terjadi di Inggris. Dengan menggunakan sampel penelitian yang terdiri dari 1178 perusahaan selama periode tahun 1993-1996, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keberadaan komisaris independen membatasi pihak manajemen untuk melakukan manajemen laba. Xie, Davidson, dan Dadalt

(2003) meneliti peran dewan komisaris dengan latar belakang bidang keuangan dalam mencegah manajemen laba. Dari penelitian ini diketahui makin sering dewan komisaris bertemu maka akrual kelolaan perusahaan makin kecil. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien negatif yang signifikan. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa persentase dewan komisaris dari luar perusahaan yang independen berpengaruh negatif secara signifikan terhadap akrual kelolaan. Beasley (1996) menyarankan bahwa masuknya dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan meningkatkan efektivitas dewan tersebut dalam mengawasi manajemen untuk mencegah kecurangan laporan keuangan.

Penelitian terkait dengan keberadaan dewan komisaris di Indonesia juga banyak dilakukan. Veronica dan Utama (2005) meneliti pengaruh praktik *corporate governance* terhadap manajemen laba. Praktik *corporate governance* yang diteliti yaitu proporsi dewan komisaris independen. Hasil dari penelitian ini adalah kesimpulan bahwa proporsi dewan komisaris independen tidak terbukti berpengaruh terhadap manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan. Veronica dan Bachtiar (2004) menemukan bahwa variabel persentase dewan komisaris independen tidak berkorelasi secara signifikan terhadap akrual kelolaan, walau begitu interaksi antar variabel akrual kelolaan dan dewan komisaris independen menunjukkan koefisien positif yang signifikan terhadap *return* perusahaan. Hal tersebut dapat dijelaskan dengan makin tingginya persentase dewan komisaris independen maka akrual kelolaan makin berpengaruh terhadap *return*.

Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa *non-executive director* (komisaris independen) dapat bertindak sebagai penengah dalam perselisihan yang terjadi diantara para manajer internal dan mengawasi kebijakan manajemen serta memberikan nasihat kepada manajemen. Komisaris independen merupakan posisi terbaik untuk melaksanakan fungsi monitoring agar tercipta perusahaan yang *good corporate governance*.

Hasil penelitian Dechow, Patricia, Sloan dan Sweeney (1996), Klein (2002), Peasnell, Pope dan Young (2001), Chtourou *et al.* (2001), dan Xie, Biao, Wallace dan Peter (2003) memberikan simpulan bahwa perusahaan yang memiliki proporsi anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan atau *outside director* dapat mempengaruhi kinerja. Sehingga, jika anggota dewan komisaris dari luar meningkatkan tindakan pengawasan, hal ini juga akan berhubungan dengan makin rendahnya penggunaan *discretionary accruals* (Cornett *et al.*, 2006).

9. Komite Audit

Komite audit yang bertanggung jawab untuk mengawasi laporan keuangan, mengawasi audit eksternal, dan mengamati sistem pengendalian internal (termasuk audit internal) dapat mengurangi sifat *opportunistic* manajemen yang melakukan manajemen laba (*earnings management*) dengan cara mengawasi laporan keuangan dan melakukan pengawasan pada audit eksternal.

Keberadaan Komite Audit diharapkan mampu meningkatkan kualitas pengawasan internal perusahaan, serta mampu mengoptimalkan mekanisme *checks and balances*, yang pada akhirnya ditujukan untuk memberikan perlindungan yang optimum kepada para pemegang saham dan stakeholder lainnya. Urgensi keberadaan komite audit ada pula kaitannya dengan belum optimalnya peran pengawasan yang diemban dewan komisaris di banyak perusahaan di negara-negara korban krisis yang lalu. Indonesia khususnya semakin diperparah dengan adanya karakteristik umum yang melekat pada entitas bisnis kita berupa pemusatan kontrol atau pengendalian kepemilikan perusahaan.

Klein (2002) memberikan bukti secara empiris bahwa perusahaan yang membentuk komite audit independen melaporkan laba dengan kandungan akrual diskresioner yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membentuk komite audit independen. Kandungan *discretionary accruals* tersebut berkaitan dengan kualitas laba perusahaan. Price Waterhouse (1980) dalam Mc.Mullen (1996) menyatakan bahwa investor, analis dan regulator menganggap komite audit memberikan kontribusi dalam kualitas pelaporan keuangan. Komite audit meningkatkan integritas dan kredibilitas pelaporan keuangan melalui: (1) pengawasan atas proses pelaporan termasuk sistem pengendalian internal dan penggunaan prinsip akuntansi berterima umum, dan (2) mengawasi proses audit secara keseluruhan. Hasilnya mengindikasikan bahwa adanya komite audit memiliki konsekuensi pada laporan keuangan yaitu: (1) berkurangnya

pengukuran akuntansi yang tidak tepat, (2) berkurangnya pengungkapan akuntansi yang tidak tepat dan (3) berkurangnya tindakan kecurangan manajemen dan tindakan ilegal.

D. Pasar Modal

Setiap perusahaan akan berusaha mempertahankan dana yang cukup untuk memenuhi segala kebutuhan perusahaan. Kondisi ini disebut dengan keseimbangan dana, yaitu suatu kondisi dimana terdapat keseimbangan antara dana yang tersedia dengan jumlah dana yang diperlukan.

Terdapat dua kemungkinan penyimpangan dari kondisi keseimbangan dana, yaitu kekurangan dana atau kelebihan dana (Husnan,1995). Kekurangan dana akan terjadi apabila jumlah dana yang tersedia dalam perusahaan atau tertanam dalam perusahaan kurang cukup untuk memenuhi seluruh kebutuhannya. Gejala ini nampak pada perusahaan pada kondisi dimana persediaan kas yang terlalu kecil dibandingkan dengan kewajiban membayarnya. Demikian pula manakala terlalu sedikit persediaan bahan mentah sehingga tidak mampu memproduksi sesuai dengan permintaan atau pesanan.

Gejala yang nampak pada perusahaan akibat kelebihan dana antara lain adalah persediaan kas yang terlalu besar, simpanan di bank yang tidak dipergunakan untuk tujuan yang produktif, terlalu banyaknya persediaan bahan mentah, dan adanya investasi yang berlebihan dalam aktiva. Pada

suatu sisi kelebihan dana menguntungkan karena kebutuhan perusahaan untuk mempertahankan produksinya dapat terpenuhi, tetapi pada sisi yang lain, apabila jumlah dana yang terlalu banyak maka pasti akan terdapat dana yang *idle*.

Perluasan usaha memerlukan tambahan dana yang besar dimana tersebut harus tertanam dalam perusahaan untuk jangka waktu yang lama. Bila dana untuk keperluan perluasan usaha atau pendirian produksi baru tidak dapat sepenuhnya dibelanjai oleh perusahaan, maka perusahaan memerlukan tambahan dana yang bersumber dari luar perusahaan.

Giltman, L.L., (2006) dalam mendefenisikan mengenai manajemen keuangan mengatakan bahwa "*managerial finance is concerns the duties of financial manager in the business firm*". Menurut Home, J.V. dan Wachowics Jr., JM. (1998) manajemen keuangan adalah "*concerns the acquisition, financing and management of assets with some overall goal in mind*". Menurut Alexandry, M.B (2008), manajemen keuangan dapat diartikan sebagai keseluruhan aktivitas yang bersangkutan dengan usaha untuk mendapatkan dana dan menggunakan atau mengalokasikan dana tersebut, manajemen keuangan juga dapat diartikan sebagai seni ilmu pengetahuan tentang mengelola keuangan, sementara Margaretha, F. (2005) mendefenisikan manajemen keuangan sebagai ilmu yang membahas tentang investasi, pembelanjaan dan pengelolaan asset-aset dengan beberapa tujuan menyeluruh yang direncanakan.

Dari beberapa defenisi manajemen keuangan tersebut dapat disimpulkan bahwa manajeme keuangan sebagai kegiatan yang menyangkut perencanaan, analisis dan pengendalian kegiatan keuangan. Setiap orang dalam perusahaan harus berinteraksi dengan bagian keuangan. Oleh karena itu fungsi manajemen keuangan dapat dijelaskan melalui peran manajemen keuangan dalam perusahaan, hubungan dengan bidang ekonomi dan akuntansi dan kegiatan utama manajer keuangan.

Menurut Ross (1993), mengemukakan bahwa tugas-tugas manajer keuangan dalam mengelola keuangan perusahaan bahwa dalam menjalankan usahanya manajer keuangan menghadapi tiga masalah utama. *Pertama*, penentuan investasi jangka panjang apa yang akan dilakukan, yakni keputusan tentang modal (*capital decision*). Keputusan ini berkaitan dengan penentuan jenis dan banyaknya aktiva yang dibutuhkan perusahaan sesuai dengan sifat utamanya. *Kedua*, adalah bagaimana uang kas yang diperoleh untuk membelanjai investasi yang diisyaratkan dan yang dinamakan keputusan pembelanjaan. Hal ini berkaitan dengan struktur keuangan perusahaan, yakni hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. *Ketiga*, tentang investasi tersebut dibelanjai, dan keputusan jangka pendek ini berkaitan dengan arus kas masuk dan arus kas keluar terdapat kesenjangan waktu, dan tugas manajer keuangan adalah mensinkronisasikan kesenjangan antara kas keluar dan arus kas masuk.

Menurut Brigham, E.F. dan Gapenski, L.C. (2000) mengatakan bahwa dalam pelaksanaannya, keputusan dalam manajemen keuangan dapat dipisahkan ke dalam tiga bidang pokok, yaitu : 1) Keputusan pengelolaan dana (*investment decision*). Keputusan ini tercermin pada sisi neraca yaitu mencakup aktiva lancar dan aktiva tetap. Tugas manajemen keuangan untuk menentukan berapa jumlah dari aktiva lancar yang harus disediakan. Manajer keuangan juga memutuskan aktiva tetap mana yang harus dimodifikasi, diganti atau dijual ; 2) Keputusan alternative pembiayaan (*financial decision*). Keputusan ini tercermin pada sisi kanan neraca yang mencakup hutang lancar dan sumber dana jangka panjang ; 3) Kebijakan dalam pembagian deviden (*dividend decision*). Keputusan deviden yaitu keputusan yang menyangkut persentase laba yang dibayarkan sebagai deviden tunai, deviden saham, pemecahan saham dan pembelian kembali saham yang beredar.

1. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal berdasarkan pengertian pasar pada umumnya, yaitu tempat bertemunya penjual dan pembeli yang memperjualbelikan dana, barang dan atau jasa. Dengan demikian maka pasar modal mempertemukan pembeli dan penjual modal. Pembeli modal adalah baik perorangan maupun lembaga atau institusi yang menginvestasikan dananya melalui pembelian surat-surat berharga dengan tujuan

mendapatkan hasil (*return*), sedangkan penjual surat berharga adalah perusahaan yang memerlukan tambahan modal untuk keperluan usahanya.

Rose, (1993:91) membedakan pasar uang dengan pasar modal sebagai berikut :

The term money refers to the market for short-term financial instrument with a time to maturity for one year or less. The term capital market refers to the market for long term financial assets having actual maturities of more than one year. Distinction between short and long are somewhat arbitrary, although one year is the most common dividing point. Both of these market perform services in the financial system"

Ahli pasar modal yang lain yaitu Chabra (1987:25) mengemukakan perbedaan antara pasar modal dan pasar uang yaitu :

Money market consists of very short-term debt securities that usually are highly marketable. The money market includes short term, marketable, liquid, low risk debt securities. Money market instruments sometimes are called cash equivalents because of their safety of liquidity. Capital market, in contrast, include longer-term and riskier securities. The capital market is composed of longer term borrowing instrument than those that traded in the money market.

Berdasarkan pendapat dua ahli di atas, maka dapat dikemukakan bahwa pasar uang (*money market*) merupakan pasar uang jangka pendek. Artinya instrument yang ada di dalamnya terdiri atas surat-surat berharga jangka pendek yang mudah diperjual belikan (*marketable*) dan sangat

liquid. Sebaliknya pasar modal merupakan pasar dimana surat-surat berharga jangka panjang yang diperdagangkan.

Dalam satu perekonomian yang maju, unit ekonomi yang menabung uangnya akan berbeda dengan unit ekonomi yang memerlukan dana untuk investasi, dan pasar modal menjembatani antara unit yang menabung dan yang mempunyai surplus untuk ditransformasikan ke dalam investasi. Melalui proses tersebut pasar modal memberikan kontribusi pada stabilitas ekonomi dengan jalan mengalihkan saving menjadi investasi, sehingga memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi.

Patrick dan Wai mendefenisikan pasar modal sebagai berikut :

- a. Pasar modal dalam arti luas adalah sistem keuangan secara keseluruhan dan terorganisir, termasuk bank-bank komersial dan semua perantara di bidang keuangan.
- b. Pasar modal dalam arti menengah adalah semua pasar yang terorganisir dan lembaga-lembaga yang memperdagangkan warkat-warkat kredit (biasa yang berjangka lebih dari satu tahun) termasuk saham, obligasi, pinjaman jangka panjang, hipotik, tabungan dan deposito berjangka.
- c. Pasar modal dalam arti sempit adalah pasar yang terorganisir dan memperdagangkan saham-saham dan obligasi dengan menggunakan jasa pialang dan *underwriter*.

Demikian pula Marsuki Usman (1991:33) mengemukakan pendapatnya mengenai pasar modal sebagai suatu pasar dimana dana

jangka panjang baik hutang maupun modal sendiri di perdagangan. Dana jangka panjang yang diperdagangkan biasa disebut dengan obligasi, dan dana jangka panjang yang merupakan modal sendiri, adalah berbentuk saham. Pada umumnya saham yang diperdagangkan di pasar modal adalah saham biasa atau biasa disebut dengan saham preferen. Menurut Undang-Undang No. 15 tahun 1952 yang dimaksud dengan bursa atau pasar modal adalah bursa perdagangan di Indonesia, yang didirikan untuk perdagangan uang dan efek termasuk semua pelelangan efek.

Menurut Keputusan Presiden No. 60 tahun 1988, pasar modal adalah bursa yang merupakan tempat bertemu penawaran dan permintaan dana jangka panjang sebagaimana dimaksud pada Undang-Undang NO. 15 tahun 1952 tentang bursa.

Menurut keputusan Presiden No. 53 tahun 1990, bursa adalah suatu tempat pertemuan termasuk suatu sistem elektronik tanpa tempat pertemuan yang diorganisir dan digunakan untuk menyelenggarakan pertemuan pemasaran, jual beli atau perdagangan efek.

2. Peranan Pasar Modal

Seperti yang telah diutarakan diatas, maka pasar modal merupakan salah satu alternatif penting untuk pengerahan dana yang diperlukan dalam rangka pembangunan ekonomi nasional. Berikut ini dikemukakan beberapa pendapat tentang peranan pasar modal sebagai berikut :

Securities Market in Japan (1991:1) mengemukakan bahwa pasar modal mempunyai peranan sebagai berikut :

(1). *Financing long term for the government and corporate sector*, (2) *Providing the investing public with a market place for investing their financial assets*, (3) *Contributing to an efficient management of economy*.

Dari kutipan diatas, dapat diartikan bahwa peranan pasar modal adalah menyelenggarakan transaksi yang kontinyu, pembentukan harga yang wajar, membantu industri dalam pembelanjanya, menyediakan laporan penjualan dan kuota secara teliti dan kontinyu, menyiarkan banyak informasi pada perusahaan yang terdaftar di pasar modal, melindungi surat-surat berharga pemilik.

Pernyataan Leffler (1991) yang mengemukakan bahwa pasar modal berfungsi sebagai (1) sarana mobilisasi dana-dana masyarakat, sebagai sumber pembelanjaan pada dunia khususnya dan pembangunan nasional pada umumnya; (2) Sarana pemerataan hasil-hasil pembangunan bagi seluruh rakyat Indonesia.

Menurut Islahuzamman (1991:76) pasar modal mempunyai peranan yang sangat bermanfaat bagi tiga sektor yang ada dalam masyarakat, yaitu sektor pembangunan, sektor dunia usaha dan sektor investasi. Bagi sektor pembangunan, melalui pasar modal dapat dihimpun dana yang besar yang dapat digunakan untuk pembangunan. Bagi sektor dunia usaha, dapat diperoleh dana secara melalui *go-publik*.

3. Perusahaan yang *Listing* di Pasar Modal

Sumantoro (1990:64) mengemukakan pendapatnya tentang pengertian *go-public*, yaitu sebagai proses memasyarakatkan perusahaan melalui partisipasi atau penyertaan masyarakat dalam usahanya, baik dalam penilaian maupun dalam penetapan kebijaksanaan pengelolaan perusahaan.

Menurut apa yang dikemukakan di atas bahwa, dengan perusahaan *go-public* berarti perusahaan menawarkan sebagian kepemilikan perusahaan kepada pihak lain dalam hal ini investor untuk berpartisipasi dalam memilik saham-saham perusahaan. Sebagai bagian dalam kepemilikan perusahaan, maka pemegang saham merupakan bagian dalam menentukan arah kebijakan pengelolaan perusahaan yang biasanya dilakukan pada Rapat Umum Pemegang Saham.

Sebaliknya bagi perusahaan juga terbuka kesempatan untuk mendapatkan dana dari luar untuk dapat membelanjai kebutuhan usahanya, karena dengan demikian perusahaan dapat memperoleh tambahan dana dengan resiko yang lebih kecil.

4. Keunggulan Perusahaan yang *Go Publik*

Terdapat beberapa keunggulan dan kelemahan yang dimiliki oleh perusahaan yang *go-Public*. Menurut Weston dan Brigham (1993:715) mengemukakan beberapa keunggulan perusahaan yang melakukan *go-*

Public yaitu : (1) *Facilitate stakeholder diversification*, (2) *Increase liquidity*, (3) *Makes it easier to raise new corporate cash*, (4) *Established a value for the firm*.

Dari kutipan di atas dapat diartikan bahwa perusahaan yang *go-public* memiliki beberapa keunggulan yaitu:

- a. Kemungkinan mengadakan diversifikasi dengan berkembangnya perusahaan, pendirinya menyadari akan kenyataan bahwa sebagian kekayaannya terikat dalam perusahaan. Dengan *go-public* maka para pendiri perusahaan mendiversifikasikan kekayaannya yang dengan demikian dapat memperkecil resiko.
- b. Meningkatnya likuiditas. Saham perseroan terbatas yang tidak *go-public* bersifat sangat tidak cair. Tidak ada pasar yang terbuka bagi saham. Bila seorang pemilik saham bermaksud menjual saham miliknya, sangat sulit untuk mencari pembelinya dan walaupun ada sangat sulit untuk mencari titik temu harganya.
- c. Kemudahan menghimpun dana tambahan. Perusahaan perseroan yang memerlukan tambahan dana bergantung kemampuan keuangan pemiliknya untuk menambah modal yang dibutuhkan atau mencari beberapa investor kaya yang mau menginvestasikan uangnya dalam perusahaan tersebut. Orang luar umumnya enggan menginvestasikan uangnya dalam perusahaan perseorangan karena jika mereka tidak menguasai kendali perusahaan (saham diatas 50 %) maka ada kemungkinan orang dalam memperlakukan dengan cara menahan

deviden. Hal seperti ini menyebabkan kesulitan bagi perusahaan tertutup untuk menghimpun dana, karena salah satu persyaratan *go-public* adalah keterbukaan perusahaan maka masalah-masalah diatas jadi sangat ringan dimana dimana investor boleh mengetahui latar belakang lengkap dari perusahaan dan atas dasar itu maka investor akan menginvestasikan dananya.

5. Membentuk Nilai Perusahaan

Dalam perusahaan *go-public*, masalah diatas tidak ada lagi karena nilai perusahaannya bisa diketahui secara pasti setiap saat. Sebelum perusahaan *go-publik*, masyarakat sangat sulit untuk dapat mengetahui kinerja keuangan perusahaan sebaliknya dengan *go-public* masyarakat atau iinvestor dapat mengetahui kinerja keuangan perusahaan.dengan terbukanya kinerja keuangan tersebut masyarakat dapat mengetahui bagaimana perkembangan perusahaan, karena kinerja keuangan mencerminkan kemampuan perusahaandalam segala aspek manajemen antara lain keputusan atau kebijakan yang telah diambil.

6. Kelemahan Perusahaan yang Go Publik

Weston dan Brigham (1993;716) mengemukakan bahwa terdapat beberapa kelemahan perusahaan yang *go-publik*, yaitu :

- a. *Disclosure. Management may not like the idea of reporting operating data, because such data will then be available to competitors. Similarly the owners of the company may not want people to know their net worth, because publicly owned companies must disclose the number of shares owned by officer directors and major stockholders, it is easy enough for anyone to multiply shares held by price per share to estimate the net worth of an insider.*
- b. *Self-dealings. The owners-managers of closely held companies have many opportunities for various types of questionable but legal self-dealing, including with the business (such as leasing arrangements), excursions, retirement program and not truly necessary fringe benefits. Such self dealing are much harder to arrange if a company is publicly owned-they must be disclosed and the managers are also subject to stockholder suits.*

Menurut apa yang dijelaskan Weston dan Brigham diatas mengatakan bahwa perusahaan yang *go-public* mempunyai kelemahan karena dengan adanya prinsip pengungkapan (*disclosure*), yaitu melaporkan data operasional dan data keuangan yang jelas, tanpa ditutup-tutupi sehingga dapat dimanfaatkan oleh pesaing.

Kelemahan yang lain adalah kebiasaan lama (sebelum *go-public*) pemilik perusahaan memanfaatkan fasilitas perusahaan dengan bebas seperti fasilitas gaji yang tinggi, memasukkan anggota keluarga sebagai

karyawan. Hal ini tidak dapat dilakukan dengan bebas apabila perusahaan sudah *go-public*.

7. Pengelolaan dan Peraturan-peraturan di Pasar Modal

Proses *go-public* melibatkan masyarakat luas, khususnya masyarakat pemodal atau investor. Para investor yang telah mempercayakan dananya untuk digunakan perusahaan tentunya mengharapkan suatu hasil dimasa yang akan datang.

Pemerintah melalui lembaga pengelola pasar modal mengusahakan agar pemanfaatan dana masyarakat dapat disalurkan ke perusahaan yang *go-publik* secara aman. Karena itu perlu diterbitkan persyaratan bagi perusahaan yang *go-publik* dan pengaturan perdagangan sekuritas pada bursa.

Sehubungan dengan peraturan perdagangan di pasar modal ini Weston dan Brigham (1993;718) mengemukakan sebagai berikut : "*sales of new securities as well as operations in this secondary markets, as regulated by the securities and exchange commission*".

Yang dimaksud dengan *secondary market* adalah suatu transaksi yang berlangsung pada setiap hari bursa, bertempat di bursa efek maupun di bursa paralel terhadap saham-saham yang terdaftar di bursa efek.

Proses transaksi ini berlangsung diantara para broker baik atas nama pendiri maupun atas nama orang lain. Dalam melaksanakan transaksi broker memperoleh imbalan tertentu. Yang mengatur

perdagangan sekuritas di pasar modal Amerika Serikat adalah lembaga yang disebut dengan *Securities Exchange Commission (SEC)*.

Di Indonesia lembaga tersebut dinamakan dengan Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM), yang mempunyai tugas sebagai berikut : mengikuti perkembangan dan mengatur pasar modal, sehingga efek dapat ditawarkan dan diperdagangkan secara teratur, wajar dan efisien serta melindungi pemodal dan masyarakat umum.

Di negara seperti Thailand dan Jepang disebut SEC yang pada dasarnya mempunyai tugas yang hampir sama dengan BAPEPAM di Indonesia, yaitu : (1) Melindungi investor dari penipuan dengan memberikan kepada mereka informasi, (2) mengendalikan volume kredit yang digunakan untuk membiayai spekulasi dibidang sekuritas, (3) Menyediakan pasar yang tertib dibidang perdagangan sekuritas.

Menurut Rowley (1985;246) mengatakan bahwa pengaturan tentang perdagangan saham di Indonesia, Thailand dan Jepang secara umum berhubungan dengan berbagai aspek dan operasi pasar modal, termasuk penawaran umum saham pada pasar perdana. Pengaturan mengenai usaha di bidang surat-surat berharga perusahaan (*securities business*), pengambilalihan saham suatu perusahaan dan praktek-praktek yang tidak jujur (*unfair*) tentang pengambilalihan saham, serta tentang aktifitas dari organisasi-organisasi yang berhubungan dengan usaha surat-surat berharga.

E. Keputusan Keuangan

Ross (1993;1) mengemukakan tentang tugas-tugas manajer keuangan dalam mengelola keuangan perusahaan adalah sebagai berikut: *"First, what long term investment should the firm take on? This the capital decision. Second, how can cash be raised for the required investment?we call this the financing decision. Third, what short term investment should the firm take on and how should they be financed?this decision involve short term finance"*

Berdasarkan kutipan diatas, mengatakan bahwa dalam menjalankan usahanya manajer keuangan menghadapi tiga permasalahan utama. Pertama, penentu investasi jangka panjang apa yang akan dilakukan, yakni keputusan tentang modal (*capital decision*). Keputusan ini berkaitan dengan penentuan jenis dan banyaknya aktiva yang dibutuhkan perusahaan sesuai dengan sifat usahanya. Kedua, bagaimana uang kas dapat diperoleh untuk membelanjai investasi yang dipersyaratkan dan yang dinamakan keputusan pembelanjaan. Hal ini berkaitan dengan struktur keuangan perusahaan, yakni hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Ketiga, adalah tentang investasi jangka pendek apa yang akan dilakukan dan bagaimana investasi tersebut akan dibelanjai. Keputusan jangka pendek ini berkaitan dengan pengelolaan arus kas masuk dan arus kas keluar (*cash inflow and cash outflow*) dalam kegiatan operasi sehari-hari. Antara arus kas masuk dan arus kas keluar terdapat kesenjangan waktu, dan tugas manajer

keuangan adalah mensinkronkan kesenjangan antara arus kas keluar dan arus kas masuk.

Dari pendapat Ross (1993), dapat ditarik satu kesimpulan bahwa fungsi manajer keuangan terdiri dua, yaitu fungsi investasi dan fungsi pembelanjaan. Kedua fungsi ini dapat dipisahkan satu dengan lainnya dalam usaha manajer keuangan menjelaskan tugasnya.

Pendapat Husnan (1996) sama dengan pendapat Ross (1993), yang mengemukakan pendapatnya sebagai berikut: ".....dengan demikian maka fungsi-fungsi manajemen keuangan ada dua macam yaitu menginvestasikan dan mendapatkan dana....."

Kebijakan pembelanjaan (*financial policy*) adalah "*a standing plan; it is used over and over to guide specific action*" (Newman and Logam, 1971; 93). Demikian pula pendapat dari Lengke (1970; 47-49) mengemukakan bahwa : "*Financial policies all guides to all actions which deals with procuring, administrating, and dishbursing the fund of business firm*"

Dari defenisi yang dikemukakan, kebijakan itu merupakan pedoman untuk semua kegiatan yang berkaitan dengan pengadaan, administrasi dan pengeluaran dana perusahaan. Newman dan Logam (1971) berpendapat bahwa kebijakan pembelanjaan merupakan rencana yang akan digunakan secara terus-menerus sebagai pedoman dalam mengambil tindakan tertentu dalam industri tertentu.

Selanjutnya Clark (1990;11) menjelaskan tentang tindakan yang berkaitan dengan kebijaksanaan pembelanjaan sebagai berikut: "*Financial policy, involves particular financial variables for example, company may have a dividend policy of paying at 40 percent of earning ar a trade credit policy of 2 percent net 30.*"

Dari apa yang dikemukakan Clark et al (1990) diatas , maka dapat ditarik kesimpulan bahwa kebijakan pembelanjaan dapat meliputi beberapa variabel keuangan, misalnya perusahaan kemungkinan mempunyai kebijaksanaan deviden membayarkan 49 persen dari pendapatan atau kebijaksanaan kredit 2 persen net 30. Artinya apabila perusahaan mendapat laba maka 40 persen dibayarkan kepada pemegang saham sebagai deviden tunai, sedangkan kebijaksanaan kredit dagang yang diberikan kepada pelanggan perusahaan tertulis 2 persen net 30 artinya apabila pelanggan membayar hutangnya sebelum 30 hari semenjak hari pembelian akan mendapat potongan 2 persen. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kebijaksanaan pembelanjaan merupakan rencana yang meliputi beberapa variable keuangan yang akan digunakan secara terus-menerus dalam satu periode tertentu sebagai pedoman dalam pengambilan tindakan tertentu.

Kebijaksanaan pembelanjaan meliputi kebijaksanaan pengalokasian dana atau kebijaksanaan investasi dan pemenuhan kebutuhan dana. Kebijakan pengalokasian dana atau kebijaksanaan investasi mengalokasikan dana untuk pengeluaran jangka pendek yang bersifat

operasional (*operating expenditure*) disebut investasi dalam modal kerja dan pengeluaran modal (*capital expenditure*) yaitu investasi dalam aktiva tetap. Proporsi dari masing-masing jenis pengeluaran dana tersebut tampak dalam masing-masing unsure aktiva yaitu jenis aktiva lancar dan aktiva tetap.

Kebijaksanaan pembelanjaan perusahaan yang lain adalah kebijakan pemenuhan kebutuhan dana atau pemilihan sumber dana. Ditinjau dari sumber dananya, sumber modal digolongkan dalam dua kelompok yaitu : (1) sumber internal; (2) sumber eksternal. Modal yang berasal dari sumber internal adalah modal yang dibentuk dan dihasilkan sendiri dalam perusahaan. Biasanya modal seperti ini berasal dari laba ditahan (*retained earnings*) dan modal dari pemilik yang biasa disebut dengan modal pemilik (*equity*)

F. Keputusan Investasi

Investasi mempunyai pengertian yang sangat luas. Pengorbanan konsumsi sekarang dapat diartikan sebagai investasi untuk konsumsi pada masa yang akan datang, atau seberapa besar konsumsi yang harus diterima dimasa yang akan datang agar individu atau kelompok mau mengorbankan konsumsi sekarang dengan tingkat kepuasan yang diharapkan sama pada masa yang akan datang. Jika dikaitkan dengan pasar modal secara umum, investasi diartikan sebagai penanaman modal yang berbentuk aktiva keuangan untuk memperoleh keuntungan yang

mana penanaman modal ini tidak terlepas dari kemungkinan adanya resiko.

Beberapa pengertian investasi yang dikemukakan oleh ahli ekonomi antara lain : Francis (1991:1) mengemukakan bahwa :

"An investment is a commitment of money that is expected to generate additional money". Menurut Francis bahwa investasi merupakan penanaman sejumlah uang tertentu yang di harapkan akan menghasilkan tambahan uang dimasa yang akan datang.

Hirt (1993:15) mengatakan bahwa : *"Investment defined as the commitment of current funds in antocipation of receiving a large future flow of funds"*. Pengertian menurut Hirt bahwa investasi adalah tanggung jawab atas dana lancar dalam antisipasi penerimaan arus dana yang besar dimasa mendatang. Keputusan investasi bagi investor adalah menyangkut masa yang akan datang yang mengandung ketidakpastian (*uncertainty*), yang berarti bahwa hal tersebut mengandung unsur resiko yang harus ditanggung oleh investor. Pengetahuan tentang resiko merupakan suatu hal yang sangat penting dimiliki oleh investor maupun calon investor. Bagi investor yang rasional, paling tidak harus mempertimbangkan dua hal yaitu *return* yang diharapkan dan *risk* yang selalu terkandung dari setiap investasi yang dilakukan.

Dari hal tersebut, maka dapat diartikan investasi sebagai kegiatan penanaman sejumlah dana tertentu saat ini dengan harapan akan dapat memberikan hasil (*return*) dimasa yang akan datang. Akan tetapi investasi

ini mempunyai tingkat resiko yang lebih besar dibandingkan dengan alternatif yang lain seperti obligasi, deposito dan tabungan.

Resiko investasi saham tercermin pada *variabilitas return* baik *return* secara individu maupun secara keseluruhan (*market return*). Besar kecilnya resiko investasi tersebut dapat diukur dengan *varians* atau *standard deviation* dari *return* tersebut. Francis (1991:18). Resiko menunjukkan keadaan dimana keuntungan yang akan terjadi tidak dapat diketahui sebelumnya secara pasti (*uncertainty*), akan tetapi dapat disusun suatu alternatif kemungkinan kejadian yang dapat diketahui.

Investasi adalah kegiatan menanamkan modal baik langsung maupun tidak langsung dengan harapan pada waktunya nanti pemilik modal mendapatkan sejumlah keuntungan dari hasil penanaman modal tersebut. Sedangkan menurut Jogiyanto (2000:5) investasi dapat didefinisikan sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan dalam produksi yang efisien selama periode waktu yang tertentu.

Salah satu tujuan investasi adalah memperoleh hasil yang memadai. Hasil yang diperoleh dalam satu periode tertentu merupakan ukuran tingkat pertumbuhan investasinya. Pendapat yang lain yang dikemukakan oleh Ross (1993:4) yang menyatakan bahwa :

"The objectives of the investment is to maximize the value of the investment. In the simple term this means to fund assets that have appropriate rate of return"

Pendapat ini disukung oleh Francis (1993:4) yang mengatakan bahwa:

"The goal of investor and investment manager is to maximize the return or equivalently, the terminal value of their investment". Hal tersebut menunjukkan bahwa yang dimaksud dengan nilai terminal dari suatu investasi adalah sama dengan nilai akhir dari kekayaan (*ending wealth*) investor yang tercermin dalam harga saham perusahaan.

Beberapa alasan mengapa seseorang harus melakukan investasi, antara lain adalah :

- a. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak dimasa yang akan datang. Ini merupakan hakikat hidup yang senantiasa berupaya bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya berusaha bagaimana mempertahankan tingkat pendapatannya yang sekarang agar tidak berkkurang dimasa yang akan datang.
- b. Dengan melakukan investasi dalam bidang usaha yang tidak produktif atau dalam kepemilikan perusahaan atau objek lain, dapat menghindarkan diri agar kekayaan atau harta miliknya tidak merosot nilainya karena inflasi.
- c. Dorongan untuk memanfaatkan fasilitas atau kemudahan ekonomi dari pemerintah. Beberapa negara di dunia ini babnyka melakkan kebijakan yang sifatnya mendorong tumbuhnya investasi pada bidang-bidang usaha tertentu.

Pertumbuhan perusahaan yang berkelanjutan menurut Sharpie (1991) adalah tingkat dimana penjualan perusahaan dapat tumbuh tergantung pada bagaimana dukungan aset terhadap peningkatan penjualan dan bagaimana dana yang tersedia (berupa *current liabilities, debt, retained earnings dan new sales*) terhadap pertumbuhan assets, dengan asumsi bahwa perusahaan mau dan mampu menyediakan *new debt dan new equity*.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Jogiyanto (2002) menunjukkan bahwa pertumbuhan aset perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun eksternal perusahaan seperti investor dan kreditur. Pertumbuhan ini diharapkan dapat memberikan aspek yang positif bagi perusahaan seperti adanya suatu kesempatan berinvestasi di perusahaan tersebut.

Hasil penelitian Vogt (1997) menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan direspon positif oleh pasar. Sementara menurut Smith dan Watts (1992) mengatakan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan berinvestasi yang diprosikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi (*investment opportunity set*).

Penelitian yang sudah menguji perspektif *efficiency contracting* dalam hubungannya dengan potensi pertumbuhan perusahaan adalah Smith dan Watts (1992). Hasil penelitian ini mengacu pada masalah agensi yang berkaitan dengan keputusan pendanaan, deviden dan kompensasi.

Smith dan Watts menemukan bukti empiris bahwa pada perusahaan yang mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah dalam keputusan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri (*equity financing*) cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan eksistensi hutang yang beresiko dalam struktur modalnya.

Istilah IOS (*investment opportunity set*) yang dikemukakan pertama kali oleh Myers (1977) dimaksudkan sebagai suatu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Sementara menurut Gaver and Gaver (1983) bahwa opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan dalam mengesplotasi kesempatan mengambil keuntungan dibanding dengan perusahaan lain yang setara dengan suatu kelompok industrinya.

Proses investasi menunjukkan bagaimana para pemodal atau investor seharusnya melakukan investasi, baik itu investasi dalam sekuritas maupun dalam aktiva keuangan lainnya. Hakikat investasi menurut Francis (1991) adalah "*An investment is a commitment of money that is expected to generate additional money*". Francis berpendapat bahwa investasi merupakan penanaman sejumlah uang yang diharapkan menghasilkan tambahan uang pada masa yang akan datang. Hirt (1993) mengatakan

bahwa investasi didefinisikan sebagai tanggung jawab atas dana lancar dalam antisipasi penerimaan arus dana yang besar di masa mendatang.

Keputusan investasi bagi seorang investor menyangkut masa yang akan datang mengandung ketidakpastian, yang berarti mengandung unsur resiko bagi investor. Menurut Sanjaya dan Barlian, I. (2003) mengatakan bahwa investor melakukan investasi untuk meningkatkan utilitasnya dalam bentuk kesejahteraan keuangan, pada dasarnya investor akan melakukan investasi jika investasi tersebut memberikan keuntungan sesuai dengan resiko yang ditanggungnya. Keuntungan investasi di pasar modal adalah deviden dan *capital gain*.

Investasi dapat diartikan sebagai pengeluaran atau pembelanjaan penanaman modal dan perlengkapan produksi untuk menambah kemampuan memproduksi barang-barang dan jasa-jasa yang tersedia dalam perekonomian. Sedangkan investasi adalah kegiatan menanamkan modal baik langsung maupun tidak langsung, dengan harapan pada waktunya nanti pemilik modal mendapatkan keuntungan dari penanaman modal tersebut. Sedangkan Jogiyanto (2000) investasi adalah penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan didalam produksi yang efisien selama periode waktu yang tertentu.

Fama (1978) mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Hal ini dimaksudkan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Sementara

menurut Modigliani dan Miller (1958) mengatakan bahwa keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung. Beberapa studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi antara lain oleh Myers (1977) yang memperkenalkan IOS.

IOS memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan dimasa yang akan datang. Dengan demikian prospek perusahaan dapat ditaksir melalui *investment opportunity set* (IOS). IOS didefinisikan sebagai kombinasi aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi pada masa yang akan datang dengan *net present value* positif. Menurut Gaver & Gaver (1993), IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran yang ditetapkan manajemen dimasa yang akan datang, dimana pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar.

Pendapat ini sejalan dengan Smith dan Watts (1992) bahwa komponen nilai perusahaan merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk membuat investasi dimasa yang akan datang merupakan IOS. IOS tidak dapat diobservasi secara langsung (*laten*) sehingga dalam perhitungannya menggunakan proksi. Demikian pula menurut Myers (1977), Kallpur & Trombley (1999) menyatakan bahwa kesempatan investasi perusahaan tidak dapat diobservasi untuk pihak-pihak diluar perusahaan, sehingga diperlukan suatu proksi untuk melihatnya.

Dalam studi keuangan dan akuntansi, beberapa proksi IOS telah digunakan Myers (1977), Kallapur & Trombley (1999,2001), Gaver & Gaver (1993), Smith & Watts (1992), AlNajjar & balkaoui (2001), Kaaro (2002), Julianto & Jogiyanto (2002) menghasilkan bahwa *investment opportunity set (IOS)* digunakan sebagai proksi keputusan investasi, karena keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung. Karena IOS tidak dapat diukur secara langsung, maka perlu dibentuk atau dikonfirmasi dengan berbagai variabel terukur. Indikator yang digunakan dalam penelitian ini merupakan hasil pengukuran komposisi dari tiga variabel proksi IOS yang banyak digunakan dalam penelitian sebelumnya yang mencerminkan *actual* dan *opportunity investasi* yaitu : *Total Assets Growth, market Value to Book Value of Assets Ratio, Price Earning Ratio, Capital Additional to Assets Book Value Ratio, Current Assets to Total Assets Ratio.*

G. Keputusan Pendanaan

Pada kebanyakan kasus, pemegang saham biasanya memilih dewan direksi yang kemudian mengangkat manajer untuk menjalankan operasional perusahaan. Karena manajer bekerja untuk pemegang saham, maka mereka harus menentukan kebijakan yang dapat meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham. Di samping itu juga perusahaan memiliki tujuan lain yaitu: kepuasan pribadi manajer perusahaan, kesejahteraan

karyawan, lingkungan dan masyarakat pada umumnya. Meskipun demikian memaksimalkan harga saham adalah tujuan terpenting pada sebagian besar perusahaan (Brigham&Houston, 2001).

Manager sebagai *agent* yang diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan (*principals*) untuk membuat keputusan yang dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham telah menciptakan konflik potensial atas kepentingan masing-masing pihak yang disebut dengan teori keagenan (*agency theory*). Dalam konteks manajemen keuangan, hubungan agen yang utama adalah 1) antara pemegang saham dan manajer, serta 2) antara manajer dan pemberi kredit.

Jensen&Meckling (1976) mengatakan bahwa konflik keputusan timbul pada saat pengelolaan perusahaan diserahkan kepada *agent* oleh *principals* (pemegang saham) dimana adanya kecenderungan manajemen bertindak untuk memenuhi keinginannya atas beban pemilik saham sehingga menimbulkan perbedaan kepentingan. Pemisahan antara pemilik perusahaan dan pengelola perusahaan berdampak pada ketidakseimbangan informasi yang diperoleh dari masing-masing pihak. Manajer perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan mengenai operasional dan prospek perusahaan dibandingkan dengan investor (*asymmetric information*). Dengan demikian, untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimum kekayaan pemegang saham atau nilai perusahaan, manajer akan mengambil keputusan (*corporate action*) sesuai dengan apa yang menurut manajer benar.

Sebagai contoh keputusan pendanaan apakah dengan hutang atau menerbitkan saham baru, membagi dividen atau menahan laba, atau keuntungan digunakan untuk melakukan pembelian saham kembali merupakan *signal-signal* yang dibuat oleh manajer untuk memberikan informasi tentang kondisi dan prospek perusahaan kepada pihak luar.

Menurut Ross (1978), Bhattacharya (1980) dan Miller&Rock (1985), dalam kondisi informasi yang tidak seimbang (*asymmetric information*) para manajer dapat menggunakan strategi dalam kebijakan dividen untuk menangkal isu-isu yang tidak diharapkan oleh perusahaan di masa yang akan datang. Selanjutnya Rozeff (1982) menegaskan bahwa dividen nampaknya memiliki informasi atau sebagai isyarat (*signal*) akan prospek perusahaan.

Jensen&Meckling (1976) menambahkan bahwa *agency cost of equity* akan berkurang dengan menambah *debt financing*, dengan mengundang pihak ketiga (*debtholders*) untuk ikut melakukan pengawasan terhadap manajemen sekaligus memberikan jalur pengambilan keputusan yang lebih terstruktur melalui *covenant*. Penggunaan hutang mengurangi konflik antara manajer dan *stockholders*. Akan tetapi, *debt financing* menimbulkan konflik antara *stockholders* dan *creditors* sehingga menimbulkan *agency cost of debt*.

Pemilihan struktur pendanaan perusahaan merupakan masalah yang menyangkut komposisi dana yang akan dibutuhkan oleh perusahaan.

Masalah yang harus dijawab dalam keputusan pendanaan dihubungkan dengan sumber dana adalah apakah sumber internal atau eksternal, besarnya hutang dan modal sendiri, dan bagaimana tipe hutang dan modal yang akan digunakan. Apakah hutang jangka panjang atau hutang jangka pendek. Apakah modal sendiri diperoleh dari laba ditahan atau menerbitkan sekuritas, mengingat struktur pembiayaan akan menentukan *cost of capital* yang akan menjadi dasar penentuan *required return* yang diinginkan.

Sebagai contoh keputusan pendanaan adalah apakah dengan hutang atau menerbitkan saham baru, membagi deviden atau menahan laba, atau keuntungan digunakan untuk melakukan pembelian saham kembali merupakan signal yang dibuat oleh manajer untuk memberikan informasi tentang kondisi dan prospek perusahaan pada pihak luar.

Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang relevan terhadap pencapaian tujuan perusahaan (Modigliani & Miller, 1963). Selanjutnya menurut Masulis (1980) dalam penelitian yang dilakukan melihat kaitan dan relevansi keputusan pendanaan, menemukan bahwa sehari sebelum dan sesudah pengumuman peningkatan proporsi hutang terdapat kenaikan *abnormal return*, demikian pula sebaliknya pada saat perusahaan mengumumkan penurunan proporsi hutang berpengaruh pada penurunan *abnormal return*.

Pendanaan yang didasarkan pada *pecking order theory*, menyatakan bahwa urutan pendanaan berdasarkan pendanaan yang memiliki resiko

lebih kecil yaitu pertama laba ditahan, diikuti dengan hutang, dan yang terakhir dengan ekuitas baru (Myers, 1984). Teori tersebut didukung penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (1999), menemukan bahwa secara rata-rata 70 persen *gross investment* didanai dengan dana internal (laba ditahan dan penyusutan), sisanya ditutup dengan menerbitkan sekuritas baru.

Studi yang dilakukan oleh Masulis (1980) menemukan bahwa harga saham suatu perusahaan akan naik, apabila diumumkan akan diterbitkan pinjaman untuk digunakan membeli kembali saham perusahaan tersebut. Sebaliknya Masulis (1980, 1983), Eckbo (1986), Mikkelson & Partch (1986), pada studi empirisnya menemukan bahwa harga saham suatu perusahaan akan turun apabila diumumkan akan ada penerbitan saham baru yang akan digunakan untuk menarik kembali pinjaman perusahaan. Hasil ini sejalan dengan Asquith & Mullins, Masulis & Korwar (1986) dan Mikkelson & Partch (1986) menemukan bahwa penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham perusahaan.

Kebijakan pendanaan menurut Modigliani dan Miller (1958) dalam Brigham dan Gapenski (1990) mengemukakan proposisi dengan asumsi tanpa pajak dan pasar sempurna, nilai pasar perusahaan bersifat tidak tergantung pada keputusan pendanaan atau struktur modal melainkan ditentukan oleh kapitalisasi keuntungan yang diharapkan pada tingkat tertentu. Setelah unsur pajak dimasukkan dalam model, maka pandangan mereka berubah, seperti dikutip dalam Brigham dan Gapenski (1990), pada

studi Modigliani dan Miller (1963) yang kedua berargumentasi bahwa keputusan pendanaan melalui utang atau *leverage* akan meningkatkan nilai perusahaan karena bunga utang akan mengurangi penghasilan yang terkena pajak.

Menurut teori *trade-off* perusahaan mendasarkan keputusan pendanaan pada suatu struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal yang dimaksud merupakan keseimbangan antara penghematan pajak atas penggunaan hutang, sebab biaya dan manfaat akan saling meniadakan satu sama lain.

H. Kebijakan Deviden

Deviden merupakan bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Kebijakan deviden melibatkan keputusan apakah akan membagikan laba atau menahannyanuntuk diinvestasikan kembali di dalam perusahaan. Kebijakan deviden menyangkut tiga masalah: 1) seberapa banyak laba yang harus dibagikan secara rata-rata selama jangka waktu tertentu.; 2) Apakah pembagian itu sebaiknya dalam bentuk deviden tunai ; 3) Apakah perusahaan sebaiknya mempertahankan tingkat pertumbuhan deviden yang stabil (Brigham & Houston, 1998).

Riyanto, B (2001) mendefenisikan kebijakan deviden adalah menyangkut penentuan pembagian pendapatan (*earning*) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham

sebagai deviden atau untuk digunakan didalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan di dalam perusahaan.

Deviden menurut Fred C.Yeager dan Neil E.Seitz (2002) adalah sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karena itu deviden akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan yang layak dibagikan, keuntungan yang layak dibagikan adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi kewajiban-kewajiban tetapnya yaitu bunga dan pajak. Perusahaan yang semakin besar keuntungannya akan membayar porsi pendapatan yang semakin besar sebagai deviden.

Husnan, S., (2002) mendefenisikan deviden adalah laba yang diperoleh perusahaan untuk dibagikan kepada para pemegang saham. Sedangkan menurut BAPEPAM mengartikan deviden sebagai porsi keuntungan perusahaan yang dibayarkan kepada para pemegang saham. Sebagai pembagian keuntungan yang diberikan penerbit saham tersebut akan keuntungan yang dihasilkan perusahaan.

Salah satu keuntungan dari pembayaran deviden adalah bahwa pembayaran deviden dapat mengurangi *agency cost* antara pengelola sekaligus pemilik dan pemilik dari luar. Roself (1982) juga mengatakan bahwa variasi dari arus kas suatu perusahaan akan mempengaruhi pembayaran deviden. Deviden yang dibagikan kepada para pemegang saham biasa berupa: 1) *Cash dividend* yaitu deviden dalam bentuk kas. Deviden jenis ini paling umum dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham. Besar kecilnya deviden yang dibagikan tergantung pada

pembatasan undang-undang, kontrak-kontrak jumlah uang tunai yang dimiliki dan tersedia dalam perusahaan; 2) *Property dividend* atau deviden barang atau deviden yang dibagikan dalam bentuk aktiva selain kas. Aktiva yang dibagikan dalam bentuk surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki oleh perusahaan tersebut, barang dagangan atau aktiva lain; 3) *Scrib dividend* (deviden utang), deviden utang timbul apabila laba tidak dibagikan saldonya mencukupi untuk pembagian deviden, tetapi saldo kas yang ada tidak mencukupi. Sehingga pimpinan perusahaan akan mengeluarkan *scrib deviden* yaitu janji tertulis untuk membayar jumlah tertentu pada masa yang akan datang; 4) *Liquidating dividend* (deviden likuidasi), adalah deviden yang sebagian merupakan pengembalian modal. Deviden ini tercatat dengan mendebit rekening pengembalian modal yang dalam neraca dilaporkan sebagai pengurangan modal saham; 5) *Stock dividend* (deviden Saham) adalah pembagian tambahan saham, tanpa dipungut pembayaran kepada para pemegang sebanding dengan saham yang dimilikinya. Deviden saham biasa dibagikan berupa saham yang jenisnya sama, misalnya deviden saham biasa untuk pemegang saham biasa dan deviden prioritas untuk pemegang saham prioritas. Deviden tunai adalah pembagian laba kepada pemegang saham perusahaan yang sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimiliki. Sedangkan menurut Riyanto, B. (2001) mendefenisikan deviden tunai adalah aliran kas yang dibayarkan kepada pemegang saham atau *equity investor*.

Ada beberapa teori deviden yang dikemukakan oleh para ahli antara lain adalah *Residual deviden of theory*, *Walter's deviden model* dan *Modiglian and Miller's Model*.

1) *Residual Devidend Theory* (Teori Residu Deviden)

Laba yang diperoleh oleh perusahaan dalam suatu periode sebenarnya adalah untuk kesejahteraan para pemegang saham sebagai deviden dan sebagian ditahan. Untuk menahan laba yang diperoleh perusahaan biasanya karena adanya peluang untuk melakukan investasi baru yang lebih menguntungkan. Apabila keuntungan atas kesempatan investasi tersebut sama atau lebih besar dari tingkat keuntungan yang diisyaratkan, maka laba sebaiknya tidak dibagikan. Laba dibagikan kepada pemegang saham apabila ternyata keuntungan yang diperoleh dari investasi lebih kecil dibandingkan keuntungan yang diisyaratkan. Dengan demikian *residual devidend theory* adalah sisa laba yang tidak diinvestasikan kembali.

2) *Walter's Devidend Model* (Deviden Model Walter)

Teori deviden model Walter ini berpendapat bahwa selama keuntungan yang diperoleh dari investasi lebih tinggi dibanding dengan biayanya, maka investasi tersebut cenderung akan meningkatkan harga saham atau nilai perusahaan.

3) *Modigliani and Miller Model* (Deviden Model Modigliani dan Miller)

Modigliani dan Miller (MM) berpendapat bahwa kenaikan nilai perusahaan sangat dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk

mendapatkan keuntungan (*earning power*) dari asset perusahaan. Oleh karena itu nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Sementara keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagi dalam bentuk *cash deviden* atau ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Brigham & Houston (1998) mengemukakan ada tiga teori dari preferensi investor tentang deviden yakni; 1) Teori ketidakrelevanan deviden; 2) Teori "*Bird in the hand theory*"; 3) Teori preferensi pajak. Teori ketidak relevanan deviden dikemukakan oleh Merton Miller dan Franco Modigliani yang selanjutnya disingkat M & M merupakan pendukung utama teori ketidak relevanan deviden. Miller dan Modigliani (1961) memberikan argument yang paling komprehensif mengenai ketidakrelevanan deviden. Teori ini menyatakan bahwa kebijakan deviden perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Mereka menyatakan bahwa berdasarkan keputusan investasi perusahaan, rasio pembayaran deviden hanyalah merupakan rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham.

Asumsi yang digunakan dalam teori ketidakrelevanan deviden adalah; 1) Pasar modal sempurna; 2) kebijakan penganggaran modal perusahaan tidak dipengaruhi oleh kebijakan deviden; 3) semua investor berperilaku rasional. Gordon dan Litner (1963) berpendapat bahwa nilai perusahaan akan dimaksimalkan dengan menentukan rasio pembagian deviden yang tinggi. Mereka mengatakan bahwa total pengembalian yang diharapkan akan turun apabila rasio pembagian deviden dinaikkan karena

para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan dengan seandainya mereka menerima deviden.

Jadi deviden adalah relevan untuk kondisi yang tidak pasti, investor dapat dipengaruhi oleh kebijakan deviden. Hal ini menyiratkan bahwa investor tidak peduli yakni antara deviden dengan *capital gain*. Mereka menamakan pendapat Gordon-Litner sebagai kekeliruan *bird in the hand theory* karena menurut pandangan M & M, kebanyakan investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali deviden mereka dalam saham dari perusahaan bersangkutan atau perusahaan sejenis.

I. Nilai Perusahaan

Harga saham digunakan sebagai proksi nilai perusahaan karena harga saham merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila investor ingin memiliki suatu bukti kepemilikan atas suatu perusahaan. Jadi semakin tinggi nilai perusahaan semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan. Masih menurut Wright & Ferris (1997), *return* saham merupakan pencerminan kemampuan unit bisnis menghasilkan keuntungan yang telah menggunakan sumber daya perusahaan secara efisien. Dengan demikian semakin tinggi keuntungan perusahaan semakin tinggi nilai perusahaan.

Tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tetap mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen & Smith, 1984; Fama & French, 1998). Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden. Ketiga keputusan keuangan tersebut secara bersama-sama menentukan nilai perusahaan. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Keputusan tersebut saling berkaitan antara satu dengan lainnya sehingga harus memperhatikan dampak bersama dari ketiganya terhadap harga pasar saham perusahaan.

a) *Price Book Value (PBV)*

Price book value (PBV) termasuk ke dalam jenis rasio penilaian atau rasio pasar. Rasio pasar atau rasio penilaian merupakan ukuran kinerja yang paling menyeluruh untuk suatu perusahaan karena mencerminkan pengaruh gabungan dari rasio hasil pengembalian dan resiko. Rasio PBV ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai perusahaan yang terus bertumbuh. Sebuah perusahaan yang dijalankan dengan baik dengan manajemen yang kuat harus mempunyai nilai pasar yang lebih tinggi daripada nilai buku historis aktiva fisiknya.

Menurut Damodaran A, (2002) menyatakan *price book value* (PBV) adalah perbandingan antara harga pasar per saham dengan nilai buku per saham. Hubungan antara nilai buku dan harga selalu menarik perhatian para investor. Saham-saham yang dijual dibawah nilai buku *equity* selalu dianggap saham *undervalue*, sebaliknya saham-saham yang dijual lebih tinggi dari nilai bukunya dianggap *overvalue*.

Nilai pasar dari *equity* dalam satu perusahaan mencerminkan pengharapan dari kekuatan *earning* dan arus kas perusahaan. Nilai buku dari *equity* adalah perbedaan antara nilai buku asset dengan nilai buku kewajiban (*liabilities*). Nilai buku dari asset pada umumnya dinyatakan melalui nilai asset pada saat dibeli (*original price*) dikurangi depresiasi dari asset tersebut. Konsekuensinya, nilai buku suatu asset akan berkurang dengan bertambahnya umur asset tersebut. Begitu pula, nilai buku kewajiban mencerminkan nilai-nilai pokok dari kewajiban. Karena nilai buku suatu asset mencerminkan biaya pada saat dibeli (*original cost*), nilai buku dapat berbeda-beda secara signifikan dari harga pasar (*market value*) jika kekuatan *earning* dari asset meningkat atau menurun secara signifikan sejak asset tersebut diperoleh.

Rasio harga pasar saham terhadap nilai bukunya memberikan indikasi lain tentang bagaimana investor memandang suatu perusahaan. Perusahaan yang tingkat pengembalian atas ekuitasnya relatif tinggi biasanya menjual sahamnya dengan penggandaan nilai buku yang lebih

tinggi dari perusahaan lain yang tingkat pengembaliannya rendah, (Weston, J.F dan E.F. Brigham, 1993).

Price to book value (PBV) merupakan rasio yang menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif besar terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Semakin tinggi rasio tersebut berarti semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Dengan demikian, rasio harga terhadap nilai buku adalah perbandingan antara harga pasar nilai bukunya. Adapun rumusnya sebagai berikut :

$$PBV = \frac{\text{HargaPerLembarSaham}}{\text{NilaiBukuEkuitasPerLembarSaham}}$$

Beberapa alasan mengapa mengapa investor sering menggunakan *price to Book Value* (PBV) dalam analisis investasi, yaitu

- a. Nilai buku mempunyai intuitif yang relatif stabil yang dapat diperbandingkan dengan harga pasar. Investor yang kurang percaya dengan *discounted cash flow* dapat menggunakan *price book value* sebagai perbandingan
- b. Nilai buku memberikan standar akuntansi yang konsisten untuk semua perusahaan, PBV dapat diperbandiinnngkan dengan perusahaan-perusahaan yang sama sebagai petunjuk adanya *undervalue* dan *overvalue*.

- c. Perusahaan-perusahaan yang *earning* negatif, yang tidak bisa dinilai dengan menggunakan *price earning ratio* (PER) dapat dinilai dengan menggunakan *price to book value*.

Selain kelebihan, terdapat pula kelemahan dalam pengukuran dan penggunaan *price to book value* sebagai berikut :

- a. Nilai buku, sama halnya dengan *earning*, dipengaruhi oleh keputusan akuntansi terhadap depresiasi dan variabel-variabel lain. Bila standar akuntansi keuangan yang digunakan perusahaan berbeda-beda, maka PBV tidak dapat diperbandingkan diantara perusahaan tersebut.
- b. Nilai buku tidak mempunyai banyak arti bagi perusahaan-perusahaan jasa yang tidak memiliki asset berwujud yang cukup berarti.
- c. Nilai buku dari *equity* dapat menjadi negatif, jika suatu perusahaan mempunyai laporan *earning* yang negatif secara terus-menerus sehingga menyebabkan rasio PBV menjadi negatif.

J. Pola Hubungan Teoritis Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance*, *Leverage*, Keputusan Investasi, keputusan Pendanaan, kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan

- a) Struktur kepemilikan Terhadap Nilai perusahaan

Penelitian mengenai struktur kepemilikan dan nilai perusahaan dilakukan oleh Wahyudi dan Prasetyaning (2006) hasilnya menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Struktur Kepemilikan akan mempengaruhi perilaku dan performansi perusahaan (Pierce, 2003). Menurut Villalonga dan Amit (2004), kepemilikan keluarga akan menciptakan nilai serta memperbaiki kinerja perusahaannya jika disertai beberapa bentuk kontrol dan manajemen keluarga tersebut. Struktur Kepemilikan ini juga akan mempengaruhi perilaku perusahaan karena adanya pergantian kepemimpinan sehingga akan merubah performansi perusahaan. Lemmon dan Lins (2003), meneliti 800 perusahaan di negara-negara asia timur. Mereka meneliti pengaruh struktur kepemilikan terhadap performansi perusahaan. Kesimpulannya ialah bahwa perusahaan yang melakukan pemisahan antara pemilik dan manager lalu melakukan kontrol yang kuat cenderung memiliki performansi perusahaan yang lebih jelek.

Fuerst dan Kang (2000) menemukan hubungan yang positif antara *insider ownership* dengan nilai pasar setelah mengendalikan kinerja perusahaan. Nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat monitoring yang efektif (Slovin dan Sushka, 1993). Hubungan antara *analysts coverage* yang merupakan *external monitoring function* dan

Tobins'Q sebagai proksi nilai perusahaan adalah positif dan signifikan (Chen dan Steiner, 2000).

Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (*signaling theory*). Peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar (Brigham, 1999). Peningkatan dividen dilakukan untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal dan perbankan. Dividen mengandung informasi atau sebagai isyarat (*signal*) akan prospek perusahaan (Roseff, 1982). Pendapat Roseff didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Asquith dan Mullins (1983), bahwa pengumuman meningkatnya dividen telah meningkatkan *return* saham, dan dapat digunakan untuk menangkal isu-isu yang tidak diharapkan perusahaan di masa mendatang. Masulis (1980) melakukan penelitian dalam kaitannya dengan relevansi keputusan pendanaan, menemukan bahwa sehari sebelum dan sesudah pengumuman peningkatan proporsi hutang terdapat kenaikan *abnormal return*, sebaliknya pada saat perusahaan mengumumkan penurunan proporsi hutang berpengaruh kepada penurunan *abnormal return*.

b) *Corporate Governance* Terhadap Nilai Perusahaan

Kusumawati dan Riyanto (2005), menguji apakah variabel *corporate governance* yang berupa tingkat transparansi GCG dan ukuran dewan komisaris memiliki hubungan dengan nilai perusahaan. Mereka menemukan bahwa (1) tingkat transparansi GCG berhubungan positif dengan nilai pasar perusahaan, (2) jumlah komisaris terbukti berhubungan positif dengan nilai perusahaan, (3) tingkat *cross-directorship* berhubungan negatif dengan nilai perusahaan. Data yang digunakan adalah laporan tahunan 2001 perusahaan yang listing di BEJ.

Black et al. (2003), menguji apakah *corporate governance* mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Mereka menemukan bahwa investor menilai *earnings* atau arus deviden yang sama dengan lebih tinggi untuk perusahaan yang menerapkan GCG dengan lebih baik. Penelitian ini menggunakan sampel 535 perusahaan yang listing di Bursa Efek Korea. Klapper dan Love (2002) menemukan adanya hubungan positif antara *corporate governance* dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA dan Tobin's Q. Penelitian ini menggunakan sampel 374 perusahaan di 14 negara.

Chong dan Silanes (2006) menemukan bahwa perusahaan dengan *corporate governance* yang lebih baik memiliki nilai Tobin's Q dan *Price-Book value* yang lebih tinggi. Penelitian ini menggunakan sampel 150 perusahaan yang *listing* di *Mexican Stock Exchange* pada tahun 2002

Brown dan Caylor (2004) meneliti mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja operasional (*return on equity, profit margin,*

and sales growth), penilaian (Tobin's Q) dan *shareholder payout* (*dividend yield* dan *share repurchases*). *Corporate governance* diukur dengan menggunakan *Gov-Score*, yang berdasar pada data yang disediakan *Institutional Shareholder Services*. *Gov-Score* merupakan campuran dari 51 faktor yang mencakup 8 kategori *corporate governance* antara lain audit dan *board of directors*. Hasil penelitiannya menyebutkan bahwa perusahaan dengan tata kelola yang lebih baik relatif lebih *profitable*, memiliki Tobin's Q yang lebih dan pembayaran kepada pemegang saham yang lebih baik.

Siallagan dan Machfoedz (2003) meneliti mengenai mekanisme *corporate governance*, kualitas laba dan nilai perusahaan dengan alat analisis *generalized least square*. Hasilnya menunjukkan bahwa kualitas laba dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, dewan komisaris dan komite audit. Sedangkan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kualitas laba dan mekanisme *corporate governance*.

Beberapa bukti empiris yang menunjukkan bahwa pelaksanaan *good corporate governance* dapat memperbaiki kinerja perusahaan antara lain: (1) Penelitian yang dilakukan oleh Ashbaugh, *et al.* (2004) terhadap 1500 perusahaan di Amerika Serikat, menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang melaksanakan *good corporate governance* mengalami peningkatan peringkat kredit (*firm credit rating*) yang signifikan, (2) Penelitian yang dilakukan oleh Alexakis *et al.* (2006) terhadap perusahaan-perusahaan yang *listing* di pasar modal Yunani menunjukkan bahwa,

perusahaan-perusahaan yang melaksanakan *corporate governance* secara baik mengalami peningkatan rata-rata return saham, dan mengalami penurunan risiko yang signifikan, (3) Penelitian yang dilakukan Drobetz, *et al.* (2003) terhadap perusahaan-perusahaan yang listing di pasar modal Jerman menunjukkan bahwa, perusahaan-perusahaan yang melaksanakan *good corporate governance* mengalami peningkatan *expected stock return* yang signifikan, (4) Penelitian yang dilakukan oleh Firth *et al.* (2002) terhadap perusahaan-perusahaan yang listing di pasar modal Hongkong menunjukkan bahwa, perusahaan-perusahaan yang melaksanakan *good corporate governance* mengalami peningkatan kinerja perusahaan (*corporate performance*) yang signifikan. Demikian pula dengan penelitian yang dilakukan oleh Brown dan Caylor (2004) di Georgia, juga menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang melaksanakan *good corporate governance* mengalami peningkatan kinerja perusahaan (*corporate performance*) yang signifikan. Penelitian yang dilakukan oleh Cornett *et al.* (2005) terhadap perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam S&P 100, juga menunjukkan hasil yang sama dimana perusahaan-perusahaan yang melaksanakan *good corporate governance* mengalami peningkatan kinerja perusahaan yang signifikan. Brown dan Caylor (2004) menunjukkan bahwa penerapan *good corporate governance* secara signifikan dapat meningkatkan *return on equity*, *net profit margin*, Tobin's Q..

c) Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan

Efek langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi itu sendiri melalui pemilihan proyek atau kebijakan lainnya seperti menciptakan produk baru, penggantian mesin yang lebih efisien, pengembangan *research and development* (Myers, 1977; Wright & Ferris, 1977).

Keputusan investasi dalam penelitian ini dibangun melalui lima indikator yang dikelompokkan pada *assets in place*, realisasi pertumbuhan dan *investment opportunity*. Kelima indikator tersebut menunjukkan bahwa *investment opportunity* lebih kuat dan bermakna dibandingkan dengan indikator lainnya dalam membentuk keputusan investasi yang dilakukan perusahaan publik di Indonesia di bandingkan dengan perusahaan publik di Negara lain seperti Amerika Serikat (Smith & Watts, 1992; Gaver & Gaver, 1993; Kallpur dan Trombley, 1999).

Apabila dikaji melalui teori sinyal (*signaling theory*), pengeluaran modal perusahaan (*capital expenditure*) tampak sangat penting dalam upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan. Karena jenis investasi tersebut akan member sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan pada masa yang akan datang, dan mampu meningkatkan nilai pasar perusahaan yang diproksi melalui *return* saham (Mc Connel & Muscarella, 1984; Trueman, 1986; Fama & French, 1998).

Chen et.al (1990), dan Fama & French (1998) menyatakan bahwa pengeluaran investasi memberi sinyal positif tentang pertumbuhan

perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham perusahaan sebagai indikator nilai perusahaan.

d) Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan

Modigliani & Miller (1963), De Angelo & Masulis (1980), Masulis (1980), Bradley et al (1984), dan Park & Evan (1996), mengatakan bahwa keputusan pendanaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Apabila pendanaan didanai melalui hutang, maka peningkatan tersebut terjadi akibat dari efek *tax deductible*. Artinya bahwa perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat memberi manfaat bagi pemegang saham.

Sedangkan apabila perusahaan meningkatkan pendanaan perusahaan melalui laba ditahan atau penerbitan saham baru, maka resiko keuangan perusahaan semakin kecil. Masulis (1980) yang mengacu dari teori sinyal (*signaling theory*), menyatakan bahwa nilai perusahaan pada hari pengumuman dan sehari setelah pengumuman perusahaan meningkatkan proporsi hutang ternyata meningkatkan harga saham.

Masih berhubungan dengan teori sinyal, bahwa peningkatan hutang juga dapat diartikan pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya di masa mendatang atau resiko bisnis yang rendah, Brigham et.al (1999), sehingga penambahan hutang telah member sinyal positif.

e) Kebijakan deviden terhadap Nilai perusahaan

Muslikh (1995) bahwa kebijakan deviden berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (harga saham). Teori ini didukung juga dengan penilaian atas perusahaan yang dinilai berdasarkan aliran kas yang akan diterima oleh pemegang saham. Deviden merupakan aliran kas masuk bagi pemegang saham, jadi semakin tinggi deviden, pemegang saham akan semakin sejahtera atau kaya.

Sejalan dengan Litner (1962), Gordon (1963), Bhattacharya (1979) tentang *bird in the hand theory*, pemegang saham lebih menyukai deviden tinggi karena memiliki kepastian yang tinggi dibandingkan dengan deeviden yang akan dibagikan dimasa depan dan *capital gain*.

Menurut Rozeff (1982) bahwa pembayaran deviden berisi informasi/ isyarat tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Pendapat Rozeff didukung juga hasil penelitian yang dilakukan oleh Iharony & Swary (1980) dan Asquish & Mullins (1984), bahwa pengumuman meningkatkan deviden telah meningkatkan *return* saham, dan dapat digunakan untuk menangkai isu-isu yang tidak diharapkan perusahaan dimasa yang akan datang.

Alli et al. (1983) membedakan variabel yang akan mempengaruhi pembayaran deviden, diantaranya batasan legal, posisi likuiditas, ketiadaan sumber pembayaran yang lain, prediksi penerimaan, control kepemilikan dan inflasi.

K. Penelitian sebelumnya

Penelitian mengenai hubungan *good corporate governance* dengan kinerja perusahaan memberikan hasil yang bervariasi. Beberapa penelitian menunjukkan tidak ada hubungan *corporate governance* dengan kinerja perusahaan, misalnya hasil penelitian Daily et al (1998), Kakabadse et al (2003) dan Young (2003).

Namun terdapat juga penelitian yang menyimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki *poor performance* disebabkan karena *poor governance*. Simpulan ini didukung oleh Gompers et al (2003) yang menemukan hubungan positif antara indeks *corporate governance* dengan kinerja perusahaan jangka panjang. Menurut Kakabadse (2001) perbedaan hasil penelitian tersebut disebabkan oleh beberapa hal, yaitu: perspektif teoritis yang diterapkan, metodologi penelitian, pengukuran kinerja dan perbedaan pandangan atas keterlibatan dewan dalam pengambilan keputusan.

Faccio dan Ameziane (1999) dalam penelitiannya mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial dan struktur dewan dapat meningkatkan kinerja perusahaan yang diukur menggunakan *return on equity* (ROE). Kang dan Asghar (2000) dalam penelitiannya ditemukan bukti bahwa terdapat hubungan secara signifikan antara struktur kepemimpinan dewan dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan *return on investment* (ROI). Maher dan Anderson (2001) dalam penelitiannya mengemukakan

bahwa *good corporate governance* selain dapat mempengaruhi kinerja perusahaan juga mempunyai pengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi.

Secara ringkas penelitian terdahulu dapat dipaparkan dalam tabel 2.2 berikut:

Tabel 6. Ringkasan Penelitian Terdahulu

No.	Nama Peneliti	Variabel	Hasil Penelitian
1.	Klepper, L.F Dan Love, I. (2002)	<i>Corporate governance</i> dan nilai perusahaan	Menemukan adanya pengaruh positif antara <i>Corporate Governance</i> terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Perusahaan yang menerapkan <i>Corporate Governance</i> secara konsisten akan memperoleh manfaat yang lebih besar pada Negara yang lingkungan hukumnya buruk.
2.	Drobetz, W., Schillhofer, A. And Zimmermann, H (2003)	<i>Corporate governance</i> dan nilai perusahaan	Perusahaan yang memiliki peringkat <i>Corporate Governance</i> yang tinggi akan memiliki nilai perusahaan (<i>Tobin's Q</i>) yang tinggi pula. Pengaruhnya tidak hanya signifikan secara statistic namun juga sangat penting kekuatannya (<i>magnitude</i>) dari sudut pandang ekonomi.
3.	Gompers, P Ishii, L and Matrick, A. (2003)	<i>Corporate governance</i> dan kinerja perusahaan	Perusahaan yang memiliki budaya <i>Corporate Governance</i> yang bagus (<i>democratic portofolio</i>) bisa memperoleh <i>return</i> tahunan 8,5 persen lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang budaya <i>Corporate Governance</i> -nya rendah (<i>dictator portofolio</i>). Ditemukan hubungan positif antara indeks <i>Corporate Governance</i> dengan kinerja perusahaan jangka panjang



4.	Mitton, T (2002)	Corporate governance dan kinerja perusahaan	Menunjukkan bahwa indikator indikator yang berkaitan dengan corporate governance mempunyai dampak yang kuat terhadap kinerja perusahaan selama periode krisis di Asia (1997-1998)
5.	Facio dan Amaziane (1999)	Kepemilikan manajerial dan struktur dewan, kinerja perusahaan	Kepemilikan manajerial dan struktur dewan dapat meningkatkan kinerja perusahaan melalui <i>return on equity</i> (ROE)
6.	Chou (2007)	Kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan	Kepemilikan manajerial berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan dengan <i>Tobin's Q</i> sebagai ukurannya.
7	Bathala, et.al., (1994)	Kepemilikan institusional dan nilai perusahaan	Kepemilikan institusional menggantikan kepemilikan manajerial dalam mengontrol <i>agency cost</i> . Semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi keuangan untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan
8	Asquish & Mullins (1984)	Kebijakan deviden dan <i>return</i> saham	Pengumuman tentang peningkatan deviden telah meningkatkan <i>return</i> saham yang dapat digunakan untuk menangkan isu-isu yang tidak diharapkan oleh perusahaan pada masa yang akan datang.
.9	Litner (1962)	Kebijakan deviden dan nilai perusahaan	Kebijakan deviden berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (harga saham).
10.	Crutchley, et.al. (1999)	Kepemilikan institusional dan <i>agency cost</i>	Kepemilikan institusional dapat menurunkan <i>agency cost</i> karena dengan adanya monitoring yang efektif oleh pihak institusional

			dapat mengurangi penggunaan utang.
11.	Xie, Davidson dan Dadalt (2003)	Dewan komisaris	Semakin banyak dewan komisaris maka pembatasan terhadap tindak kecurangan dapat dilakukan lebih efektif.
12.	Yemarck, (1996), Eisemberg, Sundagren dan wells (1998)	Dewan komisaris dan kinerja perusahaan	Menemukan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.
13.	Eisemberg, <i>et. al.</i> , (1998)	Dewan direksi dan kinerja perusahaan	Terdapat hubungan positif antara ukuran dewan dengan kinerja perusahaan.
14.	La Porta, <i>et. al.</i> , (2002)	Perlindungan investor, kepemilikan minoritas dan nilai perusahaan	Terdapat penilaian yang lebih tinggi (<i>Tobin's Q</i> dan <i>cash flow to price</i>) untuk perusahaan-perusahaan dengan perlindungan terhadap investor minoritas yang lebih tinggi. Sebaliknya perusahaan dengan perlindungan investor yang rendah mendapat ganjaran dengan penilaian yang lebih rendah.
15.	Klein, (2002)	Komite audit, laba	Perusahaan yang memiliki komite audit independen melaporkan laba dengan kandungan akrual diskresioner yang lebih kecil.
16.	Siallagan dan Machfoedz (2003)	<i>Corporate governance</i> , kualitas laba dan nilai perusahaan	Kualitas laba dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, dewan komisaris dan komite audit
17.	Chen, <i>et. al.</i> , (1990) Fama & French (1998)	Keputusan investasi dan nilai perusahaan	Pengeluaran investasi member sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang datang, sehingga akan meningkatkan harga saham perusahaan sebagai indicator nilai perusahaan.
18.	Modigliani & Miller (1963), De Anggelo dan Masulis (1980),	Keputusan Pendanaan dan nilai perusahaan	Keputusan pendanaan dapat meningkatkan nilai perusahaan, dimana pendanaan melalui hutang mengakibatkan efek <i>tax</i>

	Bradley, <i>et al.</i> , (1984), dan Park & Evan (1996)		<i>deductible</i> yang artinya bahwa perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat member manfaat bagi pemegang saham.
--	---	--	--

Sumber : Beberapa penelitian dan dikembangkan untuk disertasi ini

BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

A. Kerangka Konseptual

Teori keagenan (*agency theory*) menjelaskan, bahwa hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut (Jensen dan Meckling, 1976). Sebagai pengelola perusahaan, manajer akan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan dibandingkan pemilik (pemegang saham).

Perilaku manipulasi oleh manajer yang berawal dari konflik kepentingan tersebut dapat diminimumkan melalui suatu mekanisme monitoring yang bertujuan untuk menyelaraskan (*alignment*) berbagai kepentingan tersebut. Pertama, dengan memperbesar kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*managerial ownership*) (Jensen dan Meckling, 1976), sehingga kepentingan pemilik atau pemegang saham akan dapat disejajarkan dengan kepentingan manajer. Kedua, kepemilikan saham oleh investor institusional. Moh'd et al. (1998) menyatakan, bahwa investor institusional merupakan pihak yang dapat memonitor agen dengan kepemilikannya yang besar, sehingga motivasi manajer untuk mengatur laba menjadi berkurang. Ketiga, melalui peran monitoring oleh dewan

komisaris (*board of directors*) serta memaksimalkan fungsi komite audit yang ada dalam perusahaan. Dechow *et al.* (1996) dan Beasley (1996) menemukan hubungan yang signifikan antara peran dewan komisaris dengan pelaporan keuangan. Selain itu juga ditemukan bahwa ukuran dan independensi dewan komisaris mempengaruhi kemampuan mereka dalam memonitor proses pelaporan keuangan.

Jensen dan Meckling (1976) berargumentasi bahwa konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian dalam perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Struktur kepemilikan saham dalam suatu perusahaan terdiri atas kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi dan kepemilikan saham oleh manajerial. Kepemilikan oleh pihak manajerial jumlahnya relatif kecil, tetapi mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan..

Surya dan Yustlavandana (2006) menyatakan bahwa untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat menerapkan prinsip - prinsip dasar *good corporate governance* (GCG). Penerapan *corporate governance* dapat dicerminkan dalam nilai perusahaan yang dilihat dari harga saham perusahaan yang bersangkutan. Arsjah (2002) meneliti hubungan rasio *Price to Book Value* dan *corporate governance*. Hasil dari penelitian tersebut menyatakan bahwa pengaruh *corporate governance* pada kinerja perusahaan adalah belum konsisten.

Penelitian yang dilakukan Yermack (1996), Eisenberg, Sundgren dan Wells 1998, dan Jensen (1993) dalam Ujiyanto dan Pramuka

menyimpulkan bahwa dewan komisaris yang berukuran kecil akan lebih efektif dalam melakukan tindakan pengawasan dibandingkan dewan komisaris berukuran besar. Ukuran dewan komisaris yang besar dianggap kurang efektif dalam menjalankan fungsinya karena sulit dalam komunikasi, koordinasi serta pembuatan keputusan.

Pada penelitian Tam *et al.* (2007) yang berfokus pada struktur kepemilikan mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh terhadap kinerja dari perusahaan tersebut dalam upaya untuk mencapai tujuan perusahaan, yaitu memaksimalkan nilai perusahaan.

Beberapa penelitian mengenai struktur kepemilikan dan keputusan keuangan pernah dilakukan oleh Crutchley (1999) dengan membangun sebuah model yang menunjukkan empat keputusan yang saling terkait menyangkut *leverage*, *dividend*, *insider ownership*, dan *institutional ownership* ditentukan secara simultan dalam kerangka *agency cost*. Penelitian Crutchley (1999), memberikan bukti bahwa ada keterkaitan antara keputusan *leverage*, *dividend payout ratio*, *insider ownership*, dan *institutional ownership* yang ditentukan secara simultan meskipun tidak menyeluruh. Pada penelitiannya Crutchley (1999) juga membuktikan bahwa kepemilikan institusional merupakan substitusi kepemilikan manajerial. Chen (2000) menemukan hubungan negatif antara *analyst coverage* dan kepemilikan manajerial, hal ini mendukung hasil penelitian Crutchley (1999.)

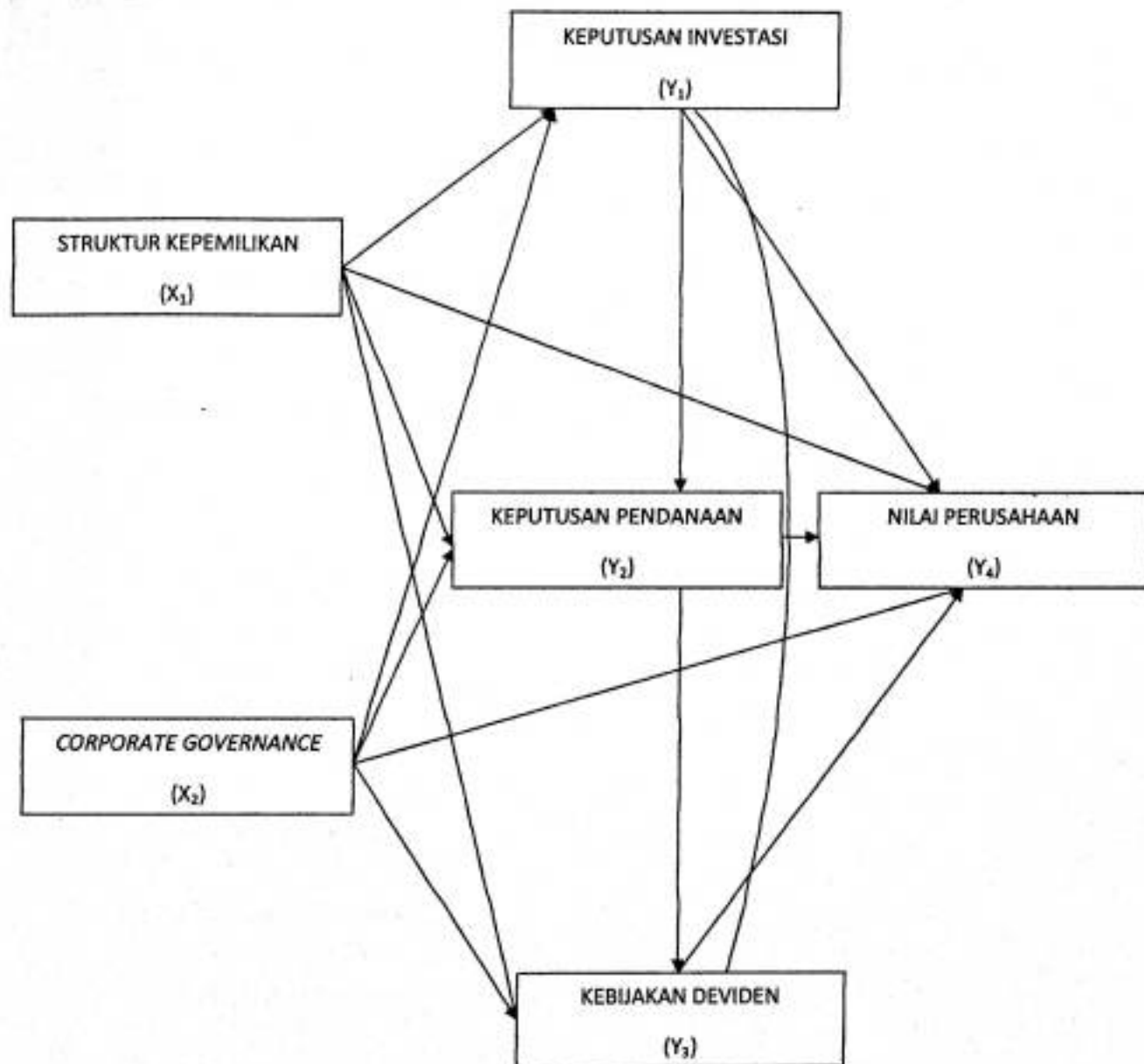
Kirchmaier dan Grant dalam Carter (2007) menyatakan bahwa *corporate governance* merupakan sebuah mekanisme yang dirancang untuk mengurangi konflik keagenan. *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI, 2006) menyatakan bahwa *corporate governance* adalah seperangkat peraturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, manajemen, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, dan para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka. Tujuan *corporate governance* adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi pihak-pihak yang memiliki kepentingan perusahaan yang menerapkan prinsip *good corporate governance* menerapkan informasi yang lebih cepat, akurat, dan lengkap. Penerapan dari *good corporate governance* yang baru diharapkan mampu meningkatkan harga saham perusahaan yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen&Smith 1984; Fama dan French 1998).

Jika dibandingkan dengan pembagian deviden dan nilai perusahaan yang diproksi berdasarkan *market value* maka terjadi kebalikan. Yaitu deviden menurun sedangkan harga saham meningkat. Berdasarkan teori *Bird in the hand theory* (Bhattacharya, 1979) mengatakan bahwa pemegang

saham lebih menyukai deviden yang tinggi karena memiliki kepastian yang tinggi dibandingkan dengan deviden yang akan dibagikan di masa depan dan *capital gain*. Demikian pula dengan teori *signaling* (Ross, 1977) yang menjelaskan bahwa pembayaran deviden berisi informasi atau isyarat tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang karena deviden merupakan aliran kas masuk bagi pemegang saham, sehingga semakin tinggi deviden pemegang saham semakin sejahtera.

KERANGKA MODEL PENELITIAN EMPIRIS



Gambar 4. Kerangka Penelitian Empiris

Sesuai dengan kerangka penelitian empiris pada gambar diatas, maka model yang dibangun adalah :

$$Y_1 = f(X_1, X_2) \quad (1)$$

$$Y_2 = f(X_1, X_2, Y_1) \quad (2)$$

$$Y_3 = f(X_1, X_2, Y_1, Y_2) \quad (3)$$

$$Y_4 = f(X_1, X_2, Y_1, Y_2, Y_3) \quad (4)$$

Persamaan empat dapat ditulis ulang kembali menjadi :

$$Y_4 = f(X_1, X_2, Y_1(X_1, X_2), Y_2(X_1, X_2, Y_1), Y_3(X_1, X_2, Y_1, Y_2)) \quad (4a)$$

Dimana :

X1 = Struktur Kepemilikan

X2 = *Corporate Governance*

Y1 = Keputusan Investasi

Y2 = Keputusan Pendanaan

Y3 = Kebijakan Deviden

Y4 = Nilai Perusahaan

Persamaan (4a) adalah suatu fungsi difungsi (system persamaan simultan), dimana model yang dikembangkan adalah :

1. Pengaruh struktur kepemilikan, *corporate governance* terhadap keputusan investasi

$$Y_1 = \rho_{y_1 x_1} X_1 + \rho_{y_1 x_2} X_2 + \rho_{y_1 \varepsilon_1} \varepsilon_1 \quad (5)$$

2. Pengaruh struktur kepemilikan, *corporate governance* dan keputusan investasi terhadap keputusan pendanaan

$$Y_2 = \rho_{y_2 x_1} X_1 + \rho_{y_2 x_2} X_2 + \rho_{y_2 y_1} Y_1 + \rho_{y_2 \varepsilon_2} \varepsilon_2 \quad (6)$$

3. Pengaruh struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi dan keputusan pendanaan terhadap kebijakan deviden

$$Y_3 = \rho_{y_3 x_1} X_1 + \rho_{y_3 x_2} X_2 + \rho_{y_3 y_1} Y_1 + \rho_{y_3 y_2} Y_2 + \rho_{y_3 \varepsilon_3} \varepsilon_3 \quad (7)$$

4. Pengaruh struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan

$$Y_4 = \rho_{y_4 x_1} X_1 + \rho_{y_4 x_2} X_2 + \rho_{y_4 y_1} Y_1 + \rho_{y_4 y_2} Y_2 + \rho_{y_4 y_3} Y_3 + \rho_{y_4 \varepsilon_4} \varepsilon_4 \quad (8)$$

Tabel 7. Kedudukan Variabel Penelitian, Sifat Pengaruh Antar Variabel dan teori/ Penelitian yang Mendukung

No	Variabel yang mempengaruhi	Variabel yang dipengaruhi	Sifat Prediksi Pengaruh	Teori/ Penelitian Pendukung Sebelumnya
1.	Struktur Kepemilikan	Keputusan Investasi	Positif	Roseff (1982), Graves dan Waddock (1990), Porter (1992), Gillian dan Stark (2000),
2.	Struktur Kepemilikan	Keputusan Pendanaan	Negatif	Fried dan Lang (1988), Jensen, Solberg and Zorn (1992)
3.	Struktur Kepemilikan	Kebijakan Deviden	Negatif	Roseff (1982), Zolberg and Zorn (1992)
4.	Struktur Kepemilikan	Nilai Perusahaan	Positif	Tam, <i>et.al.</i> (2007) Jensen dan Meckling (1976), Itturiaga dan Sanz (1998), Fuerst dan Kang (2000), Chen dan Steiner (2000), McConnel dan Servaes (1990), Chou, <i>et.al</i> (2007)
5.	<i>Corporate Governance</i>	Keputusan Investasi	Positif	Shleifer dan Vishny (1997), Mitton (2002), Gompers, <i>et.al</i> (2003), Dechow, <i>et.al</i> (1996), Bashley, (1996), Baird, (2000)
6.	<i>Corporate Governance</i>	Keputusan Pendanaan	Positif	Fama and French, (1998), Gompers, <i>et.al</i> (2003)
7.	<i>Corporate Governance</i>	Kebijakan Deviden	Positif	Mitton (2004), Park, Park dan Hwang (2005),
8.	<i>Corporate Governance</i>	Nilai Perusahaan	Positif	Siagian dan Machfoedz (2006), Dalton, <i>et.al</i> (1999), Yermack,

			Negatif	(1996), Daily & Dalton (1993), Stream & Mizruchi, (1993), Kusumawati dan Riyanto (2005), Klepper dan Love (2002), Chong dan Silanes (2006) Eisenberg, <i>et al</i> (1998), Baysinger, Kosnik dan Turk, (1991), Goodstein & Boeker, (1991)
9.	Keputusan Investasi	Keputusan Pendanaan	Positif	Myers (1984), Myers & Majluf (1984), Barclay, <i>et al</i> (1998),
10.	Keputusan Investasi	Kebijakan Deviden	Negatif	Myers (1984), Myers & Majluf (1984), Kaaro dan Hartono (2002)
11.	Keputusan Investasi	Nilai Perusahaan	Positif	Modigliani & Miller (1961), Ross, (1977), Fama & French (1998), Fama, (1978), Smith dan Watts, (1992), Gaver & Gaver (1993),
12.	Keputusan Pendanaan	Kebijakan Deviden	Negatif	Roseff (1982), Myers & Majluf (1984), Esterbrook (1984), Crutchley dan Hansen (1989), Jensen, Solberg dan Son (1992), Gaver dan Gaver (1993), Hartono (2005)
13.	Keputusan Pendanaan	Nilai perusahaan	Positif	Masulis (1980), Eckbo (1986), Mikkelson & Partch (1986), Brigham (1999)
14.	Kebijakan Deviden	Nilai Perusahaan	Positif	Litner (1962), Gordon, (1963), Bhattacharya, (1979), Roseff, (1982), Asquish dan Mullins

				(1983), Miller & Rock (1985)
--	--	--	--	---------------------------------

Sumber : Hubungan variabel dan dikembangkan untuk disertasi ini

B. Hipotesis

Berdasarkan permasalahan, telaah teoritik dan kerangka konseptual yang telah dikemukakan, maka hipotesis yang diajukan adalah :

1. Struktur kepemilikan, *Corporate Governance*, berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi.
2. Struktur kepemilikan, *Corporate Governance*, keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan.
3. Struktur kepemilikan, *Corporate Governance*, keputusan investasi dan keputusan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan deviden.
4. Struktur kepemilikan, *Corporate Governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

BAB IV

METODE PENELITIAN

A. Rancangan Penelitian

Rancangan penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Explanatory Reseach* yaitu menjelaskan gejala yang ditimbulkan oleh suatu penelitian. Penelitian ini dilakukan dengan mengkonfirmasi dan menguji hubungan kausal antar variabel yang dilakukan dengan menguji hipotesis dengan menggunakan persamaan struktural.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan data gabungan antara *time series* dan *cross section* atau biasa juga disebut dengan *Polling data*. Data ini digunakan untuk mendapatkan nilai dari variabel-variabel yang akan diteliti yaitu pengaruh struktur kepemilikan, *corporate governance* dan keputusan keuangan terhadap kinerja perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI).

B. Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur *Go Public* yang *Listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama kurun waktu 2001-2009. Teknik yang dipakai dalam pengambilan sampel adalah dengan menggunakan *Simple Random Sampling* yaitu pengambilan sampel

dilakukan secara acak tanpa memperhatikan strata (tingkatan) dalam anggota populasi tersebut. Berdasarkan populasi, maka sampel yang memenuhi kriteria adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan tersebut *Listing* di Bursa Efek Indonesia Selama periode pengamatan dan tidak pernah *delisting* selama periode pengamatan mulai tahun 2001 sampai dengan tahun 2009.
2. Merupakan perusahaan yang masuk dalam kelompok industri Manufaktur sebagaimana dikelompokkan dalam *Indonesia Capital Market Directory*. Pemilihan sampel ini didasarkan bahwa industri manufaktur adalah penyumbang terbesar dari PDB Indonesia yang terus mengalami penurunan pertumbuhan dari tahun ke tahun
3. Perusahaan tersebut menggunakan Bulan Desember sebagai tahun fiscal
4. Tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh manajerial dan institusional
5. Tersedia data tentang jumlah anggota dewan direksi (*board size*), proporsi anggota dewan komisaris independen (*board independent*) dan komite audit (*audit committee*)
6. Mempublikasikan data laporan keuangan berupa neraca dan rugi/laba harga perdagangan saham dan harga penutupan saham dan jumlah saham yang beredar yang diperoleh dari *JSX Monthly Statistic* dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.

7. Tidak memiliki laba dan total ekuitas negatif selama periode pengamatan pada tahun 2001 sampai dengan 2009.

Berdasarkan tahapan pemilihan sampel yang dilakukan, dari kriteria yang telah dibuat, maka dibawah ditampilkan gambaran tahapan pemilihan sampel penelitian industri manufaktur periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2009 sebagai berikut:

Tabel 8. Proses Pemilihan Sampel

Keterangan/tahun	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
Jumlah Perusahaan Manufaktur	157	155	152	150	146	142	151	143	135
Memiliki ekuitas negatif	61	41	33	39	18	20	23	27	20
Data Struktur Kepemilikan	42	42	48	42	47	43	47	40	43
Data Dewan Direksi, Dewan Komisaris Independen dan Komite Audit	12	32	31	31	41	39	41	36	32
Total Perusahaan Manufaktur	40	40	40	40	40	40	40	40	40

Sumber : *Indonesian Capital market Directory*,

Prosedur pemilihan sampel adalah sebagai berikut :

1. Mengidentifikasi jumlah perusahaan manufaktur yang mempublikasikan diri pada Bursa Efek Indonesia secara konsisten selama Sembilan tahun terakhir yakni tahun 2001 sampai pada tahun 2009.
2. Menseleksi dan mengeluarkan perusahaan dari sampel, perusahaan yang memiliki laba dan ekuitas negatif selama periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2009.
3. Finalisasi jumlah perusahaan sampel.

Setelah melakukan seleksi terhadap populasi perusahaan manufaktur yang *Listing di Bursa Efek Indonesia (BEI)*, maka yang memenuhi kriteria untuk

dijadikan sebagai sampel adalah sebanyak 40 perusahaan dengan perincian sebagai berikut :

Tabel 9. Daftar Perusahaan Manufaktur yang Dijadikan Sampel

No	Nama Perusahaan	Kode	No	Nama Perusahaan	Kode
1	Asahimas Flat Glass Tbk	AMFG	21	Indorama Syntetics Tbk	INDR
2	Sucaco Tbk	SCCO	22	Intan Wijaya Internasional Tbk	INCI
3	tunas ridean	TURI	23	Cahaya Kalbar Tbk	CEKA
4	Alumindo Light Metal Tbk	ALMI	24	Intraco Penta Tbk	INTA
5	Aqua Golden Miss. Tbk	AQUA	25	Jaya Pari SteelTbk	JPRS
6	Astra Graphia Tbk	ASGR	26	Dynaplast Tbk	DYNA
7	Astra Internasional Tbk	ASII	27	Eratex Djaya Tbk	ERTX
8	Astra Otoparts Tbk	AUTO	28	Fast Food Tbk	FAST
9	Sepatu Bata Tbk	BATA	29	Kalbe Farma Tbk	KLBF
10	Arwana Citra Mulia	ARNA	30	Kimia Farma Tbk	KAEF
11	Betonjaya Manunggal Tbk	BTON	31	Mandom Indonesia Tbk	TCID
12	Citra Tubindo Tbk	CTBN	32	Mayora Tbk	MYOR
13	Delta Jakarta Tbk	DLTA	33	Metrodata Tbk	MTDL
14	Gajah Tunggal Tbk	GJTL	34	Multi Bintang Tbk	MLBI
15	Kageo Igar Jaya Tbk	IGAR	35	Pan Brother Tbk	PBRX
16	Hexindo Tbk	HEXA	36	Selamat Sempurna Tbk	SMSM
17	II M Sampoerna Tbk	HMSP	37	Semen Gresik Tbk	SMGR
18	Ekadharna Internasional	EKAD	38	Sorini Corporation Tbk	SOBI
19	Indocement Tunggal Perkasa Tbk	INTP	39	Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI
20	Colorfark Indonesia Tbk	CLPI	40	United Tractors Tbk	UNTR

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*

C. Jenis dan Sumber Data

1. Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersifat kuantitatif yaitu data yang berbentuk angka-angka dalam laporan keuangan. Sementara data primer dikumpulkan dengan menggunakan kuisioner.

2. Sumber Data

Adapun sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dan data primer. Data sekunder yaitu data dalam bentuk tulisan atau dokumen-dokumen perusahaan. Sementara data primer adalah data yang diperoleh melalui interview, wawancara dan kuisisioner. Oleh karena data yang diperoleh merupakan data dengan menggunakan skala *likert*, sementara untuk melakukan analisis diperlukan data interval maka digunakan *method of successive interval* merubah dari skala *likert* ke skala *interval*.

Adapun sumber-sumber data diperoleh dari :

1. Laporan keuangan dari perusahaan yang dijadikan sebagai sampel
2. *Indonesian Capital Market Directory* Jakarta tahun 2001-2009
3. *JSX Monthly Statistic*
4. *Web-site* Bursa Efek Indonesia
5. Kuisisioner melalui *e-mail* dengan dewan direksi, dewan komisaris independen, sekretaris perusahaan serta komite audit.

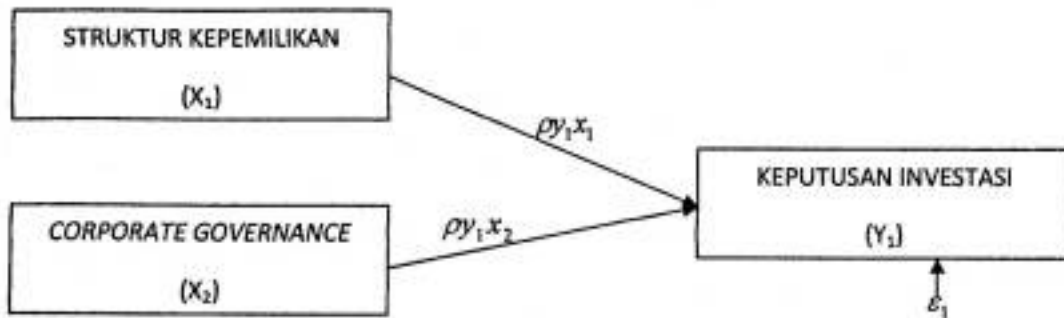
D. Metode dan Alat Analisis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan analisis jalur (*Path Analysis*).

Adapun persamaan struktur yang digunakan berdasarkan kerangka penelitian empiris adalah sebagai berikut :

1. Pengaruh struktur kepemilikan, *Corporate Governance*, terhadap keputusan investasi :

$$Y_1 = \rho_{y_1 x_1} X_1 + \rho_{y_1 x_2} X_2 + \rho_{y_1} \varepsilon_1 \quad (1)$$



Gambar 5. Sub Struktur -1. Hubungan Kausal X₁, X₂, Terhadap Y₁

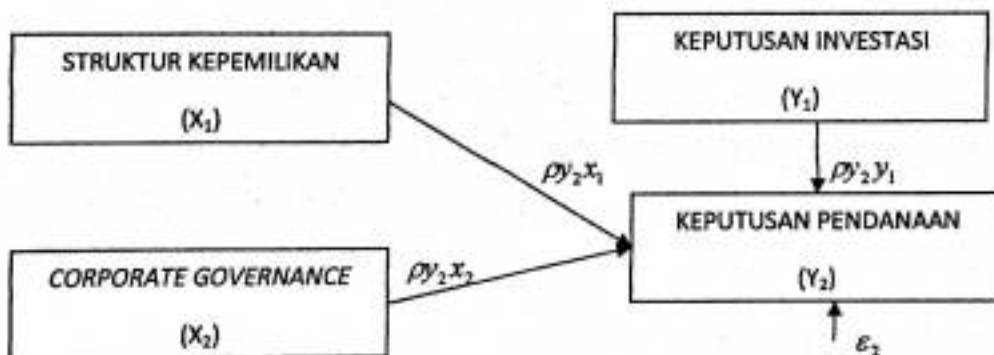
Keterangan :

Variabel Endogen (Y₁) = Keputusan Investasi

Variabel Eksogen (X₁, X₂) = Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance*

2. Pengaruh struktur kepemilikan, *Corporate Governance*, dan keputusan investasi terhadap keputusan pendanaan:

$$Y_2 = \rho_{y_2 x_1} X_1 + \rho_{y_2 x_2} X_2 + \rho_{y_2 y_1} Y_1 + \rho_{y_2} \varepsilon_2 \quad (2)$$



Gambar 6. Sub Struktur -2. Hubungan Kausal X_1 , X_2 dan Y_1 Terhadap Y_2

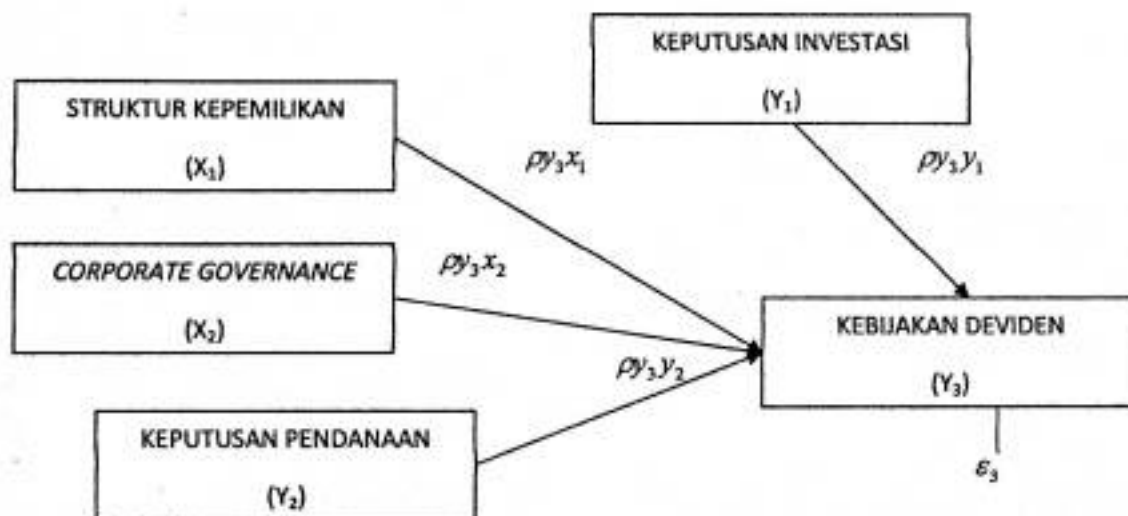
Keterangan :

Variabel Endogen (Y_2) = Keputusan Pendanaan

Variabel Eksogen (X_1 , X_2 , dan Y_1) = Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance*, dan Keputusan investasi

3. Pengaruh struktur kepemilikan, *Corporate Governance*, keputusan investasi dan keputusan pendanaan terhadap kebijakan dividen :

$$Y_3 = \rho_{y_3x_1}X_1 + \rho_{y_3x_2}X_2 + \rho_{y_3y_1}Y_1 + \rho_{y_3y_2}Y_2 + \rho_{y_3}\epsilon_3 \quad (3)$$



Gambar 7. Sub Struktur -3. Hubungan Kausal X_1 , X_2 , Y_1 dan Y_2 Terhadap Y_3

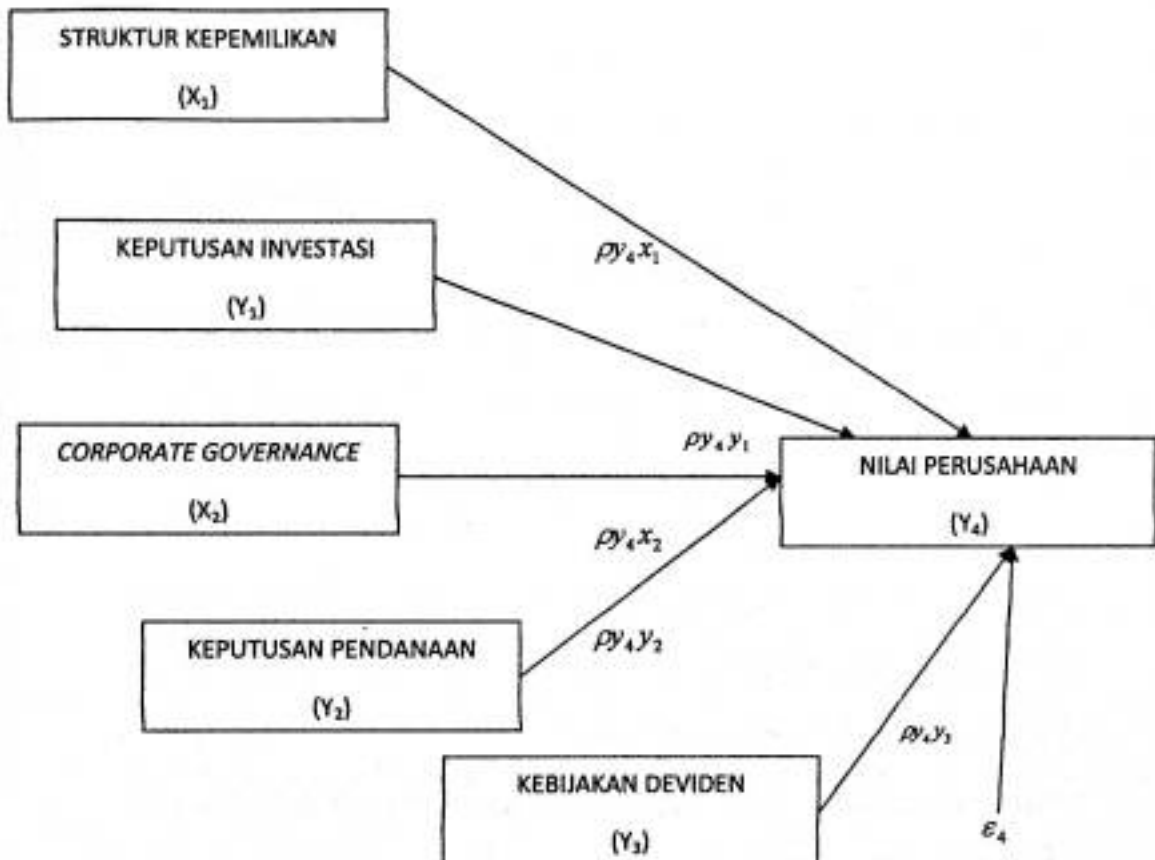
Keterangan :

Variabel Endogen (Y_3) = Kebijakan Dividen

Variabel Eksogen (X_1 , X_2 , Y_1 dan Y_2) = Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance*, Keputusan investasi dan Keputusan Pendanaan

4. Pengaruh struktur kepemilikan, *Corporate Governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan

$$Y_4 = \rho_{Y_4 X_1} X_1 + \rho_{Y_4 X_2} X_2 + \rho_{Y_4 Y_1} Y_1 + \rho_{Y_4 Y_2} Y_2 + \rho_{Y_4 Y_3} Y_3 + \rho_{Y_4} \varepsilon_4 \quad (4)$$



Gambar 8. Sub Struktur -4. Hubungan Kausal X_1 , X_2 , Y_1 , Y_2 , Y_3 Terhadap Y_4

Keterangan :

Variabel Endogen (Y_4) = Nilai Perusahaan

Variabel Eksogen (X_1 , X_2 , Y_1 , Y_2 , Y_3 terhadap Y_4) = Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance*, Keputusan investasi dan Kebijakan Deviden terhadap nilai perusahaan

E. Defenisi Operasional Variabel dan Pengukuran

Agar variabel yang tercakup dalam penelitian ini dapat memberikan arti yang dapat diukur, maka dibuat defenisi operasional dari masing-masing variabel sebagai berikut :

1. Struktur Kepemilikan adalah proporsi kepemilikan saham oleh manajerial, institusional dan publik dalam satu perusahaan *go public*.

a. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial (*Insider ownership*) adalah porsi atau persentase dari saham perusahaan yang dimiliki oleh orang dalam perusahaan (pemilik) dan manajemen terhadap total saham yang dikeluarkan oleh perusahaan (Rozeff, 1992 dan Mollah, *et al.*, 2000)

b. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional (*Institutional ownership*) adalah porsi atau persentase dari saham perusahaan yang dimiliki oleh badan atau lembaga terhadap total saham yang dikeluarkan oleh perusahaan (Rozeff, 1992 dan Mollah, *et al.*, 2000), termasuk di dalamnya adalah kepemilikan *public* atau saham perusahaan yang dimiliki oleh masyarakat.

2. *Corporate Governance* adalah merupakan suatu aturan main, prosedur dan hubungan yang jelas antara pihak yang mengambil keputusan dengan pihak yang melakukan control/pengawasan terhadap keputusan tersebut. *Corporate governance* diarahkan untuk mengawasi berjalannya

system *governance* dalam sebuah perusahaan (Walsh dan Seward, 1990)

a. Komite Audit

Komite audit bertanggung jawab untuk mengawasi laporan keuangan, mengawasi audit eksternal, dan mengamati sistem pengendalian internal (termasuk audit internal) dapat mengurangi sifat *opportunistic* manajemen yang melakukan manajemen laba (*earnings management*) dengan cara mengawasi laporan keuangan dan melakukan pengawasan pada audit eksternal. Komite audit diukur dengan jumlah anggota komite audit.

b. Dewan Komisaris Independen

Komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen. Diukur dari proporsi anggota dewan komisaris independen.

c. Dewan Direksi

Direksi sebagai organ perusahaan bertugas dan bertanggungjawab secara kolegal dalam mengelola perusahaan. Jumlah anggota direksi disesuaikan dengan kompleksitas perusahaan dengan tetap memperhatikan efektifitas dalam pengambilan keputusan secara

efektif, tepat dan cepat serta bertindak independen. Dewan Direksi diukur dengan jumlah anggota Dewan Direksi.

3. Variabel Keputusan Investasi

Investasi didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*Assets in place*) dan pilihan investasi dimasa yang akan datang dengan *Net Present Value* yang positif. Beberapa penelitian yang telah dilakukan yaitu misalnya Myers (1977), Kallapur & Trombley (1999,2001), Gaver & Gaver (1993), Smith & Wats (1992), Alnajjar & Balkaoui (2001), Kaaro (2002b), Pagalung (2002), Julianto & Jogiyanto (2002).

IOS (*Investment Opportunity Set*) digunakan sebagai proksi keputusan investasi, karena keputusan ini tidak dapat diamati secara langsung. Karena IOS sebagai variabel laten yang tidak dapat diukur secara langsung, maka perlu dibentuk atau dikonfirmasi dengan berbagai variabel terukur.

Adapun proksi IOS dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. **Book Value of Gross Property, Plant, and Equipment to the Book Value of the Assets Ratio (PPE/BVA)**

$$\text{Rasio PPE/BVA} = \frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}}{\text{Nilai Buku Total Aktiva}}$$

b. **Market to Book Value of Equity Ratio (MVE/BVE)**

Rasio MVE/BVE mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya (Smith dan Watts, 1992).

$$\text{Rasio MVE/BVE} = \frac{\text{Jumlah Lembar Saham Beredar} \times \text{Closing Price}}{\text{Total Ekuitas}}$$

c. Market Value to Book Value of Assets Ratio (MVA/BVA)

Proksi ini menunjukkan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan, terefleksi dalam harga saham (Kallapur dan Trombley, 1999).

$$\text{Rasio MVA/BVA} = \frac{(\text{Tt} \text{ Aset} - \text{Tt} \text{ Ekuitas}) + (\text{Jml Shm Beredar} \times \text{Closing Price})}{\text{Total Aset}}$$

d. Capital Addition to Assets Book Value Ratio (CAP/BVA)

Rasio CAP/BVA menunjukkan adanya aliran tambahan aktiva produktifnya, yang sekaligus menunjukkan adanya potensi pertumbuhan perusahaan (Kallapur & Trombley, 1999)

$$\text{Rasio CAP/BVA} = \frac{(\text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap}_{t-1})}{\text{Total Aset}}$$

e. Capital Addition to Assets Market Value Ratio (CAP/MVA)

Penggunaan *capital addition to assets market value ratio* sebagai proksi IOS dengan dasar pemikiran bahwa perusahaan yang bertumbuh memiliki level aktivitas investasi yang lebih tinggi (Kallapur dan Trombley, 1999).

$$\text{Rasio CAP/MVA} = \frac{(\text{Nilai buku aktiva tetap}_t - \text{Nilai buku aktiva tetap}_{t-1})}{(\text{Tt} \text{ Aset} - \text{Tt} \text{ Ekuitas}) + (\text{Jml Shm Beredar} \times \text{Closing Price})}$$

f. Price Earnig Ratio (PER)

PER menunjukkan perbandingan antara *closing price* dengan laba per lembar saham (*earning per share*) (Brigham, 1999: 92).

$$\text{PER} = \frac{\text{Closing Price}}{\text{EPS}}$$

4. Variabel Keputusan Pendanaan

Variabel endogen keputusan pendanaan dalam penelitian ini didefenisikan sebagai keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan. Keputusan pendanaan dikonfirmasi melalui variabel-variabel terukur, sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kallapur dan Trombley (1999); Smith dan Watts (1992) yaitu:

a. Book Debt to Equity Ratio (BDE)

Rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melauai hutang dengan pendanaan melalui ekuitas (Brigham, 1999:87).

$$\text{BDE} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

b. Book Debt to Asset Ratio (BDA)

Rasio ini mengukur persentase dana yang disesuaikan oleh kreditur dalam membiayai aktiva perusahaan (Brigham, 1999: 86).

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

c. Long Term Debt Equity Ratio (LDE)

Rasio ini menunjukkan perbandingan antara klaim keuangan jangka panjang yang digunakan untuk mendanai kesempatan investasi jangka panjang dengan pengembalian (*rate of return*) jangka panjang pula (Brigham dan Gapenski, 1996: 543).

$$\text{LDE} = \frac{\text{Total Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

d. Market Debt Equity Ratio (MDE)

Rasio ini menunjukkan perbandingan antara nilai buku hutang dengan nilai pasar ekuitas (Imam Subekti, 2000).

$$\text{MDE} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Closing Price}}$$

5. Variabel Kebijakan Dividen

Variabel endogen kebijakan deviden dalam penelitian ini menyangkut kebijakan perusahaan yang berhubungan dengan penentuan presentase laba bersih perusahaan yang dibagikan sebagai deviden kepada pemegang saham. Kebijakan deviden dikonfirmasi melalui *dividend payout ratio* dan *dividend yield* (Kallapur dan Trombley, 1999; Smith dan Watts, 1992; Imam Subekti, 2000)

a. Dividend Payout Ratio (DPR)

Rasio pembayaran deviden adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas (Brigham dan Gapenski, 1996: 450).

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen per Lembar Saham}}{\text{Laba per Lembar Saham}}$$

b. Dividend Yield Ratio

Rasio *dividend yield* menunjukkan perbandingan dividen per lembar saham yang dibagikan dengan harga pasar saham (Imam Subekti, 2000).

$$\text{Dividend Yield Ratio} = \frac{\text{Dividen per Lembar Saham}}{\text{Closing Price}}$$

6. Variabel Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan pada penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar. Karena nilai perusahaan adalah nilai yang dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Nilai perusahaan diukur dengan *Price Book Value* (PBV). Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham, 1999: 92).

$$\text{PBV} = \frac{\text{Harga Pasar per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku per Lembar Saham}}$$

Tabel 10. Ringkasan Defenisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Dimensi Variabel	Indikator	Skala
Struktur Kepemilikan	- Kepemilikan Manajerial yang diukur dari Proporsi atau persentase saham yang dimiliki oleh <i>insider</i>	Rasio

	(orang dalam atau manajemen) - Kepemilikan Institusional yang diukur dari proporsi atau persentase saham yang dimiliki oleh badan atau lembaga dan <i>public</i> (masyarakat)	Rasio
<i>Corporate Governance</i>	- Komite Audit yang diukur dari jumlah anggota komite audit	Rasio
	- Dewan Komisaris Independen yang diukur dari proporsi anggota dewan komisaris independen	Rasio
	- Dewan Direksi yang diukur dari jumlah anggota dewan direksi	Rasio
Keputusan Investasi	<i>Investmen Opportunity Set</i> - <i>Book Value of gross property, plant and equipment to book value of the assets ratio (PPE/BVA)</i> - <i>Market to Book Value of Assets Ratio (MVE/BVA)</i> - <i>Market Value to Book Value of Assets Ratio (MVA/BVA)</i> - <i>Capital Addition to Assets Book Value Ratio (CAP/BVA)</i> - <i>Capital Addition to Assets Market Value Ratio (CAP/MVA)</i> - <i>Price Earning Ratio (PER)</i>	Rasio Rasio Rasio Rasio Rasio Rasio

Keputusan Pendanaan	- <i>Book Debt to Equity Ratio (BDE)</i>	Rasio
	- <i>Book Debt to Assets Ratio (BDA)</i>	Rasio
	- <i>Long Term Debt to Equity Ratio (LDE)</i>	Rasio
	- <i>Market Debt to Equity Ratio (MDE)</i>	Rasio
Kebijakan Deviden	- <i>Dividend Payout Ratio (DPR)</i>	Rasio
	- <i>Dividend Yield Ratio</i>	Rasio
Nilai Perusahaan	<i>Price Book Value (PBV)</i>	Rasio

Sumber : Defenisi Operasional dan dikembangkan untuk disertasi ini

BAB V

HASIL PENELITIAN

A. Sekilas Perkembangan Bursa Efek Indonesia

1. Sejarah Singkat Bursa Efek Indonesia

Pasar Modal pada hakekatnya adalah pasar yang tidak berbeda jauh dengan pasar tradisional yang selama ini kita kenal, dimana ada pedagang, pembeli, dan juga tawar menawar harga. Pasar modal dapat juga diartikan sebagai sebuah wahana yang mempertemukan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang menyediakan dana sesuai dengan aturan yang ditetapkan oleh lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal telah menggariskan bahwa, Pasar Modal mempunyai posisi yang strategis dalam pembangunan ekonomi nasional. Pertumbuhan suatu Pasar Modal, sangat tergantung pada kinerja perusahaan efek. Untuk mengkoordinasikan modal, dukungan teknis, dan sumber daya manusia dalam pengembangan Pasar Modal diperlukan suatu kepemimpinan yang efektif. Perusahaan-perusahaan harus menjalin kerjasama yang erat untuk menciptakan pasar yang mampu menyediakan berbagai jenis produk dan alternatif investasi bagi masyarakat.

Secara historis, pasar modal telah hadir jauh sebelum Indonesia merdeka. Pasar modal atau bursa efek telah hadir sejak jaman kolonial Belanda dan tepatnya pada tanggal 14 Desember 1912, *Amsterdamse Effecteumbeurs* mendirikan cabangnya di Batavia. Pasar modal ketika itu didirikan oleh pemerintah Hindia Belanda untuk kepentingan pemerintah kolonial atau VOC dalam rangka memupuk sumber pembiayaan perkebunan Belanda yang tumbuh pesat pada saat itu di Indonesia. Efek yang diperjual belikan berupa saham dan obligasi dari perusahaan Belanda yang diperjualbelikan di bursa efek Belanda serta saham perusahaan Amerika, dimana pada awal pembukaanya terdiri dari 13 anggota bursa.

Meskipun pasar modal telah ada sejak tahun 1912, perkembangan dan pertumbuhan pasar modal tidak berjalan seperti yang diharapkan, bahkan pada beberapa periode kegiatan pasar modal mengalami kevakuman. Hal tersebut disebabkan oleh beberapa faktor seperti perang dunia ke I dan II, perpindahan kekuasaan dari pemerintah kolonial kepada pemerintah Republik Indonesia, dan berbagai kondisi yang menyebabkan operasi bursa efek tidak dapat berjalan sebagaimana mestinya.

Pada tanggal 1 Januari 1925 didirikan pula bursa efek di Surabaya yang ditandai dengan didirikannya *Vereeniging Voor De Effectechandel Te Soerabaya* yang beranggotakan 6 perusahaan makelar yang semuanya merupakan perusahaan Belanda. Hingga pecah perang dunia ke-II perdagangan efek benar-benar bebas.

a. Masa Penjajahan

Sekitar awal abad ke-19 pemerintah kolonial Belanda mulai membangun perkebunan secara besar-besaran di Indonesia. Sebagai salahsatu sumber dana adalah dari para penabung yang telah dikerahkan sebaik-baiknya. Para penabung tersebut terdiri dari orang-orang Belanda dan Eropa lainnya yang penghasilannya sangat jauh lebih tinggi dari penghasilan penduduk pribumi.

Atas dasar itulah, maka pemerintahan kolonial waktu itu mendirikan pasar modal. Setelah mengadakan persiapan, maka akhirnya berdiri secara resmi Pasar Modal di Indonesia yang terletak di Batavia (Jakarta) pada tanggal 14 Desember 1912 dan bernama *Verreniging voor den Effectenhandel* (Bursa Efek), dan langsung memulai perdagangan.

Pada saat awal terdapat terdapat 13 anggota bursa yang aktif (makelar) yaitu: Fa. Duniop & Kolf; Fa. Gijsselman & Steup; Fa. Monod & Co.; Fa. Adree Witansi & Co; Fa. A.W. Deeleman; Fa. H. Jul Joostensz; Fa. Jeannette Walen; Fa. Wiekert & V.D Linden; Fa. Walbrink & Co; Fa. Vermeys & Co; Fa. Cruyff dan Fa. Gebroeders.

Sedangkan Efek yang diperjualbelikan adalah saham dan obligasi perusahaan/perkebunan Belanda yang beroperasi di Indonesia, obligasi yang diterbitkan pemerintah (propinsi dan kotapraja), sertifikat saham perusahaan-perusahaan Amerika yang diterbitkan oleh kantor administrasi di negeri Belanda serta efek perusahaan Belanda lainnya. Perkembangan Pasar Modal di Batavia tersebut begitu pesat sehingga menarik masyarakat kota lainnya. Untuk menampung minat tersebut, pada tanggal 11 Januari

1925 di kota Surabaya dan 1 Agustus 1925 di Semarang resmi didirikan bursa.

Anggota bursa di Surabaya waktu itu adalah: Fa. Duniop & Kolf; Fa. Gijsselman & Steup; Fa. Van Velsen; Fa. Beaukkerk & Co. Dan N. Koster. Sedangkan anggota bursa di Semarang waktu itu adalah: Fa. Dunlop & Koff; Fa. Gijsselman & Steup; Fa. Monod & Co; Fa. Companien & Co; serta Fa. P.H. Soeters & Co.

Perkembangan Pasar Modal waktu itu cukup menggembirakan yang terlihat dari nilai efek yang tercatat mencapai NIF 1,4 milyar (jika di Indeks dengan harga beras yang disubsidi pada tahun 1982, nilainya adalah ± Rp. 7 Trilyun) yang berasal dari 250 macam efek.

b. Perang Dunia Ke-II

Pada permulaan tahun 1939 keadaan suhu politik di Eropa menghangat. Melihat keadaan ini, pemerintah Hindia Belanda mengambil kebijaksanaan untuk memusatkan perdagangan Efek-nya di Batavia serta menutup Bursa Efek di Surabaya dan di Semarang.

Namun pada tanggal 17 Mei 1940 secara keseluruhan kegiatan perdagangan efek ditutup dan dikeluarkan peraturan yang menyatakan bahwa semua efek-efek harus disimpan dalam bank yang ditunjuk oleh Pemerintah Hindia Belanda. Penutupan ketiga bursa efek tersebut sangat mengganggu likuiditas efek, menyulitkan para pemilik efek, dan berakibat pula pada penutupan kantor-kantor pialang serta pemutusan hubungan kerja. Selain itu juga mengakibatkan banyak perusahaan dan perseorangan

enggan menanam modal di Indonesia. Dengan demikian, dapat dikatakan, pecahnya Perang Dunia II menandai berakhirnya aktivitas Pasar Modal pada zaman penjajahan Belanda.

c. Masa Tahun 1952-1958

Setahun setelah pemerintahan Belanda mengakui kedaulatan RI, tepatnya pada tahun 1950, obligasi Republik Indonesia dikeluarkan oleh pemerintah. Peristiwa ini menandai mulai aktifnya kembali Pasar Modal Indonesia. Didahului dengan diterbitkannya Undang-undang Darurat No.13 tanggal 1 September 1951, yang kelak ditetapkan sebagai Undang-undang No.15 tahun 1952 tentang Bursa, pemerintah RI membuka kembali Bursa Efek di Jakarta pada tanggal 31 Juni 1952, setelah terhenti selama 12 tahun. Adapun penyelenggaraannya diserahkan kepada Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek-efek (PPUE) yang terdiri dari 3 bank negara dan beberapa makelar efek lainnya dengan Bank Indonesia sebagai penasihat.

Sejak itu Bursa Efek berkembang dengan pesat, meskipun efek yang diperdagangkan adalah efek yang dikeluarkan sebelum Perang Dunia II. Aktivitas ini semakin meningkat sejak Bank Industri Negara mengeluarkan pinjaman obligasi berturut-turut pada tahun 1954,1955, dan 1956. Para pembeli obligasi banyak warga negara belanda, baik perseorangan maupun Badan Hukum. Semua anggota diperbolehkan melakukan transaksi abitrasi dengan luar negeri terutama dengan Amsterdam.

d. Masa Konfrontasi

Namun keadaan ini hanya berlangsung sampai pada tahun 1958, karena mulai saat itu terlihat kelesuan dan kemunduran perdagangan di Bursa. Hal ini diakibatkan politik konfrontasi yang dilancarkan pemerintah RI terhadap Belanda, sehingga mengganggu hubungan ekonomi kedua negara dan mengakibatkan banyak warga negara Belanda meninggalkan Indonesia. Perkembangan tersebut makin parah sejalan dengan memburuknya hubungan RI dengan Belanda mengenai sengketa Irian Jaya dan memuncaknya aksi pengambil-alihan semua perusahaan Belanda di Indonesia, sesuai dengan Undang-undang Nasionalisasi No. 86 Tahun 1958. Kemudian disusul dengan instruksi dari Badan Nasionalisasi Perusahaan Belanda (BANAS) pada tahun 1960, yaitu larangan bagi Bursa Efek Indonesia untuk memperdagangkan semua efek dari perusahaan Belanda yang beroperasi di Indonesia, termasuk semua Efek yang bernominasi mata uang Belanda, makin memperparah perdagangan efek di Indonesia.

Tingkat inflasi yang cukup tinggi pada waktu itu semakin mengguncang dan mengurangi kepercayaan masyarakat terhadap Pasar Uang dan Pasar Modal, juga terhadap mata uang rupiah yang mencapai puncaknya pada tahun 1966. Penurunan ini mengakibatkan nilai nominal saham dan obligasi menjadi rendah sehingga tidak menarik lagi bagi investor. Hal ini merupakan pasang surut Pasar Modal Indonesia pada zaman Orde Lama.

e. Babak Baru Pasar Modal Indonesia Tahun 1977

Langkah demi langkah diambil oleh pemerintah Orde Baru untuk mengembalikan kepercayaan rakyat terhadap nilai mata uang Rupiah. Disamping pengerahan dana dari masyarakat melalui tabungan dan deposito, pemerintah terus mengadakan persiapan khusus untuk membentuk Pasar Modal. Dengan Surat Keputusan Direksi BI No. 4/16 Keputusan Direktur tanggal 26 Juli 1968 di BI dibentuk Tim Persiapan Pasar Uang (PU) Dan Pasar Modal (PM). Hasil penelitian tim menyatakan bahwa benih dari Pasar Modal di Indonesia sebenarnya sudah ditanam pemerintah sejak tahun 1952, tetapi karena situasi politik dan masyarakat masih awam tentang Pasar Modal, maka pertumbuhan efek di Indonesia sejak tahun 1958 s/d 1976 mengalami kemunduran.

Setelah tim menyelesaikan tugasnya dengan baik, maka dengan surat keputusan Keu-Menkeu No. Kep-25/MK/IV/1/72 tanggal 13 Januari 1972 tim dibubarkan, dan pada tahun 1976 dibentuk Bapepam (Badan Pembina Pasar Modal) dan PT. Danareksa. Bapepam bertugas membantu Menteri Keuangan yang diketuai oleh Gubernur Bank Sentral. Dengan dibentuknya Bapepam, maka terlihat kesungguhan dan intensitas untuk membentuk kembali PU dan PM. Selain sebagai pembantu menteri keuangan, Bapepam juga menjalankan fungsi ganda yaitu sebagai pengawas dan pengelola Bursa Efek.

Pada tanggal 10 Agustus 1977 berdasarkan kepres RI No. 52 tahun 1976 pasar modal diaktifkan kembali dan go publiknya beberapa

perusahaan. Pada zaman Orde Baru inilah perkembangan Pasar Modal dapat dibagi menjadi dua, yaitu tahun 1977 s/d 1987 dan tahun 1987 s/d sekarang. Perkembangan Pasar Modal selama tahun 1977 s/d tahun 1987 mengalami kelesuan meskipun pemerintah telah memberikan fasilitas kepada perusahaan-perusahaan yang memanfaatkan dana dari Bursa Efek. Fasilitas-fasilitas yang diberikan antara lain fasilitas perpajakan untuk merangsang masyarakat agar mau terjun dan aktif di Pasar Modal.

Tersendatnya perkembangan Pasar Modal selama periode itu disebabkan oleh beberapa masalah antara lain mengenai prosedur emisi saham dan obligasi yang terlalu ketat, adanya batasan fluktuasi saham dan lain sebagainya. Untuk mengatasi masalah itu pemerintah mengeluarkan berbagai deregulasi yang berkaitan dengan perkembangan pasar modal, yaitu Paket Kebijakan Desember 1987, Paket Kebijakan Oktober 1988, Paket Kebijakan Desember 1988.

1. Pakdes 1987 merupakan penyederhanaan persyaratan proses emisi saham dan obligasi, dihapuskannya biaya yang sebelumnya dipungut oleh Bapepam, seperti biaya pendaftaran emisi efek. Selain itu dibuka pula kesempatan bagi pemodal asing untuk membeli efek maksimal 49% dari total emisi. Pakdes 87 juga menghapus batasan fluktuasi harga saham di bursa efek dan memperkenalkan bursa paralel. Sebagai pilihan bagi emiten yang belum memenuhi syarat untuk memasuki bursa efek.
2. Pakto 88 ditujukan pada sektor perbankan, namun mempunyai dampak terhadap perkembangan pasar modal. Pakto 88 berisikan tentang

ketentuan 3 L (Legal, Lending, Limit), dan pengenaan pajak atas bunga deposito. Pengenaan pajak ini berdampak positif terhadap perkembangan pasar modal di Indonesia.

3. Pakdes 88 pada dasarnya memberikan dorongan yang lebih jauh pada pasar modal dengan membuka peluang bagi swasta untuk menyelenggarakan bursa.

2. Struktur Pasar Modal Indonesia

Struktur Pasar Modal Indonesia telah diatur oleh Undang-undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Berdasarkan Undang-undang ini, kebijakan dibidang pasar modal ditetapkan oleh menteri keuangan. Secara umum, struktur pasar modal Indonesia adalah sebagai berikut:

a. Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM)

Melakukan pembinaan, pengaturan, dan pengawasan sehari-hari dalam rangka mewujudkan terciptanya kegiatan Pasar Modal yang teratur, wajar, dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat. Dalam melaksanakan fungsi tersebut, BAPEPAM mempunyai kewenangan untuk memberikan izin, persetujuan dan pendaftaran kepada para pelaku Pasar Modal, memproses pendaftaran dalam rangka penawaran umum, menerbitkan peraturan pelaksanaan dari perundang-undangan di bidang pasar modal, dan melakukan penegakan hukum atas setiap pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.

- a. Dalam bidang pembinaan, BAPEPAM mempunyai wewenang untuk memberikan, mencabut, menunda sementara, membekukan izin bagi seluruh lembaga yang terkait di Pasar Modal termasuk Bursa Efek, LKP dan LPP.
- b. Dalam bidang pengaturan, BAPEPAM mempunyai wewenang membuat peraturan di bidang pasar modal untuk memberikan penjelasan lebih lanjut yang bersifat teknis atas Undang-undang dan peraturan pelaksanaannya.
- c. Dalam bidang penegakan hukum, BAPEPAM mempunyai wewenang untuk melakukan penyidikan kepada para pelaku pasar modal dan pihak yang terlibat dalam pelanggaran ketentuan Pasar Modal.

b. Bursa Efek

Menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli Efek Pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan Efek diantara mereka. Dan harus mampu menciptakan kondisi yang dapat mendorong perusahaan efek yang menjadi anggotanya untuk melayani dan mendahulukan pemodal sehingga pada akhirnya dapat merangsang minat pemodal untuk investasi dengan aman, efisien, dan terjangkau.

Bursa efek diwajibkan untuk mengembangkan sistem pengendalian intern, terutama dalam pengawasan perdagangan yang efektif, dengan tujuan menghindari tujuan manipulasi harga dan mendeteksi informasi orang dalam. Disamping itu bursa efek diwajibkan untuk mengikuti praktek perdagangan yang wajar, khususnya dengan mempertimbangkan aturan

tentang prioritas harga dan waktu dalam pelaksanaan perdagangan. Praktek perdagangan silang (*crossing*) perlu ditelaah, dengan maksud untuk membuka pasar kepada pemodal domestik perorangan. Direksi dan manajer bursa efek wajib mengkoordinasikan usaha-usaha yang dilakukan oleh Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP) dan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP). Manajemen bursa harus membentuk komite untuk bekerjasama dengan anggota yang aktif, bank kustodian dan pelaku pasar modal dengan tujuan untuk mengembangkan pasar modal. Selama proses penciptaan sistem baru, anggota dan pelaku pasar modal lainnya hendaknya diberi informasi detail tentang usaha-usaha tersebut dan dampaknya pada kegiatan usaha mereka. Disamping itu manajemen bursa efek wajib memperhatikan keahlian perusahaan efek dan bank kustodian dalam rangka perkembangan pasar modal dan menjalin hubungan yang erat dengan anggota bursa serta dengan bank kustodian. Dalam bidang pengembangan sistem, manajemen bursa wajib memperoleh dukungan teknis yang terbaik dan perhatian khusus harus diberikan terhadap pemilihan kontraktor yang memiliki kemampuan dalam menerapkan sistem yang memenuhi standar internasional.

c. Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP)

Pihak yang menyelenggarakan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa. Menyediakan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa yang teratur, wajar, dan efisien serta dapat memberikan jasa lain yang sesuai dengan ketentuan Bapepam. Contoh LKP adalah PT. Kliring dan Penjaminan Efek Indonesia (KPEI).

Transaksi yang terjadi di bursa efek dikliringkan oleh LKP secara terus menerus sehingga dapat ditentukan hak dan kewajiban anggota bursa yang melaksanakan transaksi. Disamping melaksanakan fungsi kliring, LKP juga menjamin penyelesaian transaksi di bursa yang pelaksanaannya dilakukan dengan menempatkan LKP sebagai counterpart dari anggota bursa yang melaksanakan transaksi. Jaminan tersebut dapat berupa dana, efek, dan jaminan bank kustodian untuk menyelesaikan transaksi tertentu. Dengan sistem penjaminan tersebut, pemesanan hanya dapat memasuki sistem perdagangan jika LKP menyetujui bahwa terdapat cukup jaminan untuk menyelesaikan transaksi. LKP harus secara terus menerus menyesuaikan nilai jaminan menurut nilai pasar, dan meminta jaminan tambahan apabila diperlukan. Anggota bursa wajib menyelesaikan transaksi dengan menyerahkan dana dan efek pada rekening efek di LPP. Dalam hal anggota bursa gagal menyelesaikan transaksi, LKP akan membeli atau menjual efek di pasar tunai. LKP sebagai kepanjangan tangan dari bursa efek perlu menyesuaikan diri dengan sistem yang dilaksanakan pada bursa efek. Fungsi penjaminan yang dilakukan oleh LKP berlaku setelah diterapkan penyelesaian transaksi melalui pemindahbukuan.

d. Lembaga Penyelesaian dan Penyimpanan (LPP)

Memberikan jasa penitipan kolektif yang aman dan efisien kepada Bank Kustodian, LKP, LPP, Perusahaan Efek, LKP dan LPP asing, serta pemodal institusional dalam rangka mengurangi biaya transaksi, menekan resiko, dan menurunkan biaya kustodian. Contoh LPP adalah PT. Kustodian Depositori Efek Indonesia (KDEI).

LPP pada dasarnya adalah pihak yang menyelenggarakan kegiatan kustodian sentral bagi bank kustodian, perusahaan efek, dan pihak lain. Jasa tersebut harus memenuhi standar bagi suatu penggunaan jasa. Jasa kustodian yang diberikan oleh LPP harus mampu memberikan pelayanan secara menyeluruh termasuk pembagian hak atas efek seperti dividen dan saham bonus, pemrosesan administrasi atas segala kegiatan yang dilakukan oleh emiten yang terkait dengan kepentingan pemegang rekening seperti RUPS, penyerahan dana dan efek atas instruksi pengguna jasa, administrasi pinjam meminjam efek, dan pemindahan efek dari dan ke penitipan kolektif. LPP perlu memadukan keahlian teknis dan kemampuan keuangan dalam membangun sistem perdagangan tanpa warkat, penyelesaian transaksi melalui pemindahbukuan dan peminjaman atas penyelesaian transaksi.

Disamping hal tersebut, LPP juga perlu menyusun suatu sistem yang merupakan satu kesatuan yang terpadu dan saling mendukung dengan tetap memperhatikan aspek keamanan atas efek. Sistem yang diimplementasikan oleh LPP harus ditelaah secara cermat dan hati-hati mengingat LPP merupakan kustodian sentral yang mencatat seluruh aset pemegang rekening yang terdapat pada LPP. Mengingat LPP merupakan kustodian sentral, maka jasa kustodian yang tersedia di LPP harus lengkap, antara lain dalam bidang penatausahaan rekening efek untuk menyimpan dana dan efek, penerimaan dan distribusi dividen, bunga, pokok pinjaman, saham bonus dan hak-hak lainnya, pemindahan efek keluar dan masuk, pemindahan efek dari satu rekening ke rekening yang lain berdasarkan

instruksi LKP. Oleh karena itu komputer LPP harus mempunyai jaringan langsung dengan sistem perdagangan bursa dan LKP, sehingga komputer-komputer tersebut dapat memverifikasikan jaminan sebelum sesuatu pesanan memasuki sistem perdagangan.

e. Perusahaan Efek

Pihak yang melakukan kegiatan usaha sebagai Penjamin emisi, Perantara Pedagang Efek dan/atau manajer investasi. Perusahaan efek harus dapat memastikan bahwa manajemennya harus memiliki kompetensi dan mampu memberikan fasilitas perdagangan dan penyelesaian sebagaimana yang dibutuhkan. Dalam hal ini, perusahaan efek bebas untuk mengembangkan sistem pendukung sendiri dan bebas memilih bursa yang sesuai dengan tujuannya dan memberikan pelayanan pada nasabahnya. Untuk melaksanakan kegiatan tersebut, perusahaan efek harus memiliki orang perorangan yang telah memperoleh izin dari Bapepam sebagai berikut:

1. Penjamin Emisi Efek

Pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual.

2. Perantara Pedagang Efek (PPE)

Pihak yang melakukan kegiatan usaha jual beli efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain. PPE ini melaksanakan amanat (order) jual dan beli dari nasabah dengan memperoleh imbalan tertentu, namun

dapat juga melakukan transaksi atas nama sendiri. Untuk dapat melakukan transaksi di Bursa Efek, PPE wajib menjadi anggota dan sekaligus pemegang saham dari bursa efek yang bersangkutan.

3. Manajer Investasi

Pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah, kecuali perusahaan asuransi, Dana Pensiun, dan Bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan Peraturan Perundang-undangan yang berlaku.

f. Lembaga Penunjang

Mendukung keberhasilan pengembangan Pasar Modal.

1) Biro Administrasi Efek (BAE)

Berperan dalam memberikan jasa berkaitan dengan kepemilikan efek yang disimpan dalam penitipan kolektif di LPP, sehingga dapat memberikan informasi kepada emiten mengenai perubahan kepemilikan. BAE merupakan salahsatu lembaga penunjang pasar modal yang memegang peranan penting di dalam menyelenggarakan administrasi perdagangan efek, baik pada saat pasar perdana maupun pada pasar sekunder. Sebagai lembaga penunjang, BAE menyediakan jasa kepada emiten dalam bentuk pencatatan dan pemindahkepemilikan efek-efek. Penyerahan efek kepada yang berhak menerima efek untuk disimpan oleh BAE adalah merupakan kegiatan sehari-hari yang dilakukan oleh BAE, disamping penyampaian laporan tahunan kepada emiten tentang posisi efek yang ditangani. Khusus pada persiapan

penawaran umum di pasar perdana, BAE juga membantu emiten dalam pencatatan efek. BAE membantu emiten untuk mengadministrasikan seluruh kegiatan yang berkaitan dengan efek yang dikeluarkan oleh emiten kepada masyarakat dengan biaya yang lebih rendah dan ekonomis daripada administrasi tersebut dilakukan sendiri oleh emiten.

2) Bank Kustodian

Berperan dalam mengurangi resiko kegagalan dalam penyelesaian transaksi pada sistem yang sekarang, sehingga Bank Kustodian perlu bekerjasama dengan Bursa dan LKP dalam penyusunan sistem yang memberikan jaminan atas penyelesaian transaksi. Bank Kustodian hanya dapat diselenggarakan oleh LPP, perusahaan efek, atau bank umum yang telah mendapat persetujuan dari Bapepam. Kustodian adalah perusahaan yang memberikan jasa penitipan efek dan harta yang berkaitan dengan efek serta jasa lain termasuk menerima dividen, bunga dan hak-hak lain, menyelesaikan transaksi efek dan mewakili pemilik efek yang termasuk dalam penitipan kolektif.

3) Wali Amanat

Dalam hal emiten menawarkan obligasi, maka emiten yang bersangkutan wajib menunjuk wali amanat. Wali amanat merupakan pihak yang dipercaya untuk mewakili kepentingan seluruh pemegang obligasi atau sekuritas kredit. Pengembangan usaha Wali Amanat berkaitan erat dengan pertumbuhan pasar obligasi. Berdasarkan hal tersebut, BAPEPAM akan terus mendorong perkembangan pasar obligasi. Wali Amanat yang memiliki reputasi sebagai lembaga independen dalam melaksanakan tanggung

jawabnya dan aktif dalam melakukan kegiatan perwaliamanatannya, dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan pasar atau efek yang memberikan penghasilan tetap.

Peranan wali amanat diperlukan dalam setiap emisi obligasi, karena para pemegang obligasi yang jumlahnya begitu banyak tidak mungkin dapat membuat kontrak dengan emiten secara terpisah

4) Penasihat Investasi

Pihak yang memberikan nasihat kepada pihak lain mengenai penjualan atau pembelian efek dengan memperoleh imbalan jasa.

5) Pemeringkat efek

Di dalam hal suatu emiten melakukan penawaran umum obligasi atau surat hutang lainnya, maka ketentuan pasar modal menetapkan bahwa obligasi yang dikeluarkan tersebut harus terlebih dahulu diperingkat oleh suatu lembaga yang independen yang bergerak sebagai pemeringkat efek. Pemeringkatan ini dilakukan untuk memberikan informasi kepada investor untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam mengembalikan pokok pinjaman dan bunganya. Contoh perusahaan pemeringkat efek adalah PT. Pemeringkat Efek Indonesia (PT. PEFINDO). Di dalam perkembangannya, peran pemeringkat efek tersebut tidak hanya terbatas atas efek-efek yang berada di pasar modal tetapi juga atas efek-efek yang berada di pasar uang.

g. Profesi Penunjang

Profesi Penunjang Pasar Modal telah diatur dalam Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya. Sebagai salah satu pelaku pasar modal, Profesi Penunjang Pasar Modal

harus ikut membantu mengembangkan pasar modal. Tanggung jawab utama dari profesi penunjang pasar modal adalah membantu emiten dalam proses go public dan memenuhi persyaratan mengenai keterbukaan yang sifatnya terus menerus.

a) Akuntan

Membantu perkembangan Standar Akuntansi Keuangan dan Standar Pemeriksaan Akuntan Publik yang ada, serta mendorong kepatuhan akuntan menerapkan standar tersebut. Hal itu dapat berupa pengembangan Standar Akuntansi Keuangan yang berkaitan dengan instrumen-instrumen pasar modal, seperti efek derivatif, Standar Pemeriksaan industri efek, dan lain sebagainya. Akuntan yang terdaftar di Bapepam dianjurkan untuk selalu meningkatkan pengetahuan mereka tentang akuntansi, pengendalian intern, dan pemeriksaan Perusahaan Efek.

b) Konsultan Hukum

Konsultan Hukum merupakan ahli dalam bidang hukum yang memberikan pendapat hukum mengenai emisi dan emiten atau pihak lain yang terkait dengan kegiatan pasar modal. Peran konsultan hukum diperlukan dalam setiap emisi efek karena jasanya diperlukan dalam memberikan perlindungan hukum bagi pemodal. Untuk itu profesi ini mempunyai fungsi untuk memberikan pendapat dari segi hukum mengenai keadaan emiten.

Konsultasi hukum yang terdaftar di Bapepam harus memiliki keahlian dan memahami peraturan perundang-undangan dibidang pasar modal. Di samping itu konsultan hukum tersebut juga dituntut untuk mempelajari

praktik yang terjadi di pasar modal negara lain, sehingga dapat digunakan sebagai bahan dalam memberikan nasihat hukum kepada Perusahaan Efek dalam pengembangan produk-produk baru. Aspek hukum yang perlu dikembangkan antara lain mengenai standar kontrak antara Perantara Pedagang Efek dan nasabahnya, kontrak margin, dan kontrak pelayanan jasa kustodian.

c) Penilai

Jasa penilai mempunyai peranan penting dalam penentuan nilai wajar atas suatu aktiva. Nilai ini diperlukan sebagai bahan informasi bagi investor di dalam mengambil keputusan investasi. Dalam proses go public maupun proses akuisisi, emiten memerlukan jasa penilai tersebut. Keseragaman dalam metode penilaian merupakan salah satu hal yang terpenting pada penilaian atas mutu dari jasa profesi penilai. Oleh karena itu profesi penilai perlu menyusun standar kerja profesinya.

d) Notaris

Peranan notaris di pasar modal diperlukan terutama dalam hubungan dengan penyusunan anggaran dasar para pelaku pasar modal, seperti emiten, perusahaan publik, Perusahaan Efek dan Reksa Dana, serta penyusunan kontrak-kontrak penting seperti kontrak Reksa Dana, kontrak penjaminan emisi dan perwaliamanatan. Untuk itu notaris perlu memahami peraturan Pasar Modal dan melaksanakan kegiatannya secara independen.

Kurang kondusifnya lingkungan usaha memiliki implikasi besar terhadap penurunan daya saing ekonomi, terutama bagi sektor-sektor industri sebagai lapangan kerja utama dan sektor manufaktur merupakan salah satu motor bagi pertumbuhan ekonomi. Menurut *International Institute for Management Development (IMD)* dalam *World Competitiveness Report 2004*, posisi Indonesia dalam daya saing berada pada urutan ke-58 dari 60 negara yang diteliti. Angka peringkat ini lebih rendah dibandingkan peringkat daya saing Indonesia pada tahun 2000 pada posisi ke-43, merosot ke urutan ke-46 pada tahun 2001, urutan ke-47 pada tahun 2002, dan urutan ke-57 pada tahun 2003 (RPJM 2004 – 2009).

Menurut catatan IMD, rendahnya kondisi daya saing Indonesia, disebabkan oleh buruknya kinerja perekonomian nasional dalam 4 (empat) hal pokok, yaitu: *pertama*, buruknya kinerja perekonomian nasional yang tercermin dalam kinerja perdagangan internasional, investasi, ketenagakerjaan, dan stabilitas harga. *Kedua*, rendahnya efisiensi kelembagaan pemerintahan dalam mengembangkan kebijakan pengelolaan keuangan negara dan kebijakan fiskal, pengembangan berbagai peraturan dan perundangan untuk iklim usaha kondusif. *Ketiga*, lemahnya efisiensi usaha dalam mendorong peningkatan produksi dan inovasi secara bertanggung jawab yang tercermin dari tingkat produktivitasnya yang rendah, pasar tenaga kerja yang belum optimal, akses ke sumberdaya keuangan yang masih rendah, serta praktik dan nilai manajerial yang relatif belum profesional. *Keempat*, keterbatasan infrastruktur, baik infrastruktur

fisik, teknologi, maupun infrastruktur dasar yang berkaitan dengan kebutuhan masyarakat akan pendidikan dan kesehatan.

Meskipun permasalahan penurunan daya saing ini berawal sebelum krisis tahun 1997, perkembangan industri manufaktur mengalami tekanan setelah krisis tahun 1997. Banyak pengamat mengindikasikan terjadinya "deindustrialisasi". Gejala ini ditunjukkan dengan mengamati perkembangan tingkat realisasi kapasitas produksi (utilisasi kapasitas), jumlah perusahaan, dan indeks produksi. Pemanfaatan kapasitas terpasang industri manufaktur tahun 2002 hanya berkisar di 60 persen, menurun jauh dibandingkan dengan kondisi sebelum krisis yang berkisar di 80 persen. Dalam periode 1996 sampai 2002, jumlah perusahaan industri berskala Besar dan Sedang menurun hampir 1.800 unit usaha atau sekitar 8 persen dari 22.997 unit usaha tahun 1996. Sementara itu, indeks produksi industri pengolahan berskala besar dan sedang juga mengalami penurunan cukup signifikan, sekitar 15 persen, dari 126,54 persen pada tahun 1997 menjadi 100,29 persen pada tahun 2002 (BPS)

Penyebab utama fenomena tersebut adalah daya saing produk-produk manufaktur yang terus melemah. Di dalam negeri, produk manufaktur seperti elektronika rumah tangga kalah bersaing dengan produk impor. Apalagi diperburuk dengan banyaknya produk impor ilegal. Di pasar internasional, produk tekstil (TPT) dan produk kayu yang sesungguhnya masih menjadi primadona ekspor kalah bersaing dengan produk dari Cina dan negara ASEAN lainnya. Terpuruknya daya saing produk Indonesia juga disebabkan karena membengkaknya biaya *overhead* produksi. Struktur

biaya produksi manufaktur kita juga sangat rentan dimana biaya *overhead* mencapai 33,4 persen dan biaya untuk material mencapai 58,3 persen. Sebagai bahan perbandingan, biaya *overhead* Cina hanya 17,1 persen dan material hanya 39,9 persen.

B. Profil Perusahaan Manufaktur yang Dijadikan Sampel

Profil dari 40 perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut : *Pertama*, PT. Asahimas Flat Glass Tbk (IDX: AMFG) adalah perusahaan multinasional yang memproduksi gelas. Perusahaan tersebut berdiri pada tahun 1981 dimana kepemilikan manajerial (*insider holding*) sebesar 84,55% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 15,45%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 sebesar 155. *Kedua*, PT. Sucaco Tbk (IDX: SCCO) adalah perusahaan multinasional yang memproduksi kabel berasal dari Jepang dan terdaftar pada Pasar Modal Indonesia pada tahun 1982 dimana kepemilikan manajerial (*insider holding*) sebesar 67,26% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 32,74%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 90. *Ketiga*, PT. Aluminium Light Metal Tbk (IDX: ALMI) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1983. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 82,51% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 17,47%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 85. *Keempat*, PT. Aqua Golden Mississippi Tbk (IDX: AQUA) didirikan pada tahun 1973 di Indonesia

dan merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi minuman. Struktur kepemilikan saham perusahaan yaitu kepemilikan manajerial (*holding ownership*) sebesar 93,60% saham dan kepemilikan institusional (*institutional dan public ownership*) sebesar 6,40%. Kelima, PT. Astra Graphia Tbk (IDX: ASGR) berdiri pada tahun 1971 dan merupakan anak perusahaan dari PT. Astra International. Pada tahun 1976 perusahaan tersebut berdiri sendiri dan pada tahun 1989 tercatat pada Bursa Efek Indonesia. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) sebesar 76,87% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 21,13%. *Earning per share* (EPS) perusahaan tahun 2009 adalah sebesar 50. Keenam, PT. Astra International Tbk (IDX: ASII) didirikan pada tahun 1957 dan tercatat pada Bursa Efek Indonesia pada tahun 1990. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) sebesar 50,15% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 40,85%. *Earning per share* (EPS) perusahaan tahun 2009 adalah sebesar 2.480. Ketujuh, PT. Tunas Ridean (IDX: TURI) adalah perusahaan multinasional yang didirikan pada tahun 1974 dan tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 1995. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) sebesar 43,84% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 56,16%. *Erning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 222. Kedelapan, PT. Astra Otoparts Tbk (IDX: AUTO) adalah perusahaan PMDN yang merupakan anak perusahaan PT. Astra International. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 95,73% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) adalah sebesar

4,27%. *Earning per share* perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 906. *Kesembilan*, PT. Sepatu Bata Tbk (IDX:BATA) adalah merupakan anak perusahaan dari *bata shoe* yang berkantor pusat di Toronto Canada. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 76,70% dan kepemilikan institusional (*institutional* dan *public holding*) adalah sebesar 23,30%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 4.075. *Kesepuluh*, PT. Arwana Citra Mulia (IDX: ARNA) adalah perusahaan multinasional yang didirikan pada tahun 1995 dan tercatat pada Bursa Efek Indonesia pada tahun 2001. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 13,64% dan kepemilikan institusional (*institutional* dan *public holding*) adalah sebesar 86,36%. *Earning per share* (EPS) adalah sebesar 35. *Kesebelas*, PT. Betonjaya Manunggal Tbk (IDX: BTON) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1995. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 89,45% dan kepemilikan institusional (*institutional* dan *public holding*) adalah sebesar 10,55%. *Earning per share* (EPS) pada tahun 2009 adalah sebesar 52. *Kedua belas*, PT. Citra Turbindo Tbk (IDX: CTBN) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1983. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 79,95% dan kepemilikan institusional (*institutional* dan *public holding*) adalah sebesar 19,05%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 1.660. *Ketiga belas*, PT. Delta Djakarta Tbk (IDX: DLTA) didirikan pada tahun 1985 dan merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi minuman. Perusahaan tersebut didirikan pada tahun 1970 dan tercatat pada Bursa

Efek Indonesia pada tahun 1984. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 84,60% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) adalah sebesar 15,40%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 7.900 *Keempat belas*, PT. Gajah Tunggal Tbk (IDX: GJTL) adalah perusahaan PMA yang didirikan pada tahun 1951 dan tercatat pada Bursa Efek Indonesia pada tahun 1991. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 46,25% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) adalah sebesar 53,75%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 260. *Kelima belas*, PT. Kageo Igar Jaya Tbk (IDX: IGAR) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1975. Struktur kepemilikan (*insider holding*) adalah sebesar 58,10% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) adalah sebesar 41,90%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 24. *Keenam belas*, Hexindo Tbk (IDX: HEXA) adalah perusahaan PMA yang didirikan pada tahun 1988. Struktur kepemilikan (*insider holding*) adalah sebesar 76,38% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) adalah sebesar 23,62. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 146. *Ketujuh belas*, PT. H M Sampoerna (IDX; HMSP) adalah perusahaan PMA yang didirikan pada tahun 1913 dan tercatat di Pasar Modal Indonesia pada tahun 2004. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 98,18% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 1,82%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 1.161. *Kedelapan belas*, PT.

Ekadarma Internasional Tbk (IDX: EKAD) adalah perusahaan PMDN yang memproduksi kertas. Perusahaan tersebut berdiri pada tahun 1981 dan tercatat pada Pasar Modal Indonesia pada tahun 1990. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 75,45% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) adalah sebesar 24,55%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 29.

Kesembilan belas, PT. Indocement Tunggul Perkasa Tbk (IDX: INTP) adalah perusahaan PMA yang memproduksi semen didirikan pada tahun 1985. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 64,03% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) adalah sebesar 35,97%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 746.

Kedua puluh, PT. Colorfark Indonesia Tbk (IDX: CLPI) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1988 dan tercatat di Pasar Modal Indonesia pada tahun 2001. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 65,51% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 34,49%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 101.

Kedua puluh satu, PT. Indorama Sintetics Tbk (IDX: INDR) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1976. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 49,00% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 51,00%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 163.

Kedua puluh dua, PT. Intan Wijaya International Tbk (IDX: INCI) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1982. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 46,40%

dan kepemilikan institusional (*institutional* dan *public holding*) sebesar 53,60%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar minus 48. *Kedua puluh tiga*, PT. Cahaya Kalbar Tbk (IDX: CEKA) adalah perusahaan PMA yang didirikan pada tahun 1968 dan tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 1996. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 87,02% dan kepemilikan institusional (*institutional* dan *public holding*) adalah sebesar 12,98%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 166. *Kedua puluh empat*, PT. Intraco Penta Tbk (IDX: INTA) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1970 dan tercatat di Pasar Modal Indonesia pada tahun 1993. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 37,70 dan kepemilikan institusional (*institutional* dan *public holding*) sebesar 62,30%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 87. *Kedua puluh lima*, PT. Jaya Pari Steel Tbk (IDX: JPRS) adalah perusahaan PMA yang didirikan pada tahun 1973. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 51,23% dan kepemilikan institusional (*institutional* dan *public holding*) sebesar 48,77%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 3. *Kedua puluh enam*, PT. Dynaplast Tbk (IDX: DYNA) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1959 dan tercatat di Pasar Modal Indonesia pada tahun 1991. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 28,08% dan kepemilikan institusional (*institutional* dan *public holding*) sebesar 71,92%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 208,41. *Kedua puluh tujuh*, PT. Eratex Jaya Tbk (IDX:

ERTX) adalah perusahaan PMA yang didirikan pada tahun 1972 dan tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 1990. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 10,68% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 89,32%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar minus 258..

Kedua puluh delapan, PT. Fast Food Tbk (IDX: FAST) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1978. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 79,68% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 20,32%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 408.

Kedua puluh sembilan, PT. Kalbe Farma Tbk (IDX: KLBF) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1966. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 56,66% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 43,34%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 91.

Ketiga Puluh, PT. Kimia Farma Tbk (IDX: KAEF) adalah perusahaan BUMN yang didirikan pada tahun 1917 dan tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2001. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah Pemerintah Indonesia sebesar 90,03% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 9,97%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 11.

Ketiga Puluh Satu, PT. Mandom Indonesia Tbk (IDX: TCID) adalah perusahaan PMA yang didirikan pada tahun 1971 dan tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 1993. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 61,00% dan kepemilikan institusional (*institutional dan*

public holding) sebesar 39,00%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 620. *Ketiga Puluh Dua*, PT. Mayora Tbk (IDX: MYOR) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1977 dan tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 1990. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 32,93% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 67,07%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 485. *Ketiga Puluh Tiga*, PT. Metrodata Tbk (IDX: MTDL) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1983 dan tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 1990. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 22,91% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 77,09%. *earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 5. *Ketiga Puluh Empat*, PT. Multi Bintang Tbk (IDX: MLBI) adalah perusahaan PMA yang didirikan pada tahun 1931. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 75,00% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 25,00%. *Earning per share* perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 16.158. *Ketiga Puluh Lima*, PT. Pan Brothers Tbk (IDX: PBRX) adalah perusahaan PMDN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 1990. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 21,00% dan kepemilikan institusional (*institutional dan public holding*) sebesar 79,00%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 75. *Ketiga Puluh Enam*, PT. Selamat Sampurna Tbk (IDX: SMSM) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1976. Struktur kepemilikan

manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 58,13% dan kepemilikan institusional (*institutional* dan *public holding*) sebesar 41,87. *Earning per share* (EPS) pada tahun 2009 adalah sebesar 92. *Ketiga Puluh Tujuh*, PT. Semen Gresik Tbk (IDX: SMGR) adalah perusahaan BUMN yang didirikan pada tahun 1957 dan tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 1991. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 51,01% dan kepemilikan institusional (*institutional* dan *public holding*) sebesar 48,99%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 561. *Ketiga Puluh Delapan*, PT. Sorini Corporation Tbk (IDX: SOBI) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1983 dan tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 1992. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 69,93% dan kepemilikan institusional (*institutional* dan *public holding*) sebesar 30,07%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 174. *Ketiga Puluh Sembilan*, PT. Sumi Indo Kabel Tbk (IDX: IKBI) adalah perusahaan PMA yang didirikan pada tahun 1981 dan tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 1994. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 94. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 93,16% dan kepemilikan institusional (*institutional* dan *public holding*) sebesar 6,84%. *Keempat Puluh*, PT. United Tractor Tbk (IDX: UNTR) adalah perusahaan PMDN yang didirikan pada tahun 1972. Struktur kepemilikan manajerial (*insider holding*) adalah sebesar 59,50% dan kepemilikan institusional (*institutional* dan *public holding*) sebesar 40,50%. *Earning per share* (EPS) perusahaan pada tahun 2009 adalah sebesar 1.147.

**C. Gambaran Umum Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance*,
Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Deviden
dan Nilai Perusahaan**

Gambaran umum mengenai struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan deviden dan nilai perusahaan memberikan informasi singkat mengenai variabel yang diteliti. Gambaran umum mengenai struktur kepemilikan yang didalamnya terdiri atas kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dimana akan menunjukkan perkembangannya selama beberapa periode.

Corporate Governance didalamnya terdiri atas jumlah anggota dewan komisaris independen, jumlah anggota dewan direksi dan jumlah anggota komite audit. *Corporate Governance* akan menunjukkan bagaimana perkembangan tata kelola perusahaan pada sektor manufaktur. Sementara pada keputusan keuangan akan menunjukkan perkembangan pada keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden perusahaan serta perkembangan nilai perusahaan yang diproksi dari *price book value (PBV)*.

1. Struktur Kepemilikan

a. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial (*insider holding*) merupakan porsi atau persentase dari saham perusahaan yang dimiliki oleh orang dalam

(pemilik) dan manajemen terhadap total saham yang dikeluarkan oleh perusahaan (Roseff, 1992 dan Mollah *et al.* 2000). Menurut Mehran *et al.* (1992) menyatakan bahwa, kepemilikan saham manajerial adalah proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manajemen. Menurut Itturiaga dan Sanz (2000) struktur kepemilikan manajerial dapat dijelaskan dari dua sudut pandang yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan (*asymmetric information approach*).

Pendekatan keagenan menganggap, struktur kepemilikan manajerial sebagai sebuah instrument atau alat untuk mengurangi konflik keagenan diantara beberapa klaim (*claim holder*) terhadap perusahaan. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insider* dan *outsider* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal.

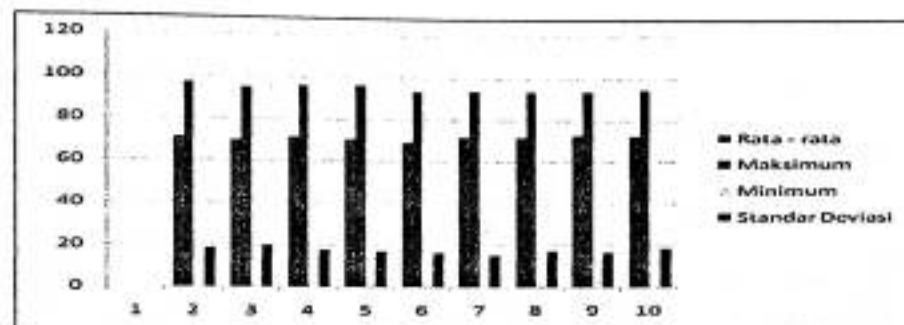
Tabel 11. Perkembangan Struktur Kepemilikan Saham Manajerial Industri Manufaktur Periode 2001-2009

statistik	Kepemilikan Manajerial								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata-rata	71.05	69.78	71.52	70.48	69.05	71.91	71.78	72.77	72.70
Maksimum	97.00	95.02	95.97	96.15	93.15	93.60	93.60	93.60	94.59
Minimum	21.00	13.67	14.97	14.00	13.48	33.04	15.12	14.64	21.28
Standar Deviasi	18.85	19.85	17.56	17.05	16.39	15.48	17.41	16.71	18.64

Sumber : Lampiran 2. Data Diolah

Tabel 11. tersebut menunjukkan perkembangan kepemilikan manajerial perusahaan manufaktur selama periode 2001 sampai dengan periode 2009.

Gambar. 9. Perkembangan Struktur Kepemilikan Saham Manajerial Industri Manufaktur Periode 2001-2009



b. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional (*Institutional ownership*) adalah porsi atau persentase dari saham perusahaan yang dimiliki oleh badan atau lembaga terhadap total saham yang dikeluarkan oleh perusahaan (Rozeff, 1992 dan Mollah, *et al.*, 2000), termasuk di dalamnya adalah kepemilikan *public* atau saham perusahaan yang dimiliki oleh masyarakat.

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian serta institusi lainnya pada akhir tahun (Shien, *et al.* 2006). Kepemilikan institusional merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Adanya kepemilikan oleh investor institusional akan mendorong peningkatan

pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap kinerja manajemen

Brous dan Kini (1994) menyatakan bahwa ketatnya pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional sangat tergantung pada besarnya investasi yang dilakukan. Bathala *et al.* (1994) juga menemukan bahwa kepemilikan institusional menggantikan kepemilikan manajerial dalam mengontrol *agency cost*. Semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi keuangan untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan juga akan meningkat.

Pada tabel 12. menunjukkan perkembangan struktur kepemilikan saham institusional periode 2001-2009.

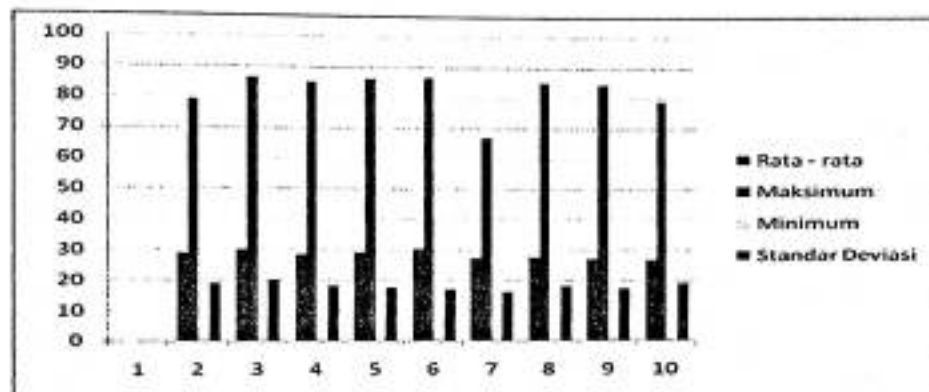
Tabel 12. Perkembangan Struktur Kepemilikan Saham Institusional Industri Manufaktur Periode 2001-2009

statistik	Kepemilikan Institusional								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata-rata	28.89	30.04	28.31	29.27	30.36	27.34	27.44	26.95	26.85
Maksimum	79.00	86.33	85.03	86.00	86.52	66.96	84.88	84.36	78.72
Minimum	3.00	4.92	4.03	3.85	6.83	2.05	2.05	2.05	1.96
Standar Deviasi	18.89	20.00	18.02	17.57	16.94	16.08	17.98	17.41	19.01

Sumber : Lampiran 1. Data Diolah

Pada tabel 12 tersebut menunjukkan bahwa, kepemilikan institusional terus mengalami fluktuasi dari tahun ke tahun. Pada tahun 2001 kepemilikan institusional secara rata-rata sebesar 28,89 naik pada tahun 2002 menjadi 30,04. Namun pada tahun 2008 dan 2009 hanya sebesar 26,95 dan 26,85.

Gambar 10. Perkembangan Struktur Kepemilikan Saham Institusional Industri Manufaktur Periode 2001-2009



2. Corporate Governance

a. Dewan Komisaris Independen

Dewan komisaris dalam suatu perusahaan lebih ditekankan pada fungsi monitoring dari implementasi kebijakan direksi. Peran komisaris ini diharapkan akan meminimalisir permasalahan agensi yang timbul antara dewan direksi dengan pemegang saham. Oleh karena itu, dewan komisaris seharusnya dapat mengawasi kinerja dewan direksi sehingga kinerja yang dihasilkan sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Dewan Komisaris memegang peranan penting dalam mengarahkan strategi dan mengawasi

jalannya perusahaan serta memastikan bahwa para manajer benar-benar meningkatkan kinerja perusahaan sebagai bagian daripada pencapaian tujuan perusahaan. Yang terpenting dalam hal ini adalah kemandirian komisaris dalam pengertian bahwa Dewan Komisaris harus memiliki kemampuan untuk membahas permasalahan tanpa campur tangan manajemen, dilengkapi dengan informasi yang memadai untuk mengambil keputusan, dan berpartisipasi secara aktif dalam penetapan agenda dan strategi. Dewan Komisaris merupakan inti dari *Corporate Governance* yang ditugaskan untuk menjamin pelaksanaan strategi perusahaan, mengawasi manajemen dalam mengelola perusahaan, serta mewajibkan terlaksananya akuntabilitas (Egon Zehnder International, 2000 hal.12-13).

Tabel 13. menunjukkan perkembangan proporsi anggota dewan komisaris independen perusahaan manufaktur periode 2001-2009.

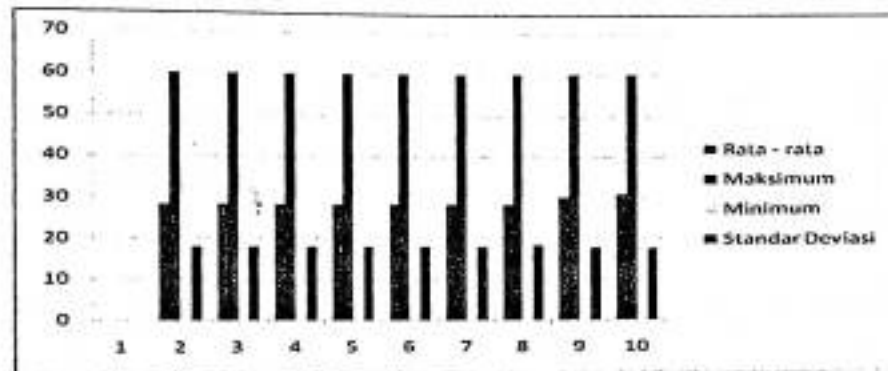
Tabel 13. Perkembangan Proporsi Anggota Dewan Komisaris Independen Perusahaan Manufaktur Periode 2001-2009

Statistik	Proporsi Anggota Komisaris Independen								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata - rata	28.191	28.191	28.191	28.191	28.191	28.191	28.23	29.891	30.774
Maksimum	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Minimum	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Standar Deviasi	17.98	17.98	17.98	17.98	17.98	17.98	18.278	17.704	17.638

Sumber : Lampiran 4. Data diolah

Pada tabel 13. tersebut menunjukkan perkembangan dewan komisaris independen dimana secara rata-rata dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2009 tidak mengalami perubahan. Namun pada tahun 2009 naik menjadi 30,77.

Gambar 11. Perkembangan Proporsi Anggota Dewan Komisaris Independen perusahaan Manufaktur Periode 2001-2009



b. Dewan Direksi

Dewan direksi dalam suatu perusahaan akan menentukan kebijakan yang akan diambil atau strategi perusahaan tersebut secara jangka pendek maupun jangka panjang. Pentingnya dewan (baik dewan direksi maupun dewan komisaris) tersebut kemudian menimbulkan pertanyaan baru, berapa banyak dewan yang dibutuhkan perusahaan? Apakah dengan semakin banyak dewan berarti perusahaan dapat meminimiliasi permasalahan agensi antara pemegang saham dengan direksi. Jumlah dewan yang besar menguntungkan perusahaan dari sudut pandang *resources dependence* (Alexander, Fernell, Halporn, 1993; Goodstein, Gautam, Boeker, 1994; Mintzberg, 1983). Maksud dari pandangan *resources*

dependence adalah bahwa perusahaan akan tergantung dengan dewannya untuk dapat mengelola sumber dayanya secara lebih baik. Pfeffer & Salancik (1978) dalam Bugshan (2005) juga menjelaskan bahwa semakin besar kebutuhan akan hubungan eksternal yang semakin efektif, maka kebutuhan akan dewan dalam jumlah yang besar akan semakin tinggi. Sedangkan kerugian dari jumlah dewan yang besar berkaitan dengan dua hal, yaitu: meningkatnya permasalahan dalam hal komunikasi dan koordinasi dengan semakin meningkatnya jumlah dewan dan turunnya kemampuan dewan untuk mengendalikan manajemen, sehingga menimbulkan permasalahan agensi yang muncul dari pemisahan antara manajemen dan kontrol (Jensen, 1993; Yermack, 1996).

Tabel 14. dibawah menunjukkan Jumlah anggota dewan direksi perusahaan Manufaktur periode 2001-2009.

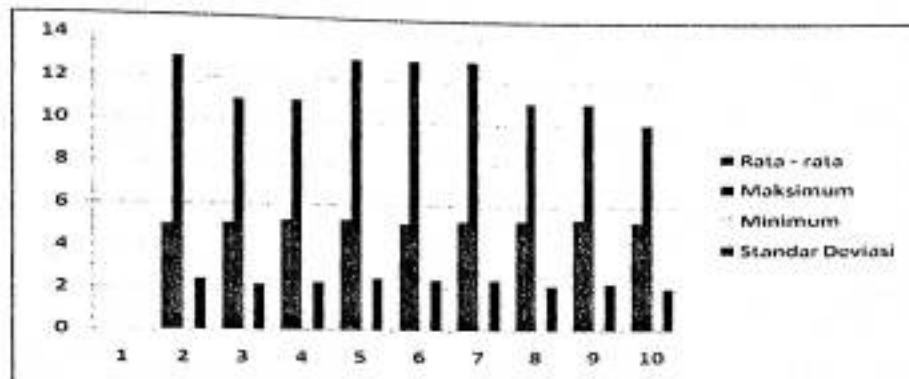
Tabel 14. Perkembangan Jumlah Anggota Dewan Direksi Perusahaan Manufaktur Periode 2001-2009

statistik	Jumlah Anggota Dewan Direksi								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata - rata	5.05	5.10	5.28	5.30	5.15	5.25	5.30	5.38	5.25
Maksimum	13.00	11.00	11.00	13.00	13.00	13.00	11.00	11.00	10.00
Minimum	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
Standar Deviasi	2.41	2.18	2.31	2.51	2.42	2.43	2.13	2.26	2.03

Sumber : Lampiran 3. Data diolah

Pada tabel 14 tersebut menunjukkan perkembangan jumlah anggota dewan direksi dimana dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2009 secara rata-rata tidak mengalami perubahan yang berarti.

Gambar 12. Perkembangan Jumlah Anggota Dewan Direksi perusahaan Manufaktur Periode 2001-2009



c. Komite Audit

Komite audit yang bertanggung jawab untuk mengawasi laporan keuangan, mengawasi audit eksternal, dan mengamati sistem pengendalian internal (termasuk audit internal) dapat mengurangi sifat *opportunistic* manajemen yang melakukan manajemen laba (*earnings management*) dengan cara mengawasi laporan keuangan dan melakukan pengawasan pada audit eksternal.

Tabel 15. dibawah ini menunjukkan perkembangan jumlah anggota Komite Audit perusahaan manufaktur periode 2001-2009.

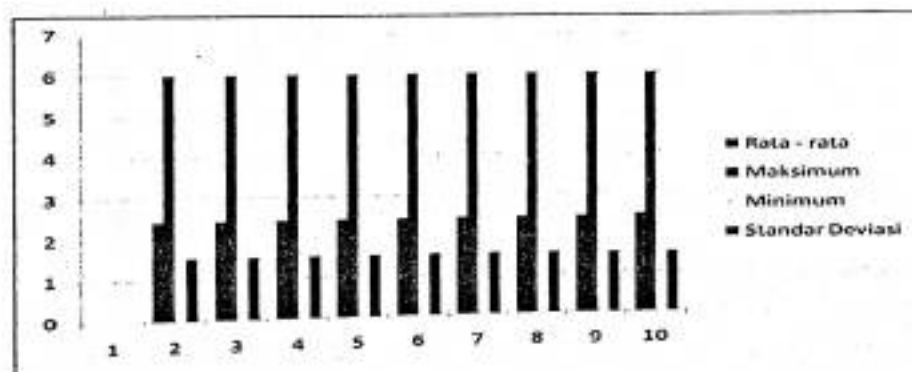
Tabel 15. Perkembangan Jumlah Anggota Komite Audit Perusahaan Manufaktur Periode 2001-2009

statistik	Jumlah Anggota Komite Audit								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata-rata	2.43	2.43	2.43	2.43	2.43	2.43	2.43	2.43	2.45
Maksimum	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
Minimum	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Standar Deviasi	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52	1.50	1.50

Sumber : Lampiran 5. Data diolah

Pada tabel 15 tersebut menunjukkan perkembangan jumlah anggota komite audit dimana secara rata-rata tidak mengalami perubahan yang berarti. Pada tahun 2001 sebesar 2,43 sementara pada tahun 2009 sebesar 2,45.

Gambar 13. Perkembangan Jumlah Anggota Komite Audit perusahaan Manufaktur Periode 2001-2009



3. Keputusan Investasi

- a. *Book Value of Gross Property, Plant, and Equipment to Book Value of the Assets Ratio (PPE/BVA)*

Rasio ini merupakan perbandingan antara nilai buku aktiva tetap terhadap nilai buku total aktiva perusahaan. Pada tabel 16.

dibawah menunjukkan perkembangan rata-rata, maksimum dan minimum *Value of Gross Property, Plant, and equipment to book value assets ratio (PPE/BVA)*.

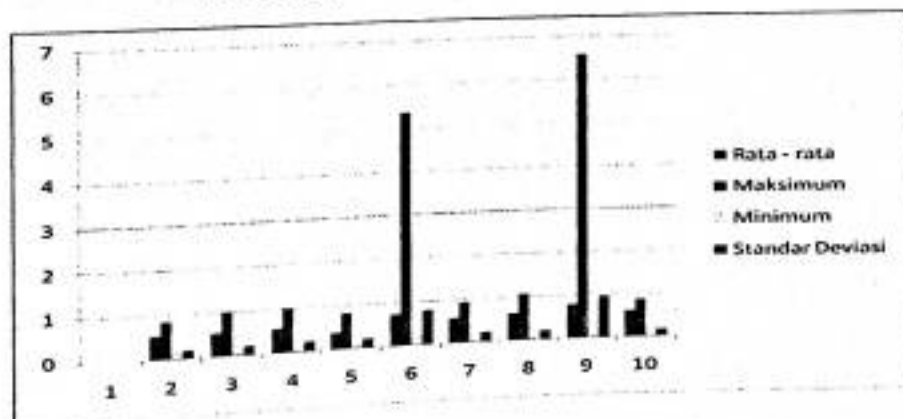
Tabel 16. Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum *Book Value of Gross Property, Plant, and Equipment to Book Value Assets Ratio (PPE/BVA)* Periode 2001-2009

statistik	PPE/BVA								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata - rata	0.52	0.53	0.55	0.37	0.72	0.56	0.62	0.78	0.60
Maksimum	0.83	1.00	1.00	0.80	5.34	0.91	1.06	6.58	0.86
Minimum	0.13	0.04	0.14	0.08	0.20	0.05	0.22	0.27	0.25
Standar Deviasi	0.17	0.19	0.21	0.20	0.78	0.22	0.20	0.96	0.16

Sumber : Lampiran 9, data diolah

Pada tabel 16 tersebut menunjukkan perkembangan *Value of Gross Property, Plant, and equipment to book value assets ratio (PPE/BVA)* dimana secara rata-rata tidak mengalami perubahan berarti, tahun 2001 sebesar 0,52 persen sementara tahun 2009 sebesar 0,60 persen.

Gambar 14. Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum *Book Value of Gross Property, Plant, and Equipment to Book Value Assets Ratio (PPE/BVA)* Periode 2001-2009



b. *Market Value to Book Value Assets Ratio (MVA/BAV)*

Proksi ini menunjukkan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan, terefleksi dalam harga saham (Kallapur dan Trombley, 1999). Tabel 17. Dibawah menunjukkan perkembangan rata-rata, maksimum dan minimum *Market Value to Book Value Assets ratio (MVA/BVA)*

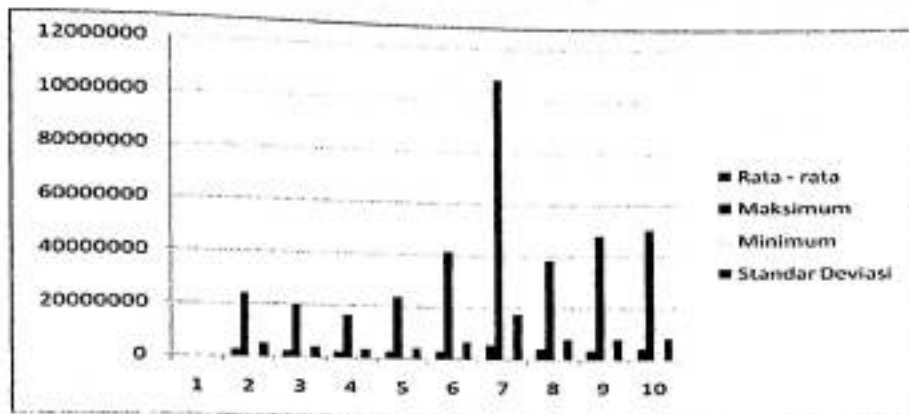
Tabel 17. Perkembangan Rata-rata, maksimum dan *Market Value to Book Value Assets Ratio (MVA/BVA)* Periode 2001-2009

statistik	MVA/BVA								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata-rata	2781813	2489410	2351039	2515879	3032259	5814735	4227285	3789857	4230897
Maksimum	24192468	20000544	16429863	23652753	41358077	107819785	38296926	48188984	50623504
Minimum	185872	212835	293296	342548	345660	277253	246286	106588	233715
Standar Deviasi	4944986	3922436	3357532	4082235	6627847	17587187	7948872	7942952	8317673

Sumber : Lampiran 10. Data diolah

Pada tabel 17 tersebut menunjukkan perkembangan *Market Value to Book Value Assets ratio (MVA/BVA)* perusahaan manufaktur selama periode 2001 sampai dengan periode 2009.

Gambar 15. Perkembangan Rata-rata, maksimum dan *Market Value to Book Value Assets Ratio (MVA/BVA)* Periode 2001-2009



c. *Market Value to Book Value Equity Ratio (MVE/BVE)*

Rasio MVE/BVE mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya (Smith dan Watts, 1992). Pada tabel 18. Menunjukkan perkembangan rata-rata, maksimum dan minimum *Market Value to Book Value Equity Ratio (MVE/BVE)*

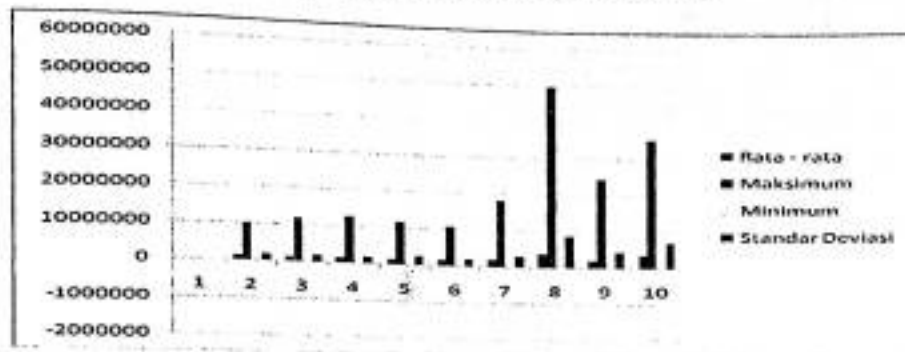
Tabel 18. Perkembangan *Market Value to Book Value Equity Ratio (MVE/BVE)* Periode 2001-2009

statistik	MVE/BE								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata-rata	1468135	1306860	1590284	1500327	1729463	2215481	4022721	2228941	3731224
Maksimum	10083090	11939697	12766832	11728077	10897925	18364481	49667999	24570365	35446769
Minimum	(126065)	145913	176303	(9390206)	(676650)	(731428)	(822421)	(145915)	(52733)
Standar Deviasi	1911251	1897005	2056711	2628918	2131516	3092337	8835762	4628629	7201012

Sumber : Lampiran 11. Data diolah

Pada tabel 18 tersebut menunjukkan perkembangan *Market Value to Book Value Equity Ratio (MVE/BVE)* perusahaan manufaktur selama periode 2001 sampai dengan periode 2009.

Gambar 16. Perkembangan Market Value to Book Value Equity Ratio (MVE/BVE) Periode 2001-2009



d. *Capital Addition to Assets Book Value Ratio (CAP/BVE)*

Rasio CAP/BVE menunjukkan adanya aliran tambahan aktiva produktifnya, yang sekaligus menunjukkan adanya potensi pertumbuhan perusahaan (Kallapur & Trombley, 1999). Tabel 19. dibawah menunjukkan rata-rata, maksimum dan minimum *Capital Additional to Assets Book Value Ratio (CAP/BVE)*

Tabel 19. Perkembangan Capital Additional to Assets Market Value Ratio (CAP/BVE) Periode 2001-2009

statistik	CAP BVA								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata - rata	1047345	996309	976504	1188878	1099701	1145601	1223256	1552212	1718456
Maksimum	8723179	8541454	8140674	13576532	11493558	13030347	13006000	18742000	21341000
Minimum	11584	12057	12489	28779	10835	10144	12591	12325	7093
Standar Deviasi	2123189	2006989	1901948	2452005	2281423	2469471	2511950	3462620	4018406

Sumber : Lampiran 12. Data diolah

e. *Capital Addition to Assets Market Value Ratio (CAP/MVA)*

Penggunaan *capital addition to assets market value ratio* sebagai proksi IOS dengan dasar pemikiran bahwa perusahaan yang bertumbuh memiliki level aktivitas investasi yang lebih tinggi (Kallapur dan Trombley, 1999).

f. *Price Earning Ratio (PER)*

Price Earning Ratio (PER) menunjukkan perbandingan antara *closing price* dengan laba per lembar saham (*earning per share*) (Brigham, 1999: 92). Tabel 20. dibawah menunjukkan rata-rata, maksimum dan minimum *Price Earning Ratio (PER)*.

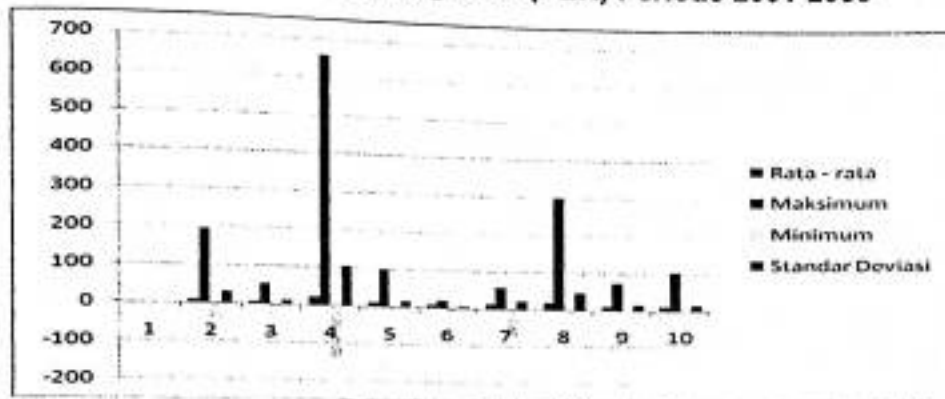
Tabel 20. Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum PER (*Price Earning Ratio*) Periode 2001-2009

statistik	Price Earning Ratio (PER)								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata-rata	10.11	7.34	23.00	12.29	9.46	13.28	20.59	10.75	11.86
Maksimum	193.60	53.68	656.73	97.56	20.57	58.31	301.00	73.00	103.66
Minimum	(40.82)	(23.03)	(138.42)	(5.93)	(8.27)	(73.72)	(7.43)	(1.32)	(4.09)
Standar Deviasi	31.35	12.61	105.88	16.33	5.62	21.68	46.45	15.29	16.34

Sumber : Lampiran 13. Data diolah

Pada table 20. tersebut menunjukkan perkembangan *Price Earning Ratio (PER)* perusahaan manufaktur selama periode 2001 sampai dengan periode 2009.

Gambar 17. Perkembangan Rata-rata, Maksimum dan Minimum Price Earning Ratio (PER) Periode 2001-2009



4. Keputusan Pendanaan

a. *Book Debt to Equity Ratio* (BDE)

Rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas (Brigham, 1999:87). Tabel 21. dibawah menunjukkan rata-rata, maksimum dan minimum *Book Debt to Equity Ratio* (BDE).

Book Debt to Equity Ratio (BDE) selama tahun 2001 sampai 2009 mengalami penurunan secara terus menerus yaitu 3,19 pada tahun 2001 dan minus 4,49 pada tahun 2004. Kemudian pada tahun 2005 kembali mengalami kenaikan yaitu 0,47 dan 2008 menjadi 1,28, namun kemudian turun lagi pada tahun 2009 menjadi 1.09.

Hal ini menunjukkan bahwa selama tahun 2001 sampai 2009 telah terjadi kenaikan hutang secara terus menerus, dan bahkan pada tahun 2004 terjadi jumlah proporsi hutang lebih besar dari

modal sendiri. Dengan proporsi hutang yang lebih besar, maka hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan manufaktur tersebut sangat rentang mengalami kebangkrutan.

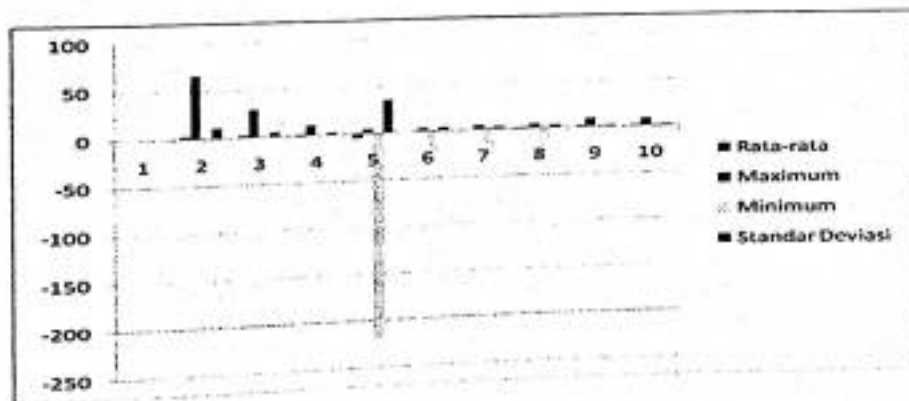
Tabel 21. Perkembangan *Book Debt to Equity Ratio*(BDE) Periode 2001-2009

statistik	BDE (Book Debt to Equity Ratio)								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata - rata	3.19	1.90	1.39	(4.49)	0.47	0.65	0.87	1.28	1.09
Maksimum	66.48	28.54	10.96	4.73	3.44	4.53	4.85	8.87	8.44
Minimum	(5.46)	0.15	0.08	(218.44)	(21.36)	(17.33)	(13.93)	(2.26)	(1.62)
Standar Deviasi	10.50	4.47	2.09	34.71	3.62	3.08	2.62	1.62	1.56

Sumber : Lampiran 14, data diolah

Pada tabel 21 tersebut menunjukkan perkembangan *Book Debt to Equity Ratio* (BDE) perusahaan manufaktur selama periode 2001 sampai dengan periode 2009.

Gambar 18. Perkembangan *Book Debt to Equity Ratio* (BDE) Periode 2001-2009



b. *Book Debt to Assets Ratio* (BDA)

Rasio ini mengukur persentase dana yang disesuaikan oleh kreditur dalam membiayai aktiva perusahaan (Brigham, 1999: 86). Tabel 22. dibawah menunjukkan rata-rata, maksimum dan minimum *Book Debt to Assets Ratio* (BDA).

Book Debt to Assets Ratio (BDA) selama tahun 2001 sampai tahun 2009 cenderung merata, hanya pada tahun 2008 terjadi kenaikan menjadi 0,50. Hal ini menunjukkan bahwa telah terjadi kenaikan proporsi pada hutang yang dibandingkan dengan total assets perusahaan. Nilai tertinggi berada pada tahun 2009 yaitu sebesar 2,62 dan nilai terendah berada pada tahun 2001 yaitu minus 5,46.

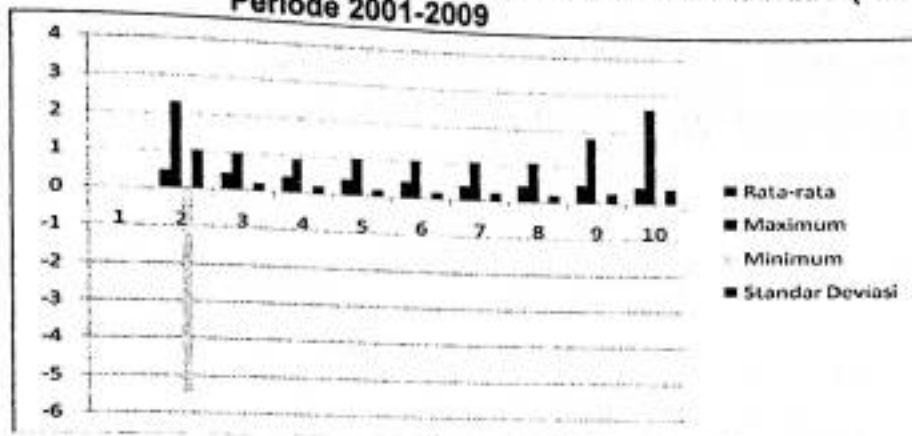
Tabel 22. Perkembangan *Book Debt to Assets Ratio* (BDA) Periode 2001-2009

statistik	BDA (<i>Book Debt to Assets Ratio</i>)								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata-rata	0,48	0,45	0,44	0,44	0,45	0,42	0,47	0,50	0,47
Maksimum	2,30	0,98	0,91	1,00	1,04	1,06	1,08	1,80	2,62
Minimum	(5,46)	0,06	0,08	0,15	0,10	0,05	0,07	0,09	0,05
Standar Deviasi	1,04	0,22	0,21	0,19	0,19	0,23	0,22	0,29	0,40

Sumber : lampiran 15, data diolah

Pada tabel 22 tersebut menunjukkan perkembangan *Book Debt to Assets Ratio* (BDA) perusahaan manufaktur selama periode 2001 sampai dengan periode 2009.

Gambar 19. Perkembangan *Book Debt to Assets Ratio* (BDA) Periode 2001-2009



c. *Long Term Debt to Equity Ratio* (LDE)

Rasio ini menunjukkan perbandingan antara klaim keuangan jangka panjang yang digunakan untuk mendanai kesempatan investasi jangka panjang dengan pengembalian (*rate of return*) jangka panjang pula (Brigham dan Gapenski, 1996: 543). Tabel 23. dibawah menunjukkan rata-rata, maksimum dan minimum *Long Term Debt to Equity Ratio* (LDE)

Long Term Debt to Equity (LDE) dari tahun 2001 sampai 2009 terus mengalami penurunan yaitu pada 2001 sebesar 1,38 dan turun pada tahun 2004 yaitu minus 0,47. Kemudian terus mengalami kenaikan dari tahun 2005 minus 0,31 dan terus naik menjadi 0,11 pada tahun 2009. Hal ini menunjukkan proporsi penggunaan hutang jangka panjang dari tahun 2001-2004 terus mengalami penurunan dibandingkan dengan modal sendiri, kemudian terus mengalami kenaikan pada tahun 2005-2009. Hal ini menunjukkan proporsi

penggunaan hutang jangka panjang terus naik dibandingkan dengan modal sendiri. *Long Term Debt to Equity Ratio* tertinggi berada pada tahun 2001 yaitu sebesar 16,62 sementara terendah berada pada tahun 2004 yaitu minus 23,00.

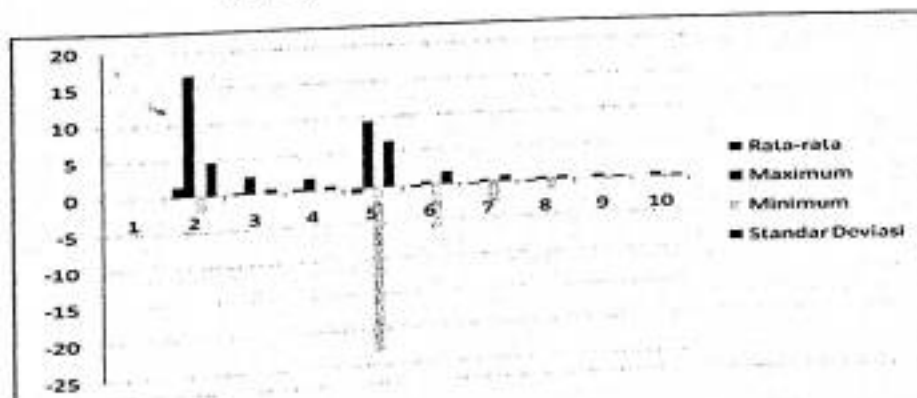
Tabel 23. Perkembangan *Long Term Debt to Equity Ratio* (LDE) Periode 2001-2009

statistik	LDE (Long Term Debt to Equity Ratio)								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata-rata	1.38	0.32	0.35	(0.74)	(0.31)	(0.08)	0.00	0.10	0.11
Maksimum	16.62	2.38	1.71	9.33	0.53	0.45	0.36	0.52	0.50
Minimum	(2.23)	0.01	0.01	(23.00)	(6.13)	(2.67)	(1.61)	(0.18)	(0.03)
Standar Deviasi	4.65	0.58	0.48	6.37	1.68	0.79	0.49	0.16	0.15

Sumber : Lampiran 16. Data diolah

Pada tabel 23. tersebut menunjukkan perkembangan *Long Term Debt to Equity Ratio* (LDE) perusahaan manufaktur selama periode 2001 sampai dengan periode 2009.

Gambar 20. Perkembangan *Long Term Debt to Equity Ratio* (LDE) Periode 2001-2009



d. *Market Debt to Equity Ratio (MDE)*

Rasio ini menunjukkan perbandingan antara nilai buku hutang dengan nilai pasar ekuitas. Tabel 24. dibawah menunjukkan rata-rata, maksimum dan minimum *Market Debt to Equity Ratio (MDE)*

Nilai rata-rata *Market Debt to Equity Ratio (MDE)* trus mengalami penurunan selama periode 2001 sampai 2009. Pada tahun 2001 sebesar 41,49 sementara pada tahun 2004 menjadi 27,70, kemudian naik lagi pada tahun 2005 menjadi 41.08 kemudian turun pada tahun 2008 menjadi 16,76 dan naik lagi pada tahun 2009 menjadi 38.09.

Hal ini menunjukkan bahwa nilai buku hutang menlami penurunan selama periode 2001-2004dan naik lagi pada tahun 2005 dibandingkan dengan nilai pasar ekuitas. Kemudian pada tahun 2009 kembali mengalami kenaikan. Nilai *market debt to equity* tertinggi berada pada tahun 2001 yaitu sebesar 927,23 sementara terendah berada pada tahun 2002-206

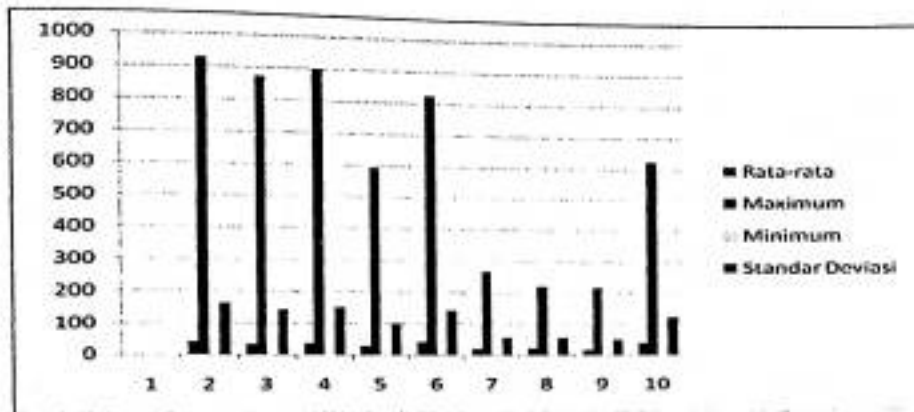
Tabel 24. Perkembangan *Market Debt to Equity Ratio (MDE)* Periode 2001-2009

statistik	MDE (<i>Market Debt to Equity Ratio</i>)								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata-rata	41.49	34.72	37.30	27.70	41.03	19.63	21.54	16.76	38.09
Maksimum	927.23	871.65	898.79	593.03	824.48	268.27	220.06	217.72	622.62
Minimum	0.01	-	-	0.01	-	-	0.01	-	0.01
Standar Deviasi	160.40	142.71	149.90	100.63	142.03	56.24	56.38	49.65	122.61

Sumber : Lampiran 17. Data diolah

Pada tabel 24. tersebut menunjukkan perkembangan *Market Debt to Equity Ratio* (MDE) perusahaan manufaktur selama periode 2001 sampai dengan periode 2009.

Gambar 21. Perkembangan *Market Debt to Equity Ratio* (MDE) Periode 2001-2009



5. Kebijakan Dividen

a. *Dividen Payout Ratio* (DPR)

Rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas (Brigham dan Gapenski, 1996: 450). Tabel 25. dibawah menunjukkan rata-rata, maksimum dan minimum *Dividen Payout Ratio* (DPR). DPR selama tahun 2001 sampai 2009 mengalami fluktuasi. Pada tahun 2001 rata-rata sebesar 16,60 kemudian pada tahun 2002 naik menjadi 31,10. Hal ini menunjukkan bahwa laba laba yang dibagikan dalam bentuk dividen semakin meningkat. Namun pada tahun 2003 kembali turun menjadi 13,14, kemudian naik lagi

sementara penurunan drastis terjadi pada tahun 2009 yang hanya sebesar 12,43.

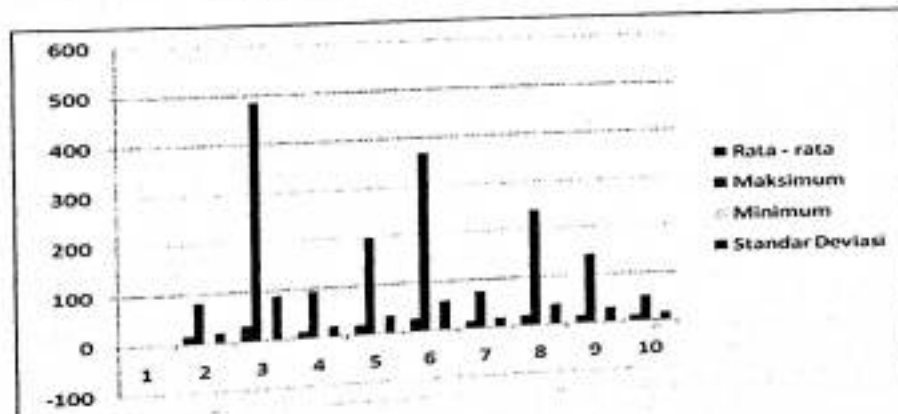
Tabel 25. Perkembangan *Deviden Payout Ratio* (DPR) Periode 2001-2009

statistik	DPR (<i>Deviden Payout Ratio</i>)								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata-rata	16.60	31.10	13.14	20.31	26.86	13.79	20.83	15.62	12.43
Maksimum	82.61	484.31	94.90	197.55	366.96	75.60	239.15	142.17	51.63
Minimum	-	-	-	-	-	-	-	-	(20.86)
Standar Deviasi	20.33	88.25	22.13	34.72	58.93	18.13	41.52	29.97	15.82

Sumber : Lampiran 18. Data diolah

Pada tabel 25. tersebut menunjukkan perkembangan *deviden payout ratio* (DPR) perusahaan manufaktur selama periode 2001 sampai dengan periode 2009.

Gambar 22. Perkembangan *Deviden Payout Ratio* (DPR) Periode 2001-2009



b. *Deviden Yield* (DY)

Rasio *dividend yield* menunjukkan perbandingan *dividen* per lembar saham yang dibagikan dengan harga pasar saham (Imam

Subekti, 2000). Tabel 26 dibawah menunjukkan rata-rata, maksimum dan minimum *Deviden Yield Ratio* (DY). Pada tahun 2001 rata-rata sebesar 2,73 dan naik pada tahun 2002 menjadi 3,87. Namun pada tahun 2003 sampai 2009 terus mengalami penurunan dan terakhir pada tahun 2009 sebesar 2,84.

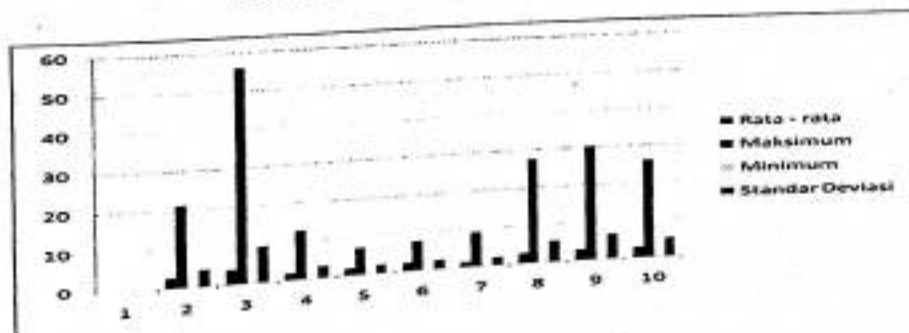
Tabel 26. Perkembangan *Deviden Yield Ratio* (DY) Periode 2001-2009

statistik	DY (Deviden Yield)								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata - rata	2.73	3.87	1.80	1.85	2.14	1.33	2.73	2.83	2.84
Maksimum	21.25	55.96	12.72	7.06	7.63	9.00	27.66	30.30	26.00
Minimum	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Standar Deviasi	4.33	9.28	3.00	2.21	2.37	2.01	5.57	6.49	5.00

Sumber : Lampiran 19. Data diolah

Pada tabel 26. tersebut menunjukkan perkembangan *deviden yield* (DY) perusahaan manufaktur selama periode 2001 sampai dengan periode 2009.

Gambar 23. Perkembangan DY (*Deviden Yield Ratio*) Periode 2001-2009



6. Nilai Perusahaan

a. *Price Book Value* (PBV)

Nilai perusahaan pada penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar. Karena nilai perusahaan adalah nilai yang dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Nilai perusahaan diukur dengan *Price Book Value* (PBV). Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham, 1999: 92). Tabel 27. dibawah menunjukkan rata-rata, maksimum dan minimum *Price Book Value* (PBV)

Price Book Value (PBV) mengalami fluktuasi selama tahun 2001 sampai 2009. Pada tahun 2001 PBV 1,26 dan terus mengalami kenaikan sampai pada tahun 2004 sebesar 1,94. Kemudian pada tahun 2005 turun menjadi 1,54 dan terus mengalami kenaikan, namun pada tahun 2008 turun menjadi 1,26. PBV tertinggi pada tahun 2004 sebesar 9,12 dan terendah pada tahun 2007 sebesar minus 0,82.

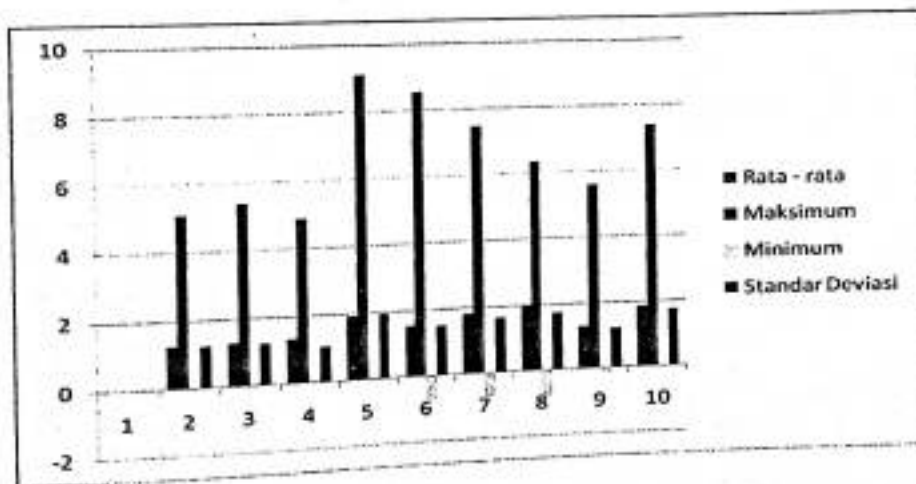
Tabel 27. Perkembangan Price Book Value (PBV) Periode 2001-2009

statistik	PBV (Price Book Value)								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rata-rata	1.26	1.30	1.34	1.92	1.54	1.82	2.01	1.29	1.86
Maksimum	5.11	5.41	4.90	9.12	8.53	7.47	6.36	5.59	7.38
Minimum	(0.13)	0.15	0.18	0.19	(0.68)	(0.73)	(0.82)	(0.15)	(0.05)
Standar Deviasi	1.25	1.24	1.05	1.96	1.52	1.65	1.74	1.22	1.75

Sumber : Lampiran 20. Data diolah

Pada tabel 27. tersebut menunjukkan perkembangan *Price Book Value* (PBV) perusahaan manufaktur selama periode 2001 sampai dengan periode 2009.

Gambar 24. Perkembangan PBV (Price Book Value)Periode 2001-2009



D. Hubungan Fungsional Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance*, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan

a. Analisis Jalur Sub-Struktur 1. Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance* terhadap Keputusan Investasi

a. Pengujian Secara Simultan Sub-Struktur-1

Pengujian secara simultan yang ditunjukkan pada lampiran 17 ditunjukkan. Hipotesis statistik dirumuskan sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_1x_1} = \rho_{y_1x_2} \neq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_1x_1} = \rho_{y_1x_2} = 0$$

Hipotesis :

H_a : Struktur kepemilikan dan *corporate governance* secara bersama-sama berpengaruh terhadap keputusan investasi

H_0 : Struktur kepemilikan dan *corporate governance* secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi

Berdasarkan hasil yang diperoleh dari pengujian statistik dengan menggunakan tabel Anova diperoleh nilai F sebesar 452.771 dengan probabilitas (sig)= 0,000. Karena nilai sig < 0,05, maka keputusannya adalah H_0 ditolak dan menerima H_a . hal ini berarti bahwa struktur

kepemilikan dan *corporate governance* secara bersama-sama berpengaruh terhadap keputusan investasi.

Besarnya koefisien determinasi R^2 atau $R^2_{y_1, x_1, x_2} = 0,717$ atau 71,70%, sementara besarnya pengaruh variabel lain yang tidak dimasukkan kedalam model yaitu, $\rho_{y_1, \varepsilon_1} = 1 - 0,717 = 0,283$ atau 28,3%

b. Pengujian Secara Individual Sub-Struktur-1

1) Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Investasi

Pengujian hubungan secara parsial ditunjukkan pada lampiran 17 tabel *Coefficients*. Hipotesis penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_1, x_1} \geq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_1, x_1} = 0$$

Hipotesis :

H_a = Struktur Kepemilikan berpengaruh terhadap keputusan investasi

H_0 = Struktur Kepemilikan tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi

Analisis hubungan parsial antara struktur kepemilikan dengan keputusan investasi adalah bahwa pada kolom sig (*significant*) pada lampiran 17 tabel *Coefficients* didapat nilai sig

0,00. Karena nilai sig < dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima H_a yang berarti bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap keputusan investasi.

2) Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Keputusan Investasi

Pengujian secara parsial ditunjukkan pada lampiran 17 tabel *Coefficients*. Hipotesis penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_1x_2} \geq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_1x_2} = 0$$

Hipotesis :

H_a = *Corporate governance* berpengaruh terhadap keputusan investasi

H_0 = *Corporate governance* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi

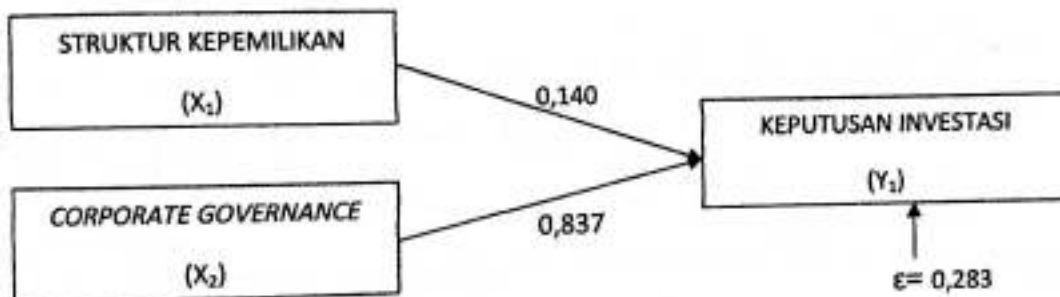
Analisis hubungan parsial antara *Corporate governance* dengan keputusan investasi adalah bahwa pada kolom sig (*significant*) pada lampiran 17. *Coefficients* didapat nilai sig 0,00. Karena nilai sig < dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima H_a yang berarti bahwa *Corporate governance* berpengaruh terhadap keputusan investasi.

Tabel 28. Rangkuman Hasil Analisis Koefisien Jalur Sub-Struktur-1

Pengaruh Antar Variabel	Koefisien Jalur (Beta)	Nilai t	Nilai F	Hasil Pengujian	Koefisien Determinasi atau R^2	Koefisien Variabel lain ϵ
X_1 terhadap Y_1	0,140	4.992	452.771	H_0 Ditolak	0,717 atau 71,70%	0,283 atau 28,3%
X_2 terhadap Y_1	0,837	29,724	452.771	H_0 Ditolak	0,717 atau 71,70%	0,283 atau 28,3%

Sumber : Hasil penelitian, data diolah

Gambar 25 di bawah ini menunjukkan analisis hubungan empiris pada sub-struktur-1 dimana struktur kepemilikan dan *corporate governance* sebagai variabel eksogen dan keputusan investasi sebagai variabel endogen.



Gambar 25 : Analisis Jalur Hubungan Empiris Sub-Struktur-1

b. Analisis Jalur Sub-Struktur-2. Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance* dan Keputusan Investasi terhadap Keputusan Pendanaan

a. Pengujian Secara Simultan Sub-Struktur-2

Pengujian secara simultan yang ditunjukkan pada lampiran 18 tabel Anova ditunjukkan. Hipotesis statistik dirumuskan sebagai berikut:

$$H_a: \rho_{y_2x_1} = \rho_{y_2x_2} = \rho_{y_2y_1} \neq 0$$

$$H_0: \rho_{y_2x_1} = \rho_{y_2x_2} = \rho_{y_2y_1} = 0$$

Hipotesis :

H_a = Struktur kepemilikan, *corporate governance*, dan keputusan investasi secara bersama-sama berpengaruh terhadap keputusan pendanaan

H_0 = Struktur kepemilikan, *corporate governance*, dan keputusan investasi secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan

Berdasarkan hasil yang diperoleh dari pengujian statistik dengan menggunakan tabel Anova diperoleh nilai F sebesar 129.452 dengan probabilitas (sig)= 0,000. Karena nilai sig < 0,05, maka keputusannya adalah H_0 ditolak dan menerima H_a . hal ini berarti bahwa struktur kepemilikan, *corporate governance* dan keputusan investasi secara bersama-sama berpengaruh terhadap keputusan pendanaan.

Besarnya koefisien determinasi R square atau $R^2_{y_2x_1x_2y_1} = 0,522$ atau 52,20%, sementara besarnya pengaruh variabel lain yang tidak dimasukkan kedalam model yaitu, $\rho_{y_2\varepsilon_1} = 1 - 0,522 = 0,478$ atau 47,8%

b. Pengujian Secara Individu Sub-Struktur-2

1. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Pendanaan

Pengujian hubungan secara parsial ditunjukkan pada lampiran 18 tabel *Coefficients*. Hipotesis penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_2x_1} \geq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_2x_1} = 0$$

Hipotesis :

H_a = Struktur Kepemilikan berpengaruh terhadap keputusan pendanaan

H_0 = Struktur Kepemilikan tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan

Analisis hubungan parsial antara struktur kepemilikan dengan keputusan pendanaan adalah bahwa pada kolom sig (*significant*) pada lampiran 18 tabel *Coefficients* didapat nilai sig 0,00. Karena nilai sig < dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima H_a yang berarti bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap keputusan pendanaan.

2. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Keputusan Pendanaan

Pengujian hubungan secara parsial ditunjukkan pada lampiran 18 tabel *Coefficients*. Hipotesis penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_2x_2} \geq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_2x_2} = 0$$

Hipotesis :

H_a = *Corporate governance* berpengaruh terhadap keputusan pendanaan

H_0 = *Corporate governance* tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan

Analisis hubungan parsial antara *Corporate governance* dengan keputusan pendanaan adalah bahwa pada kolom sig (*significant*) pada tabel *Coefficients* didapat nilai sig 0,00. Karena nilai sig < dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima H_a yang berarti bahwa *Corporate governance* berpengaruh terhadap keputusan pendanaan.

3. Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Keputusan Pendanaan

Pengujian hubungan secara parsial ditunjukkan pada lampiran 18 tabel *Coefficients*. Hipotesis penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_2 y_1} \geq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_2 y_1} = 0$$

Hipotesis :

H_a = Keputusan investasi berpengaruh terhadap keputusan pendanaan

H_0 = Keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan

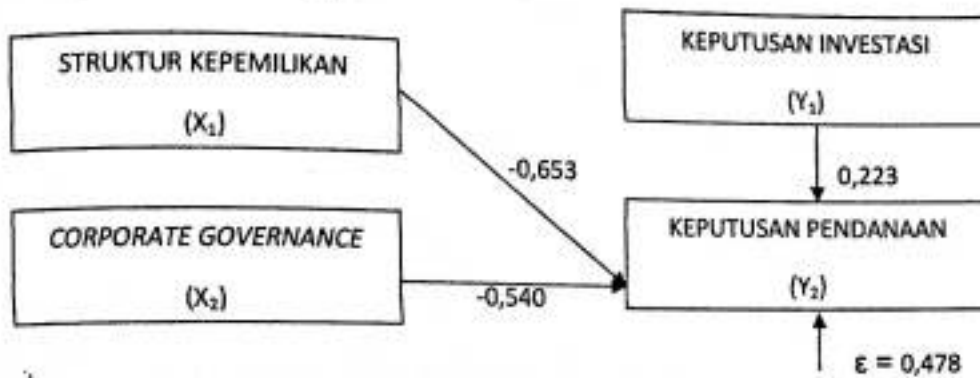
Analisis hubungan parsial antara keputusan investasi dengan keputusan pendanaan adalah bahwa pada kolom sig (*significant*) pada lampiran 18 tabel *Coefficients* didapat nilai sig 0,01. Karena nilai sig < dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima H_a yang berarti bahwa keputusan investasi berpengaruh terhadap keputusan pendanaan.

Tabel 29. Rangkuman Hasil Analisis Koefisien Jalur Sub-Struktur-2

Pengaruh Antar Variabel	Koefisien Jalur (Beta)	Nilai t	Nilai F	Hasil Pengujian	Koefisien Determinasi atau R^2	Koefisien Variabel lain ϵ
X_1 terhadap Y_2	-0,653	-17.223	129.452	H_0 Ditolak	0,522	0,478
X_2 terhadap Y_2	-0,540	-7.904		H_0 Ditolak	Atau	Atau
Y_1 terhadap Y_2	0,223	3.230		H_0 Ditolak	52.20%	47,8%

Sumber : Hasil penelitian, data diolah

Gambar 26 di bawah ini menunjukkan analisis hubungan empiris pada sub-struktur-2 dimana struktur kepemilikan, *corporate governance* dan keputusan investasi sebagai variable eksogen dan keputusan pendanaan sebagai variabel endogen.



Gambar 26 : Analisis Jalur Hubungan Empiris Sub-Struktur-2

c. Analisis Jalur Sub-Struktur-3. Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance*, Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan terhadap Kebijakan Deviden

a. Pengujian Secara Simultan Sub-Struktur-3

Pengujian secara simultan yang ditunjukkan pada lampiran 19 tabel Anova ditunjukkan. Hipotesis statistik dirumuskan sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_3 x_1} = \rho_{y_3 x_2} = \rho_{y_3 y_1} = \rho_{y_3 y_2} \neq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_3 x_1} = \rho_{y_3 x_2} = \rho_{y_3 y_1} = \rho_{y_3 y_2} = 0$$

Hipotesis :

H_a = Struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi dan keputusan pendanaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan deviden

H_0 = Struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi dan keputusan pendanaan secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap kebijakan deviden

Berdasarkan hasil yang diperoleh dari pengujian statistik dengan menggunakan tabel Anova diperoleh nilai F sebesar 256.417 dengan probabilitas (sig) = 0,00. Karena nilai sig < 0,05, maka keputusannya adalah menolak H_0 dan terima H_a . hal ini berarti bahwa struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi dan Keputusan pendanaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan deviden.

Besarnya koefisien determinasi R_{square} atau $R^2_{y_3x_1x_2y_1y_2} = 0,743$ atau 74,30 %, sementara besarnya pengaruh variabel lain yang tidak dimasukkan kedalam model yaitu, $\rho_{y_3e_1} = 1 - 0,743 = 0,257$ atau 25,70%

b. Pengujian Secara Individu Sub-Struktur-3

1. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Deviden

Pengujian hubungan secara parsial ditunjukkan pada lampiran 19 tabel *Coefficients*. Hipotesis penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_3, x_1} \geq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_3, x_1} = 0$$

Hipotesis :

H_a = Struktur Kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan deviden

H_0 = Struktur Kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan deviden

Analisis hubungan parsial antara struktur kepemilikan dengan kebijakan deviden adalah bahwa pada kolom sig (*significant*) pada lampiran 19 tabel *Coefficients* didapat nilai sig 0,01. Karena nilai sig < dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima H_a yang berarti bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan deviden.

2. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Kebijakan Deviden

Pengujian hubungan secara parsial ditunjukkan pada lampiran 19 tabel *Coefficients*. Hipotesis penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$H_a: \rho_{y_3 x_2} \geq 0$$

$$H_0: \rho_{y_3 x_2} = 0$$

Hipotesis :

H_a = *Corporate governance* berpengaruh terhadap kebijakan deviden

H_0 = *Corporate governance* tidak berpengaruh terhadap kebijakan deviden

Analisis hubungan parsial antara *Corporate governance* dengan kebijakan deviden adalah bahwa pada kolom sig (*significant*) pada lampiran 19 tabel *Coefficients* didapat nilai sig 0,000. Karena nilai sig < dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima H_a yang berarti bahwa *corporate governance* berpengaruh terhadap kebijakan deviden.

3. Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Kebijakan Dividen

Pengujian hubungan secara parsial ditunjukkan pada lampiran 19 tabel *Coefficients*. Hipotesis penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$H_a: \rho_{y_3 y_1} \geq 0$$

$$H_0: \rho_{y_3 y_1} = 0$$

Hipotesis :

H_a = Keputusan unvestasi berpengaruh terhadap kebijakan deviden

H_0 = Keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan deviden

Analisis hubungan parsial antara keputusan investasi dengan kebijakan deviden adalah bahwa pada kolom sig (*significant*) pada lampiran 19 tabel *Coefficients* didapat nilai sig 0,000. Karena nilai sig < dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima H_a yang berarti bahwa keputusan investasi berpengaruh terhadap kebijakan deviden.

4. Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap kebijakan Deviden

Pengujian hubungan secara parsial ditunjukkan pada lampiran 19 tabel *Coefficients*. Hipotesis penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_3, y_2} \geq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_3, y_2} = 0$$

Hipotesis :

H_a = Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap kebijakan deviden

H_0 = Keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan deviden

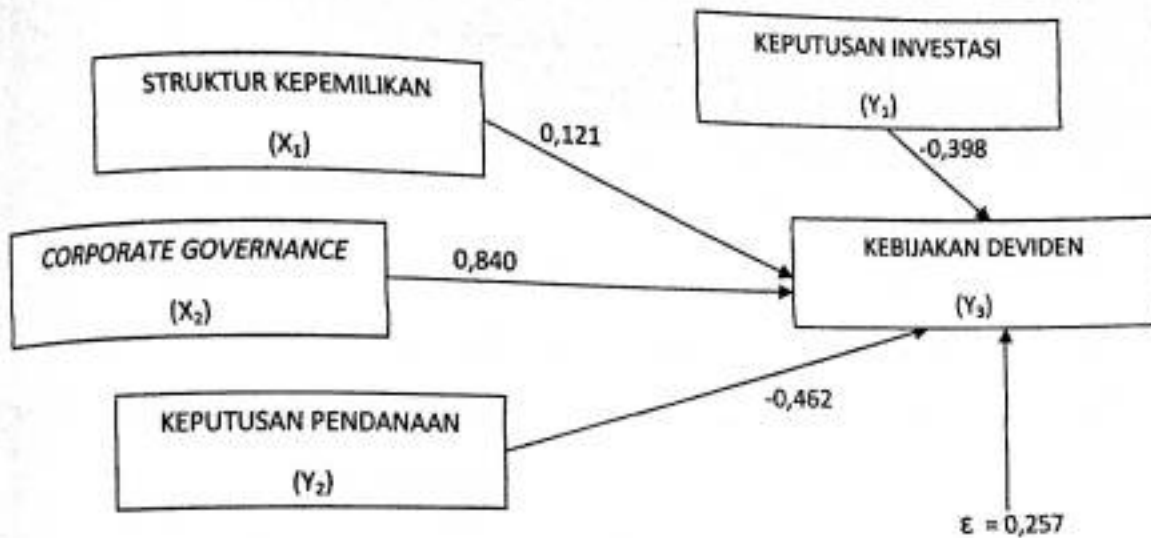
Analisis hubungan parsial antara keputusan pendanaan dengan kebijakan deviden adalah bahwa pada kolom sig (*significant*) pada lampiran 19 tabel *Coefficients* didapat nilai sig 0,000. Karena nilai sig < dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima H_a yang berarti bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap kebijakan deviden.

Tabel 30. Rangkuman Hasil Analisis Koefisien Jalur Sub-Struktur-3

Pengaruh Antar Variabel	Koefisien Jalur (Beta)	Nilai t	Nilai F	Hasil Pengujian	Koefisien Determinasi atau R^2	Koefisien Variabel lain ϵ
X_1 terhadap Y_3	0,121	3.218	256.417	H_0 Ditolak	0,743	0,257
X_2 terhadap Y_3	0,840	15.446		H_0 Ditolak	Atau	Atau
Y_1 terhadap Y_3	-0,398	-7.751		H_0 Ditolak	74,30 %	25,70 %
Y_2 terhadap Y_3	-0,462	-11.878		H_0 Ditolak		

Sumber : Hasil penelitian, data diolah

Gambar 27 di bawah ini menunjukkan analisis hubungan empiris pada sub-struktur-3 dimana struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi dan keputusan pendanaan sebagai variabel eksogen dan kebijakan deviden sebagai variabel endogen.



Gambar 27 : Analisis Jalur Hubungan Empiris Sub-Struktur-3

c. Analisis Jalur Sub-Struktur-4. Struktur Kepemilikan, Corporate Governance, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan

a. Pengujian Secara Simultan Sub-Struktur-4

Pengujian secara simultan yang ditunjukkan pada lampiran 20 tabel Anova ditunjukkan. Hipotesis statistik dirumuskan sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_4 x_1} = \rho_{y_4 x_2} = \rho_{y_4 y_1} = \rho_{y_4 y_2} = \rho_{y_4 y_3} \neq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_4 x_1} = \rho_{y_4 x_2} = \rho_{y_4 y_1} = \rho_{y_4 y_2} = \rho_{y_4 y_3} = 0$$

Hipotesis :

H_a = Struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan

H_0 = Struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan hasil yang diperoleh dari pengujian statistik dengan menggunakan tabel Anova diperoleh nilai F sebesar 59.644 dengan probabilitas (sig)= 0,000. Karena nilai sig < 0,05, maka keputusannya adalah menolak H_0 dan terima H_a . hal ini berarti bahwa struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, Keputusan pendanaan dan kebijakan deviden secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Besarnya koefisien determinasi R_{square} atau R^2 $y_4 x_1 x_2 y_1 y_2 y_3 =$ 0,457 atau 45,70 %, sementara besarnya pengaruh variabel lain yang tidak dimasukkan kedalam model yaitu, $\rho_{y_4 \varepsilon_1} = 1 - 0,457 = 0,542$ atau 54,20%

b. Pengujian Secara Individu Sub-Struktur-4

1. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan

Pengujian hubungan secara parsial ditunjukkan pada lampiran 20 tabel *Coefficients*. Hipotesis penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_1 x_1} \geq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_1 x_1} = 0$$

Hipotesis :

H_a = Struktur Kepemilikan berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

H_0 = Struktur Kepemilikan tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

Analisis hubungan parsial antara struktur kepemilikan dengan Nilai Perusahaan adalah bahwa pada kolom sig (*significant*) pada lampiran 20 tabel *Coefficients* didapat nilai sig 0,000. Karena nilai sig < dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima H_a yang berarti bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap Nilai perusahaan.

2. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan

Pengujian hubungan secara parsial ditunjukkan pada lampiran 20 tabel *Coefficients*. Hipotesis penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_1 x_2} \geq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_1 x_2} = 0$$

Hipotesis :

H_a = *Corporate governance* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

H_0 = *Corporate governance* tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

Analisis hubungan parsial antara *Corporate governance* dengan Nilai Perusahaan adalah bahwa pada kolom sig (*significant*) pada lampiran 20 tabel *Coefficients* didapat nilai sig 0,001. Karena nilai sig < dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima H_a yang berarti bahwa *corporate governance* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.

3. Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Pengujian hubungan secara parsial ditunjukkan pada lampiran 20 tabel *Coefficients*. Hipotesis penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_1 y_1} \geq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_1 y_1} = 0$$

Hipotesis :

H_a = Keputusan investasi berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

H_0 = Keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

Analisis hubungan parsial antara keputusan investasi dengan Nilai Perusahaan adalah bahwa pada kolom sig (*significant*) pada lampiran 20 tabel *Coefficients* didapat nilai sig 0,006. Karena nilai sig < dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima H_a yang berarti bahwa keputusan investasi berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

4. Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan

Pengujian hubungan secara parsial ditunjukkan pada lampiran 20 tabel *Coefficients*. Hipotesis penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_1, y_2} \geq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_1, y_2} = 0$$

Hipotesis :

H_a = Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

H_0 = Keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

Analisis hubungan parsial antara keputusan pendanaan dengan Nilai Perusahaan adalah bahwa pada kolom sig (*significant*) pada lampiran 20 tabel *Coefficients* didapat nilai sig 0,001. Karena nilai sig < dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima H_a yang berarti bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

5. Pengaruh Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan

Pengujian hubungan secara parsial ditunjukkan pada lampiran 20 tabel *Coefficients*. Hipotesis penelitian yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$H_a : \rho_{y_1, y_2} \geq 0$$

$$H_0 : \rho_{y_1, y_2} = 0$$

Hipotesis :

H_a = Kebijakan Deviden berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

H_0 = Kebijakan Deviden tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

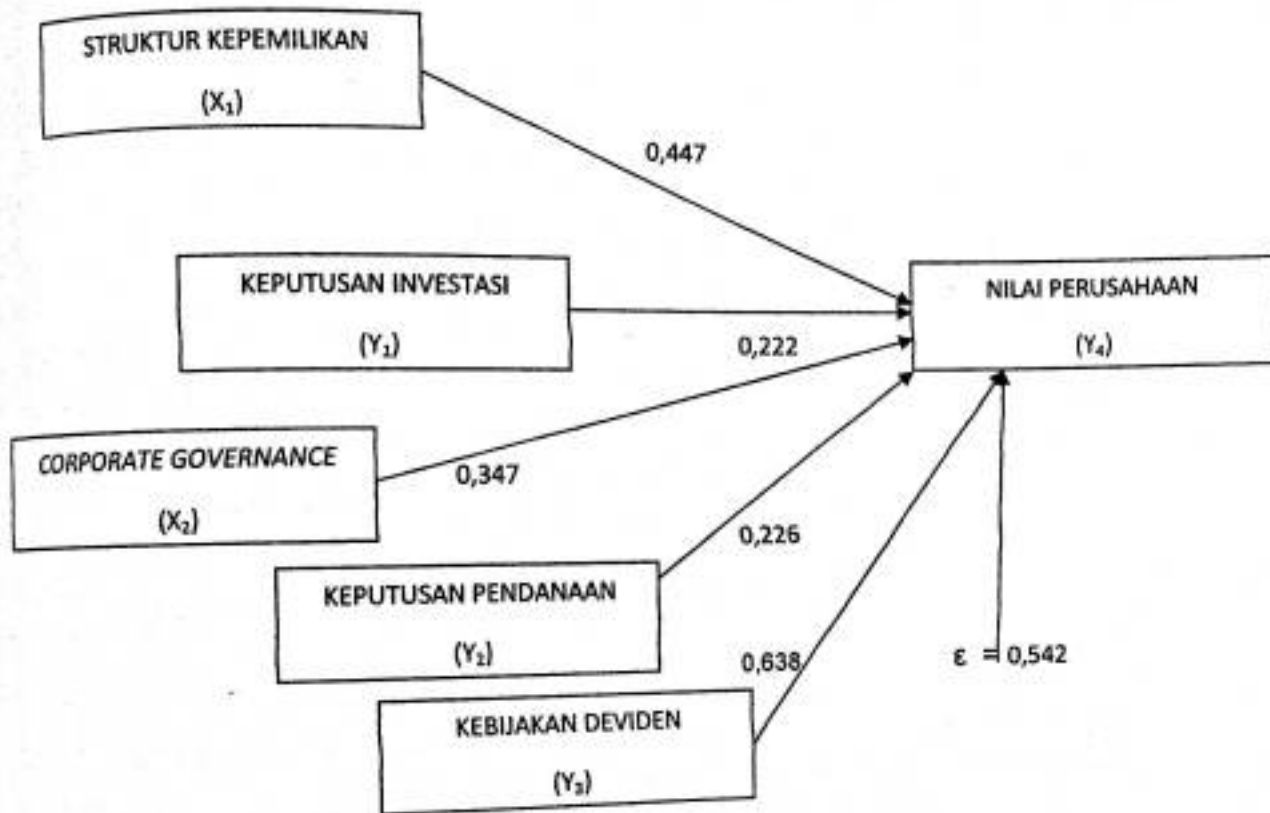
Analisis hubungan parsial antara kebijakan deviden dengan Nilai Perusahaan adalah bahwa pada kolom sig (*significant*) pada lampiran 20 tabel *Coefficients* didapat nilai sig 0,000. Karena nilai sig < dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menerima

H_a yang berarti bahwa Kebijakan deviden berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

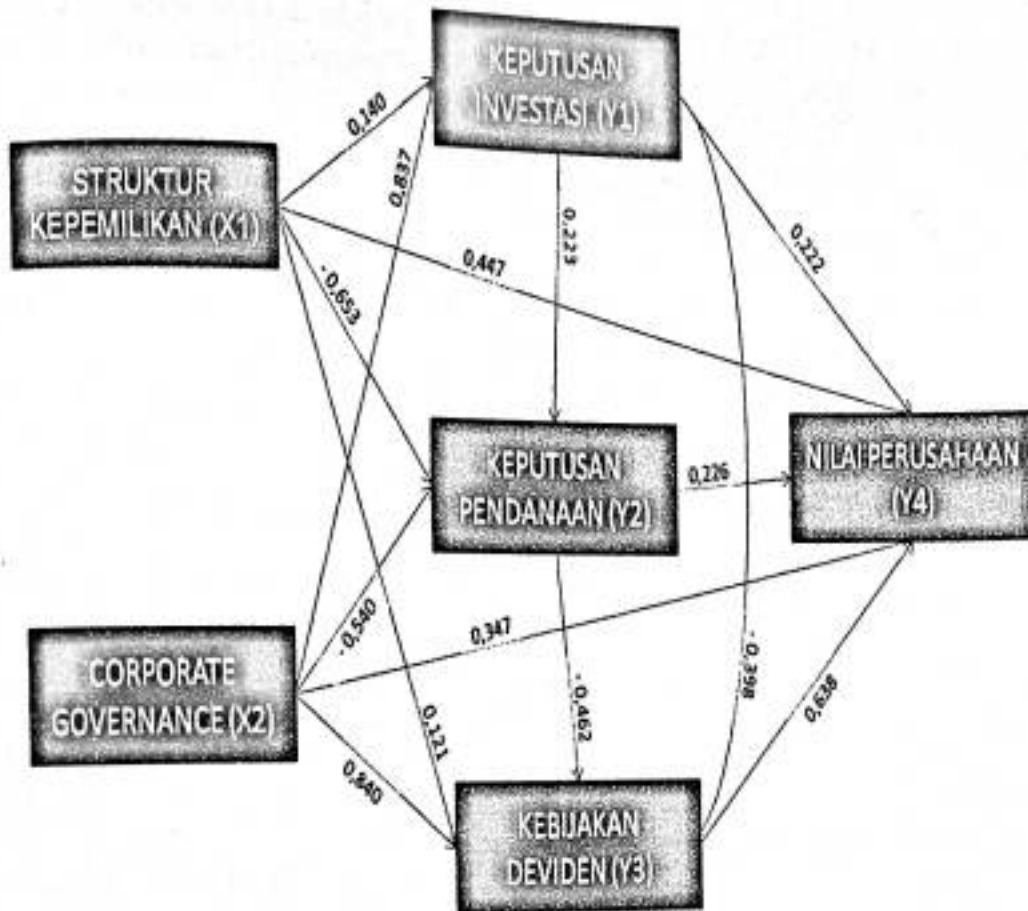
Tabel 31. Rangkuman Hasil Analisis Koefisien Jalur Sub-Struktur-4

Pengaruh Antar Variabel	Koefisien Jalur (Beta)	Nilai t	Nilai F	Hasil Pengujian	Koefisien Determinasi atau R^2	Koefisien Variabel lain ϵ
X_1 terhadap Y_4	0,447	8,036	59,644	H_0 Ditolak	0,457	0,542
X_2 terhadap Y_4	0,347	3,388		H_0 Ditolak	Atau	Atau
Y_1 terhadap Y_4	0,222	2,745		H_0 Ditolak	45,70 %	54,20 %
Y_2 terhadap Y_4	0,226	3,383		H_0 Ditolak		
Y_3 terhadap Y_4	0,638	8,267		H_0 Ditolak		

Sumber : Hasil penelitian, data diolah



Gambar 28 : Analisis Jalur Hubungan Empiris Sub-Struktur-4



Gambar 29 : Analisis Jalur Lengkap Struktur Kepemilikan, Corporate Governance, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Deviden dan Nilai perusahaan

E. Pengaruh Langsung, Tidak Langsung dan Total Pengaruh Struktur Kepemilikan, Corporate Governance, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Tabel 32. Proses 1: Penentuan Hubungan Langsung, Tidak Langsung dan Total Pengaruh Struktur Kepemilikan, Corporate Governance, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Pengaruh Variabel	Langsung	Pengaruh Kausal				Total
		Tidak Langsung		Melalui Y3	Melalui Y1, Y2 dan Y3	
		Melalui Y1	Melalui Y2			
1 terhadap Y1	0,140	-	-	-	-	0,140
1 terhadap Y2	-0,653	$0,140 \times 0,223$	-	-	-	$-0,653 + 0,140 \times 0,223$
1 terhadap Y3	0,121	$0,140 \times (-0,398)$	$(-0,653) \times (-0,462)$	-	-	$(0,121) + (0,140 \times (-0,398)) + (-0,653) \times 0,426$
1 terhadap Y4	0,447	$0,140 \times 0,222$	$(-0,653) \times 0,226$	$0,121 \times 0,638$	$0,140 \times 0,223 \times (-0,462) \times 0,638$	$(0,447) + (0,140 \times 0,222) + (-0,653) \times (0,226) + (0,121 \times 0,638) + (0,140 \times 0,223 \times (-0,462) \times 0,638)$
2 terhadap Y1	0,837	-	-	-	-	0,837
2 terhadap Y2	-0,540	$0,837 \times 0,223$	-	-	-	$(-0,540) + 0,837 \times 0,223$
2 terhadap Y3	0,840	$0,837 \times (-0,462)$	$(-0,540) \times (-0,462)$	-	$0,837 \times 0,223 \times (-0,462)$	$(0,840) + (0,837 \times (-0,462)) + (0,837 \times 0,223 \times (-0,462))$
2 terhadap Y4	0,347	$(0,837 \times 0,222)$	$(-0,540 \times 0,226)$	$0,840 \times 0,638$	$0,837 \times 0,223 \times (-0,462) \times 0,638$	$(0,347) + (0,837 \times 0,222) + (0,840 \times 0,638) + (0,837 \times 0,222 \times (-0,462) \times 0,638)$
Y1 terhadap Y3	-0,398	-	-	-	-	$(-0,398) + (0,223 \times (-0,462))$
Y1 terhadap Y2	0,223	-	-	-	-	0,223
Y1 terhadap Y4	0,222	-	$(0,223 \times 0,226)$	$(-0,398 \times 0,638)$	$(0,223 \times (-0,462) \times 0,638)$	$(0,222) + (0,223 \times 0,226) + (-0,398 \times 0,638) + (0,223 \times (-0,462) \times 0,638)$
Y2 terhadap Y3	-0,462	-	-	$(-0,462 \times 0,638)$	-	$(-0,462) + (-0,462 \times 0,638)$
Y2 terhadap Y4	0,226	-	-	-	-	0,226
Y3 terhadap Y4	0,638	-	-	-	-	0,638

Sumber : Hasil perhitungan, data diolah

Berdasarkan tabel 5.22 menunjukkan proses penentuan hubungan langsung (*direct effect*), hubungan tidak langsung (*indirect effect*) dan total pengaruh (*total effect*) struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan deviden serta nilai perusahaan.

Tabel 33. Proses 2: Penentuan Hubungan Langsung, Tidak Langsung dan Total Pengaruh Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance*, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Pengaruh Variabel	Langsung	Pengaruh Kausal				Total
		Tidak Langsung				
		Melalui Y1	Melalui Y2	Melalui Y3	Melalui Y1, Y2 dan Y3	
X1 terhadap Y1	0,140					0,140
X1 terhadap Y2	-0,653	0,031	-	-	-	-0,622
X1 terhadap Y3	0,121	-0,056	0,301	-	-	0,366
X1 terhadap Y4	0,447	0,031	-0,147	0,077	-0,092	0,316
X2 terhadap Y1	0,837	-	-	-	-	0,837
X2 terhadap Y2	-0,540	0,186	-	-	-	-0,354
X2 terhadap Y3	0,840	-0,386	0,249	-	-	0,703
X2 terhadap Y4	0,347	0,185	-0,122	0,535	-0,055	0,890
Y1 terhadap Y2	-0,398	-	-	-	-	-0,398
Y1 terhadap Y3	0,223	-	-0,103	-	-	0,120
Y1 terhadap Y4	0,222	-	0,050	-0,253	-0,065	-0,046
Y2 terhadap Y3	-0,462	-	-	-	-	-0,462
Y2 terhadap Y4	0,226	-	-	-0,294	-	-0,068
Y3 terhadap Y4	0,638	-	-	-	-	0,638

Sumber : Hasil perhitungan, data diolah

1. Penjelasan Pengaruh langsung, tidak langsung dan total pengaruh variabel struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden dan nilai perusahaan
 - a. Pengaruh langsung struktur kepemilikan (X_1) terhadap Keputusan investasi (Y_1) adalah sebesar 0,140 (*pengaruh total*)
 - b. Pengaruh langsung Struktur kepemilikan (X_1) terhadap keputusan pendanaan (Y_2) adalah sebesar -0,653. Sementara pengaruh tidak langsung X_1 terhadap Y_2 melalui Y_1 adalah sebesar 0,031 dan total pengaruh X_1 terhadap Y_2 adalah sebesar -0,622
 - c. Pengaruh langsung variabel struktur kepemilikan (X_1) terhadap kebijakan deviden (Y_3) adalah sebesar 0,121. Sementara pengaruh tidak langsung X_1 terhadap Y_3 melalui Y_1 sebesar -0,056 dan Y_2 sebesar 0,301 dan total pengaruh X_1 terhadap Y_3 adalah sebesar 0,366
 - d. pengaruh langsung struktur kepemilikan (X_1) terhadap nilai perusahaan (Y_4) adalah sebesar 0,447 sementara pengaruh tidak langsung X_1 terhadap Y_4 melalui Y_1 sebesar 0,031, melalui Y_2 sebesar -0,147, melalui Y_3 sebesar 0,077 sementara melalui Y_1 , Y_2 , Y_3 adalah sebesar -0,092 sehingga total pengaruh adalah sebesar 0,316.

- e. Pengaruh langsung *corporate governance* (X_2) terhadap keputusan investasi (Y_1) adalah sebesar 0,873.
- f. Pengaruh langsung *corporate governance* (X_2) terhadap Keputusan pendanaan (Y_2) adalah sebesar -0,540. Sementara pengaruh tidak langsung X_2 terhadap Y_2 melalui Y_1 adalah sebesar 0,186 sehingga total pengaruh sebesar -0,354
- g. Pengaruh langsung *corporate governance* (X_2) terhadap terhadap kebijakan deviden (Y_3) adalah sebesar 0,840. Sementara pengaruh tidak langsung X_2 terhadap Y_3 melalui Y_1 sebesar -0,386 dan melalui Y_2 adalah sebesar 0,249, sehingga total pengaruh adalah sebesar 0,703.
- h. Pengaruh langsung *corporate governance* (X_2) terhadap nilai perusahaan (Y_4) adalah sebesar 0,347. Sementara pengaruh tidak langsung X_2 terhadap Y_4 melalui Y_1 adalah sebesar 0,185, melalui Y_2 sebesar -0,122 dan melalui Y_3 sebesar 0,535 dan yang melalui Y_1 , Y_2 dan Y_3 adalah sebesar -0,055 sehingga total pengaruh adalah sebesar 0,890.
- i. Pengaruh langsung keputusan investasi (Y_1) terhadap keputusan pendanaan (Y_2) adalah sebesar -0,398.
- j. Pengaruh langsung keputusan investasi (Y_1) terhadap kebijakan deviden (Y_3) adalah sebesar 0,223. Sementara pengaruh tidak

langsung Y_1 terhadap Y_3 melalui Y_2 adalah sebesar $-0,103$ sehingga total pengaruh adalah sebesar $0,12$.

- k. Pengaruh langsung keputusan investasi (Y_1) terhadap nilai perusahaan (Y_4) adalah sebesar $0,222$. Sementara pengaruh tidak langsung Y_1 terhadap Y_4 melalui Y_2 adalah sebesar $0,050$, melalui Y_3 adalah sebesar $-0,253$ dan melalui Y_2 dan Y_3 adalah sebesar $-0,065$ sehingga total pengaruh adalah sebesar $-0,046$.
- l. Pengaruh langsung keputusan pendanaan (Y_2) terhadap kebijakan deviden (Y_3) adalah $-0,462$
- m. Pengaruh langsung keputusan pendanaan (Y_2) terhadap nilai perusahaan (Y_4) adalah sebesar $0,226$. Sementara pengaruh tidak langsung Y_2 terhadap Y_4 melalui Y_3 adalah sebesar $-0,294$ sehingga total pengaruh adalah sebesar $-0,068$
- n. Pengaruh langsung kebijakan deviden (Y_3) terhadap nilai perusahaan (Y_4) adalah sebesar $0,638$.

BAB VI

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

A. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan *Corporate Governance* terhadap Keputusan Investasi

1. Analisis dan Implikasi Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Investasi

Proporsi kepemilikan saham oleh manajer akan mampu untuk mempengaruhi arah kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan *agent* dan *principals*. Hal tersebut akan bermanfaat terhadap keputusan yang diambil tetapi juga akan menanggung resiko atas kerugian yang diderita oleh perusahaan sebagai suatu bentuk tanggung jawab atas keputusan yang telah dibuat oleh manajer.

Berdasarkan hasil perhitungan diketahui, bahwa pengaruh variabel struktur kepemilikan (X_1) terhadap keputusan investasi (Y_1) adalah sebesar 0,140 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,000. Hal ini berarti bahwa struktur kepemilikan (X_1) berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi (Y_1). Dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dimana terdapat kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dapat mempengaruhi keputusan investasi perusahaan.

Struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. Pengaruh positif tersebut diakibatkan oleh kepemilikan saham yang masih didominasi oleh *insider holding* yang didalamnya terdapat kepemilikan oleh pemilik perusahaan dan kepemilikan oleh manajer. Dengan besarnya kepemilikan *insider holding*, maka tentu akan terus menambah dan mengembangkan investasi perusahaan karena dengan demikian akan menjadi *signal* bahwa perusahaan tersebut tumbuh.

Struktur kepemilikan merupakan salah satu hal yang dapat mengurangi *agency cost*. Secara teoritis dikatakan bahwa, dengan memperbanyak kepemilikan manajerial maka akan menurunkan terjadinya *agency problem* sehingga diharapkan akan melakukan pengembangan atau peningkatan investasi yang dilakukan yang akan memberikan isyarat (*signaling*) kepada investor bahwa perusahaan akan bertumbuh sehingga nilai perusahaan akan meningkat.

Hasil temuan tentang struktur kepemilikan pada industri manufaktur Indonesia menunjukkan bahwa, manajemen adalah pemilik saham mayoritas, sehingga pola kepemilikannya lebih banyak terkonsentrasi pada keluarga maupun pada group usaha (*holding company*). Didapatkan pula, bahwa kepemilikan manajerial yang mendominasi struktur kepemilikan yang diuji melalui teori keagenan menyatakan, bahwa manakala struktur kepemilikan manajerial yang besar, maka *agency problem* seharusnya rendah. Namun berdasarkan

data yang ada terlihat bahwa dalam beberapa tahun terakhir kinerja industri manufaktur mengalami penurunan. Sementara itu pula, di Bursa Efek Indonesia (BEI) masih tergolong ke dalam pasar *emerging market*. Sehingga dengan demikian antara teori yang ada dengan fakta empiris tidak terjadi sinkronisasi.

Hasil penelitian ini terlihat dari kebanyakan perusahaan masih dimiliki oleh keluarga pendiri (*founders*) dan posisi penting dalam perusahaan (direktur dan komisaris) masih dipegang oleh anggota keluarga pendiri atau dipegang oleh pemegang saham mayoritas. Akibatnya para manajer perusahaan yang *go public* hanya menjadi perpanjangan tangan pemegang saham terbesar, yang masih dikendalikan dari kalangan keluarga tertentu. Dengan kata lain, dalam kondisi seperti ini apa yang menjadi pendapat pemegang saham terbesar atau pendapat *founders* juga menjadi pendapat manajer.

Dengan kepemilikan manajemen yang besar, dimana perusahaan-perusahaan tersebut adalah merupakan warisan dari leluhur mereka, sudah tentu akan dipertahankan eksistensinya. Salah satu, yang menunjukkan perusahaan tersebut tumbuh manakala kegiatan investasi perusahaan berjalan terus walaupun dengan menggunakan sumber pendanaan yang sangat beresiko.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa salah satu syarat untuk mengurangi *agency cost* adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen

selain kepemilikan institusional. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan oleh manajemen, maka manajemen akan cenderung untuk bekerja lebih keras karena mereka juga adalah bagian dari pemilik saham perusahaan.



Demikian pula sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Moh'd. *et al.*, (1998) yang mengatakan bahwa komposisi kepemilikan saham merupakan faktor penentu struktur modal dalam rangka mengurangi *agency problem* yang berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (*signaling theory*).

Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa struktur kepemilikan merupakan aktivitas kontrol yang dapat memaksa pihak manajemen untuk bekerja lebih baik. Peran struktur kepemilikan sangat terkait dengan keputusan jangka panjang perusahaan termasuk salah satunya adalah keputusan investasi. Gillian dan Stark (2000) menyatakan bahwa manfaat kepemilikan institusional karena dapat memaksa manajer untuk memikirkan kinerja perusahaan dalam jangka panjang. Jogiyanto (2002) menunjukkan bahwa pertumbuhan asset perusahaan merupakan suatu harapan pada masa yang akan datang yang sangat diinginkan baik oleh pemilik (*principals*) maupun pihak-pihak luar seperti investor dan kreditor.

Temuan penelitian ini mendukung beberapa penelitian yang dilakukan oleh Moh'd et al. (1998), Roseff (1982), Porter (1992) serta Wahyudi & Pawestri (2006).

2. Analisis dan Implikasi Pengaruh *Corporate Governance* terhadap keputusan Investasi

Berdasarkan hasil penelitian diketahui, bahwa pengaruh variabel *corporate governance* (X_2) terhadap keputusan investasi (Y_1) adalah sebesar 0,837 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,000. Hal ini berarti bahwa *corporate governance* (X_2) berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi (Y_1). Berdasarkan hasil penelitian ini, maka dapat dikatakan bahwa keputusan investasi perusahaan dipengaruhi oleh *corporate governance*.

Corporate governance berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Pengaruh positif tersebut diakibatkan oleh semakin membaiknya proporsi dewan komisaris independen. Berdasarkan data statistic deskriptif diperoleh bahwa selama tahun 2001 sampai 2009 proporsi dewan komisaris independen mengalami peningkatan. Pada tahun 2001, proporsi dewan komisaris independen rata-rata sebesar 28,191 mengalami peningkatan pada tahun 2009 rata-rata sebesar 30,774. Demikian pula terhadap perbedaan komite audit dan jumlah dewan direksi.

Hasil penelitian ini diperkuat pula oleh hasil wawancara tertutup terhadap direksi, komisaris, komite audit dan sekretaris perusahaan. Jawaban responden terhadap komitmen penerapan *corporate governance* rata-rata tinggi dan bahkan ada menjawab sangat tinggi. Dengan demikian bahwa, dengan semakin baiknya penerapan *corporate governance*, maka keputusan investasi perusahaan akan semakin baik.

Interpretasi dari temuan tersebut menunjukkan, manakala pelaksanaan *corporate governance* berjalan baik, maka kesempatan perusahaan manufaktur untuk melakukan investasi baik menambah volume investasinya maupun dengan melakukan investasi baru juga akan bertambah. Secara teoritis dikatakan bahwa, manakala keputusan investasi perusahaan bertambah, maka akan merupakan signal kepada investor bahwa perusahaan tersebut tumbuh.

Berdasarkan tabel deskriptif statistik menunjukkan bahwa beberapa indikator *corporate governance* menunjukkan kenaikan. Seperti yang terlihat pada keberadaan komisaris independen, komite audit, komitmen terhadap penerapan *corporate governance*, perlakuan yang setara terhadap seluruh pemegang saham serta pengungkapan dan transparansi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Pasar Modal Indonesia.

Demikian pula, temuan dari hasil penelitian ini adalah pihak pengelola perusahaan (*agent*) mampu meyakinkan pemilik perusahaan (*principal*) bahwa dana yang diinvestasikan pada perusahaan tersebut

akan mampu menghasilkan *return* yang tentunya untuk menambah kekayaan pemilik perusahaan.

Namun beberapa penelitian terdahulu menunjukkan, Penerapan *good corporate governance* di Bursa Efek Indonesia masih sangat lemah sehingga dikatakan banyak mempunyai kontribusi terhadap krisis ekonomi yang terjadi di Asia termasuk di Indonesia pada tahun 1997.

Dalam rangka penyelenggaraan *corporate governance* supaya berjalan dengan baik di Indonesia, sebetulnya BAPEPAM sudah mengeluarkan surat edaran kepada semua perusahaan *go public* yang *listing* di Bursa Efek Indonesia untuk membentuk komite audit minimal 3 orang yang diketuai oleh komisaris independen, namun masih sangat banyak perusahaan yang hanya menjadikan aturan tersebut sebagai prasyarat agar perusahaan tersebut bisa *go public* di pasar modal Indonesia.

Setelah beberapa tahun aturan yang dikeluarkan oleh BAPEPAM tersebut hingga saat ini belum berjalan sebagaimana yang diharapkan. Dari beberapa hasil penelitian didapatkan, bahwa Indonesia berada pada tingkat terbawah dalam penerapan *corporate governance* di Asia. Demikian pula, pada survey yang dilakukan IICG, bahwa setelah beberapa tahun dilakukan survey oleh IICG masih sangat minim perusahaan yang ikut serta didalamnya. Dengan demikian diindikasikan bahwa masih kebanyakan perusahaan *go public* di Indonesia yang

sebetulnya tertutup untuk diakses informasinya baik oleh *principal*, kreditor serta semua *stakeholder*.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan apa yang diungkapkan oleh Baird (2000) bahwa, salah satu sebab timbulnya krisis ekonomi di Indonesia dan juga beberapa Negara Asia lainnya adalah karena buruknya pelaksanaan *corporate governance* (tata kelola perusahaan) di hampir semua perusahaan yang ada, baik perusahaan milik pemerintah (BUMN) maupun perusahaan milik swasta. Dengan buruknya pelaksanaan *corporate governance* maka tingkat kepercayaan pemilik modal menurun karena investasi yang mereka lakukan menjadi tidak aman. Hal ini tentu akan diikuti dengan penarikan investasi yang sudah ditanam, sementara investor baru juga enggan untuk melakukan investasi.

Demikian pula, hasil survey bersama *Pricewaterhouse Coopers, Investment Management Assosiation of Singapore dan Corporate Governance & Financial Reporting Center* (2005) menunjukkan bahwa, 81 persen *institutional investors* yang disurvei tertarik berinvestasi di Singapura, karena baiknya aplikasi *corporate governance*.

Penelitian yang dilakukan oleh Dechow, (1996) dan Beasley (1996) mengemukakan bukti empiris bahwa lemahnya penerapan *corporate governance* mengakibatkan kecurangan pada laporan keuangan. Demikian pula bukti empiris yang menguji hubungan antara kualitas mekanisme *corporate governance* dan keputusan investasi

perusahaan yang merupakan hasil gabungan yang menghasilkan kinerja perusahaan (Coles, *et al* 2001; Gompers, 2003; Sremers dan Nair, 2003)

Namun hasil penelitian ini sejalan dengan Mitton (2002) menemukan bahwa, pasar saham di beberapa Negara Asia Timur memiliki reaksi positif terhadap *corporate governance*. Demikian pula Gompers, *et al* (2003) menemukan bukti bahwa, pembelian portofolio investasi pada perusahaan yang menerapkan *corporate governance* akan mendapatkan *return* yang tinggi dibanding perusahaan yang *corporate governance* rendah.

Hasil temuan pada penelitian ini menunjukkan bahwa, *corporate governance* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Mitton, 2002 . dan Gompers, *et al*, 2003.

B. Pengaruh Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance*, dan Keputusan Investasi terhadap Keputusan Pendanaan

1. Analisis dan Implikasi Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Pendanaan

Berdasarkan hasil perhitungan diketahui, bahwa pengaruh variabel struktur kepemilikan (X_1) terhadap keputusan pendanaan (Y_2)

adalah sebesar $-0,653$ dengan tingkat probabilitas sebesar $0,000$. Hal ini berarti bahwa, struktur kepemilikan (X_1) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan (Y_2). Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa dengan bertambahnya struktur kepemilikan akan mengurangi keputusan pendanaan perusahaan khususnya yang berasal dari pendanaan eksternal.

Hasil temuan penelitian ini menunjukkan bahwa dengan kepemilikan yang terkonsentrasi pada manajemen (*insider holding*), dimana mereka adalah bagian dari keluarga mendanai investasinya melalui penggunaan hutang. Hal ini terlihat dari *book debt to equity* (BDE) perusahaan manufaktur selama periode 2001-2009 terus mengalami peningkatan. Bahkan pada tahun 2004 penggunaan hutang lebih besar daripada *equity*.

Hubungan negatif antara struktur kepemilikan dengan keputusan pendanaan ini menunjukkan bahwa, manakala kepemilikan manajerial (*insider holding*) seperti pada kasus industri manufaktur semakin besar, justru penerbitan ekuitas akan semakin kecil. Hal tersebut terjadi karena, manakala perusahaan mengeluarkan ekuitas baru berarti kepemilikan saham manajerial akan semakin kecil.

Hasil penelitian ini sejalan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa, urutan pendanaan berdasarkan pendanaan yang memiliki resiko terkecil yaitu pertama laba ditahan, diikuti dengan hutang dan yang terakhir dengan ekuitas (Myers, 1984).

Struktur kepemilikan berdampak pada keputusan pendanaan perusahaan yang muncul atas adanya kecenderungan oleh pihak institusional untuk memaksa pihak manajemen agar tidak dengan mudah melakukan keputusan pendanaan, sehingga berdampak pada tingginya resiko perusahaan.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987), serta Mehran (1992). Mereka menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap rasio hutang perusahaan, hasilnya terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan manajer dengan rasio hutang. Hasil penelitian ini juga bertentangan dengan penelitian Ismiyanti dan Mamduh (2003) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan kebijakan utang. Hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak manajerial menyebabkan mereka mampu melakukan investasi sehingga memerlukan utang untuk pendanaan (*demand hypothesis*).

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Friend dan Hasbrouk (1988), Jensen (1992) menunjukkan bahwa, terdapat hubungan negatif antara prosentase kepemilikan manajer dengan rasio hutang. Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian yang dilakukan oleh Bathala (1994) menyimpulkan bahwa, investor institusional mempunyai hubungan negatif terhadap rasio hutang. Moh'd (1998) menyatakan bahwa, struktur kepemilikan saham oleh pihak

eksternal (institusional) dan kepemilikan internal (manajer) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio hutang.

Demikian pula, penelitian ini mendukung hasil penelitian yang pernah dilakukan di Indonesia oleh Wahidahwati (2001) yang menguji kembali penelitian Moh'd (1998), hasil penelitiannya mendukung penelitian Moh'd (1998) bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan. Menurut Friend dan Lang (1988), Crutchley dan Hansen (1989) dan Jensen, Solberg dan Zorn (1992) terdapat hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang.

Penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Hartini (2004) tentang implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan, dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening. Variabel dependen menggunakan nilai perusahaan diukur dengan *price book value* sementara variabel independen adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, keputusan investasi, keputusan pendanaan serta kebijakan deviden. Untuk melihat pola hubungan dianalisis dengan *path analysis*. Hasilnya menunjukkan bahwa, kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi dan keputusan pendanaan, tetapi tidak pada kebijakan deviden. Sementara kepemilikan institusional tidak berpengaruh kepada keputusan keuangan maupun nilai perusahaan. Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi keputusan investasi dan kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Morck, *et. al* (1988), McConnel dan Servaes (1990) dan Cho (1998) menganggap bahwa terjadi hubungan *non-monotonic* antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan. Sementara Jensen dan Meckling (1976) menemukan bahwa keputusan investasi dapat berperan sebagai transmisi antara kepemilikan dengan nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa investasi dipengaruhi oleh struktur kepemilikan yang akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Menurut Friend dan Lang (1988), Crutchley dan Hansen (1989) dan Jensen, Solberg dan Zorn (1992) terdapat hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Sedangkan Putu Anom (2003) mengatakan bahwa kebijakan hutang dapat digunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial satu tahun kedepan. Crutchley dan Hansen (1989) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki nilai *book to market* yang tinggi berarti perusahaan tersebut memiliki kesempatan investasi yang rendah. Kesempatan investasi yang rendah akan mengurangi keaktraktifan manajer daripada perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi dengan kata lain manajer akan mengurangi kepemilikannya dalam perusahaan jika perusahaan memiliki nilai *book to market ratio* yang tinggi.

Menurut Bathala, *et al.*, (1994) menyatakan bahwa, kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan. Hal ini berarti bahwa, semakin besar struktur kepemilikan manajerial maka kebijakan hutang perusahaan semakin bertambah. Hasil penelitian ini

juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Agrawal Mandelker (1987), Jensen, *et al.*, (1992), Moh'd, *et al.*, (1998) serta Chen dan Steiner (1999). Hal ini menunjukkan bahwa, kepemilikan manajerial lebih memilih sumber pendanaan dari luar perusahaan walaupun memiliki resiko yang tinggi. Hal ini juga sejalan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa urutan pendanaan perusahaan perusahaan dimulai dari pendanaan internal, kemudian dengan hutang dan terakhir baru mengeluarkan saham.

2. Analisis dan Implikasi Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Keputusan Pendanaan

Berdasarkan hasil penelitian diketahui, bahwa pengaruh variabel *corporate governance* (X_2) terhadap keputusan pendanaan (Y_2) adalah sebesar -0,540 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,000. Hal ini berarti bahwa, *corporate governance* (X_2) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan (Y_2).

Hubungan negatif antara *corporate governance* dengan keputusan pendanaan menunjukkan bahwa, dengan struktur kepemilikan yang didominasi oleh *insider holding*, dalam memenuhi kebutuhan pendanaan tentu akan menggunakan sumber internal atau hutang. Perusahaan tidak akan mengeluarkan ekuitas baru untuk menutupi kebutuhan pendanaan tersebut. Hal tersebut dilakukan untuk menjaga eksistensi kepemilikan perusahaan. Hubungan negatif tersebut, juga

ditunjukkan oleh karakteristik industri manufaktur dimana penggunaan hutang yang tinggi seperti *book debt to assets ratio* (BDA), *book debt to equity ratio* (BDE) serta *long term debt to equity* (LDE).

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Masulis, 1980 dan Fama & French, 1999, yang menyatakan bahwa, harga saham perusahaan akan naik, apabila diumumkan akan diterbitkan pinjaman baru untuk membeli kembali saham perusahaan tersebut.

Sementara *corporate governance* dengan keputusan pendanaan adalah didasarkan pada *Pecking Order Theory* yang menyarankan untuk terlebih dahulu menggunakan sumber pendanaan internal kemudian utang baru terakhir adalah dengan mengeluarkan ekuitas baru. Hal ini berimplikasi pada faktor resiko, dimana dengan menggunakan sumber pendanaan internal berarti perusahaan mampu membiayai sendiri kegiatan operasionalnya. Sementara, apabila menggunakan hutang hal ini akan sangat rentan dengan *financial distress* yang apabila sudah terlalu besar maka akan mengakibatkan perusahaan akan berada pada posisi bangkrut. Dan apabila mengeluarkan ekuitas baru, maka pemegang saham lama akan berkurang keterwakilan suaranya akibat adanya tambahan ekuitas baru.

Berghe dan Ridder (1999) menyatakan bahwa, perusahaan yang mempunyai pencapaian lemah yang disebabkan oleh *poor governance*. Pernyataan ini didukung oleh penelitian Gompers, (2003) yang

menemukan hubungan positif antara indeks *corporate governance* dengan kinerja perusahaan jangka panjang.

Teori keagenan mengatakan bahwa, pendanaan perusahaan merupakan hasil tarik ulur dengan kepentingan berbagai pihak antara lain pemilik, kreditor, pemasok dan *stakeholder*. Struktur kepemilikan yang tidak memisahkan antara pemilik dan manajer mengakibatkan perusahaan keluarga dapat meminimalisasi konflik keagenan dan lebih sepakat dalam keputusan pendanaan (Sato, 2001). Sejalan dengan hal tersebut Harris dan Raviv (1988) menemukan bahwa, pendanaan perusahaan keluarga dengan hutang akan lebih berpengaruh terhadap kinerja perusahaan karena terciptanya pemusatan kontrol (*concentrating control*) dibanding dengan apabila pendanaan didominasi oleh pemegang saham yang mengakibatkan mekanisme control tersebar (*dispersed control*). Fama dan French (1998) melakukan investigasi antara *corporate governance* dengan keputusan keuangan perusahaan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

3. Analisis dan Implikasi Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Keputusan Pendanaan

Berdasarkan hasil penelitian diketahui, bahwa pengaruh variabel keputusan investasi (Y_1) terhadap keputusan pendanaan (Y_2) adalah sebesar 0,223 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,001. Hal ini berarti, bahwa variabel keputusan investasi (Y_1) berpengaruh positif dan

signifikan terhadap keputusan pendanaan (Y_2). Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa, keputusan investasi dipengaruhi oleh keputusan pendanaan. Manakala perusahaan memutuskan untuk melakukan investasi, apakah dengan investasi baru atau pengembangan, maka harus dibarengi dengan peningkatan pendanaan perusahaan dengan berbagai alternatif pendanaan.

Pengaruh positif antara keputusan investasi dengan keputusan pendanaan menunjukkan, bahwa manakala keputusan investasi naik, maka keputusan pendanaan perusahaan tersebut juga akan naik. Dengan kepemilikan yang terkonsentrasi pada manajemen yang juga adalah keluarga, akan terus melakukan pengembangan investasi. Pengembangan investasi tersebut, semata-mata dilakukan untuk mempertahankan eksistensi perusahaan tersebut, karena perusahaan tersebut adalah warisan dari leluhur mereka. Pada kondisi tersebut perusahaan terus akan menambah hutang untuk membiayai investasi perusahaan tersebut.

Berdasarkan data deskriptif statistik menunjukkan bahwa *book debt to equity ratio (BDE)*, *book debt to assets ratio (BDA)* serta *long term debt to equity ratio (LDE)* pada perusahaan manufaktur selama rentang waktu 2001-2009 terus mengalami peningkatan. Peningkatan tersebut lebih didominasi oleh kepentingan perusahaan manufaktur untuk meningkatkan kegiatan investasi mereka, walaupun dengan NPV negatif. Hal tersebut dilakukan untuk memperlihatkan kepada investor

signifikan terhadap keputusan pendanaan (Y_2). Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa, keputusan investasi dipengaruhi oleh keputusan pendanaan. Manakala perusahaan memutuskan untuk melakukan investasi, apakah dengan investasi baru atau pengembangan, maka harus dibarengi dengan peningkatan pendanaan perusahaan dengan berbagai alternatif pendanaan.

Pengaruh positif antara keputusan investasi dengan keputusan pendanaan menunjukkan, bahwa manakala keputusan investasi naik, maka keputusan pendanaan perusahaan tersebut juga akan naik. Dengan kepemilikan yang terkonsentrasi pada manajemen yang juga adalah keluarga, akan terus melakukan pengembangan investasi. Pengembangan investasi tersebut, semata-mata dilakukan untuk mempertahankan eksistensi perusahaan tersebut, karena perusahaan tersebut adalah warisan dari leluhur mereka. Pada kondisi tersebut perusahaan terus akan menambah hutang untuk membiayai investasi perusahaan tersebut.

Berdasarkan data deskriptif statistik menunjukkan bahwa *book debt to equity ratio (BDE)*, *book debt to assets ratio (BDA)* serta *long term debt to equity ratio (LDE)* pada perusahaan manufaktur selama rentang waktu 2001-2009 terus mengalami peningkatan. Peningkatan tersebut lebih didominasi oleh kepentingan perusahaan manufaktur untuk meningkatkan kegiatan investasi mereka, walaupun dengan NPV negatif. Hal tersebut dilakukan untuk memperlihatkan kepada investor

bahwa perusahaan tersebut bertumbuh, sehingga menjadi *signal* yang baik bagi investor.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984) yang menyatakan bahwa, investasi yang baik memiliki efek positif terhadap keputusan pendanaan. Demikian pula, penelitian yang dilakukan oleh Kaaro (2002b) yang menyatakan bahwa, keputusan investasi yang dibentuk melalui *investment opportunity set* (IOS) secara konsisten berpengaruh terhadap keputusan pendanaan. Hasil penelitian ini juga mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Barclay, *et.al* (1998) dan Hasnawati (2005)

Namun demikian, hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Titman dan Wessel (1985) yang menyatakan bahwa investasi berpengaruh terhadap *debt to equity* ratio dengan arah hubungan negatif. Hasil penelitian ini sejalan penelitian yang dilakukan oleh Baskin (1989) dan Theis & Klock (1992). Hasil penelitian ini menjelaskan, bahwa semakin tinggi investasi, maka akan menurunkan rasio hutang. Kegiatan investasi yang baik akan meningkatkan laba dimasa yang datang. Laba yang diperoleh perusahaan akan menambah dana internal perusahaan, sehingga perusahaan akan mengurangi pembiayaan dari luar.

Temuan pada penelitian ini juga menunjukkan bahwa, keputusan investasi pada sektor industri manufaktur yang diproksi melalui *investment opportunity set* (IOS) tetap tumbuh, namun dengan rasio

hutang (*debt to equity ratio*) ratio yang sangat tinggi pula. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan pada industri manufaktur ini sangat rentang dengan *financial distresses* yang bisa mengarah pada bangkrutnya perusahaan.

C. Pengaruh Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance*, Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan terhadap Kebijakan Deviden

1. Analisis dan Implikasi Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Deviden

Berdasarkan hasil perhitungan diketahui, bahwa pengaruh variabel struktur kepemilikan (X_1) terhadap kebijakan deviden (Y_3) adalah sebesar 0,121 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,001. Hal ini berarti bahwa, struktur kepemilikan (X_1) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan deviden (Y_3). Hal ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan mempengaruhi kebijakan perusahaan untuk membagikan devidenya. Implikasinya bahwa manakala struktur kepemilikan meningkat khususnya kepemilikan institusional dan publik meningkat maka deviden yang dibagikan juga akan meningkat.

Pengaruh positif antara struktur kepemilikan dengan kebijakan deviden menunjukkan bahwa, dengan kepemilikan manajerial yang tinggi pada industri manufaktur akan menaikkan pembayaran deviden. Dengan terkonsentrasinya kepemilikan pada manajemen (*insider*

holding), maka manajer akan membagi deviden atas peroleh laba perusahaan. Hal tersebut terjadi karena bagian terbesar yang akan memperoleh deviden juga adalah manajemen perusahaan.

Sementara berbeda dengan hasil penelitian yang lain dimana, Struktur kepemilikan juga berdampak terhadap kebijakan deviden, dimana pihak manajemen mempunyai kecenderungan untuk tidak membagikan deviden kepada pemegang saham dari laba yang diperoleh perusahaan. Pihak manajerial menginginkan dalam bentuk laba ditahan untuk memperbesar bonus kepada manajemen maupun dalam melakukan pengembangan investasi perusahaan. Sementara pihak institusional maupun publik selalu berharap, bahwa keuntungan yang diperoleh perusahaan dapat dibagikan dalam bentuk deviden sebagai hasil dari investasi yang mereka lakukan.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa, semakin besar proporsi kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan, maka manajemen akan berupaya lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham karena manajemen juga adalah sekaligus sebagai pemilik saham. Demikian pula, penelitian yang dilakukan oleh Leland Pyle (1977) yang menyatakan bahwa *debt to equity ratio* berpengaruh terhadap *dividen payout ratio* dengan arah hubungan positif. Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian Frank dan Goyal (2000), Hensen (1989) dan Ross (1977).

Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian Murphy (1985), Jensen dan Murphy (1990) serta Smith dan Watts (1992) menyatakan bahwa, kepemilikan manajerial merupakan program renumerasi guna mengatasi masalah keagenan. Roseff (1982) menyatakan bahwa, kepemilikan manajerial yang diikuti oleh kepemilikan institusional yang tinggi menyebabkan deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham rendah. Hal ini disebabkan oleh adanya harapan manajer bahwa, investasi dimasa yang akan datang akan dibiayai oleh sumber internal.

Namun hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Crutchly (1999) yang menyatakan, bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap deviden adalah negatif. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan akan mengurangi biaya keagenan, sehingga perusahaan akan cenderung untuk menggunakan deviden yang rendah.

Jika perusahaan memutuskan akan membayar deviden yang tinggi, hal ini akan menyebabkan laba ditahan tidak cukup untuk membiayai investasi yang baru. Salah satu cara yang digunakan untuk mengatasi hal tersebut adalah dengan menerbitkan saham baru. Keputusan ini akan menimbulkan kontrol yang tinggi dari pemegang saham lama yang semakin berkurang. Tentunya hal ini tidak disukai oleh para pemegang saham, sehingga mereka lebih menyukai dengan tidak memperoleh deviden (Alli, *et.al*, 1993)

Roseff (1982) menyatakan, bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan deviden yang bayarkan kepada pemegang saham sangat rendah. Penetapan deviden yang rendah disebabkan karena manajer mamiliki harapan investasi dimasa mendatang dibiayai oleh sumber internal.

Demikian pula, bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999) yang meneliti pengaruh *managerial ownership* terhadap kebijakan deviden dalam konteks *agency theory* dan menemukan bahwa, terdapat pengaruh negatif antara *managerial ownership* dengan kebijakan deviden. Jika *managerial ownership* tinggi maka kekayaan manajer tidak terdiversifikasi optimal sehingga menurunkan pembayaran deviden sebagai cara mendongkrak sumber dana internal. Bila perusahaan menggunakan utang yang tinggi, maka akan berakibat pada peningkatan *financial distress* dan kebangkrutan sehingga bila kondisi tersebut terjadi maka manajer terancam untuk dikeluarkan. Berdasarkan hal tersebut, dapat dikatakan bahwa makin besar *managerial ownership* maka deviden akan semakin kecil. Hal ini juga dibuktikan oleh beberapa penelitian yang dilakukan oleh Solberg dan Sorn (1992), Moh'D, Ribbery dan Ferry (1995) dan Roseff (1982).

2. Analisis dan Implikasi Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil penelitian diketahui, bahwa pengaruh variabel *corporate governance* (X_2) terhadap kebijakan dividen (Y_3) adalah sebesar 0,840 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,000. Hal ini berarti bahwa *corporate governance* (X_2) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (Y_3). Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh *corporate governance*.

Pengaruh positif antara *corporate governance* dengan kebijakan dividen menunjukkan, bahwa dengan semakin baiknya penerapan *corporate governance*, maka pihak *agent* akan membagikan dividen kepada *principal*. Dividen merupakan *return* atas investasi yang dilakukan oleh investor di pasar modal. Berdasarkan hasil wawancara tertutup diperoleh informasi bahwa perlakuan yang setara kepada pemilik saham minoritas sudah semakin baik. Artinya bahwa kemungkinan pemilik saham mayoritas tidak melakukan tindakan *opportunistic* terhadap pemilik saham minoritas.

Dengan penerapan *good corporate governance* memungkinkan untuk dapat mengurangi tindakan *opportunistic* yang dilakukan oleh manajemen atau pengelola. Dengan hal tersebut, maka laba kelolaan yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada *principal* dalam bentuk dividen.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Mitton (2004) yang menguji kebijakan deviden pada *emerging market* dengan menggunakan 365 perusahaan dari 19 negara dan menunjukkan level *corporate governance* dan tingkat perlindungan Negara terhadap investor dan menyatakan bahwa kedua mekanisme tersebut membantu untuk menurunkan *agency problem*. Sementara Park, Park dan Hwang (2005) juga menemukan pengaruh positif *corporate governance* atas *payout policies* dan nilai perusahaan di pasar Korea. Hasil ini menyarankan bahwa praktek *corporate governance* menggunakan deviden yang tinggi sebagai signal kepada pasar bahwa mereka membutuhkan biaya pinjaman yang rendah dalam jangka panjang.

Mitton (2004) menemukan bahwa *corporate governance* memiliki kekuatan penjelas untuk pembayaran deviden. Namun dia berpendapat bahwa hubungan positif antara *corporate governance* dengan pembayaran deviden hanya terbatas pada Negara-negara dengan perlindungan investor yang kuat.

3. Analisis dan Implikasi Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Kebijakan Deviden

Berdasarkan hasil penelitian diketahui, bahwa pengaruh variabel keputusan investasi (Y_1) terhadap kebijakan deviden (Y_3) adalah sebesar -0,398 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,000. Hal ini berarti bahwa variabel keputusan investasi (Y_1) berpengaruh negatif dan

signifikan terhadap kebijakan deviden (Y_3). Hal ini menunjukkan bahwa, manakala keputusan perusahaan untuk melakukan investasi meningkat maka deviden yang akan dibagikan akan menurun atau bahkan tidak dibagikan.

Temuan hasil penelitian pada industri manufaktur menunjukkan bahwa terjadi peningkatan investasi yang dilakukan pada perusahaan manufaktur yang digambarkan pada *investment opportunity set* (IOS) sementara deviden semakin menurun. Hal ini menunjukkan arah yang berlawanan, karena dengan investasi yang semakin besar maka kebutuhan dana untuk membiayai investasi juga akan semakin besar. Sumber pendanaan sebagaimana dalam *pecking order theory* menganjurkan menggunakan dana internal terlebih dahulu. Dengan menggunakan dana internal berupa laba ditahan, berarti akan mengurangi laba yang akan dibagikan dalam bentuk deviden. Namun seringkali peningkatan investasi tersebut, semata-mata untuk menjaga kelangsungan perusahaan tersebut, walaupun dengan *net present value* negatif. Sementara deviden yang ditunjukkan oleh *dividen payout ratio* (DPR) dan *dividen yield* (DY) semakin mengalami penurunan. Hal tersebut untuk memperlihatkan kepada *principal* sebagai signal (*signaling theory*) bahwa perusahaan terus mengalami pertumbuhan.

Terdapat kecenderungan oleh pihak manajemen untuk menggunakan sumber dana internal dalam melakukan investasi yang menguntungkan yaitu laba ditahan dengan penyusutan. Dengan

penggunaan laba ditahan dalam melakukan investasi berarti tidak ada laba yang dialokasikan pada pembangian deviden. Sementara dikatakan secara teoritis dalam *bird in the hand theory* bahwa pemegang saham lebih menginginkan pembangian deviden sekarang dibanding pada masa yang akan datang. Demikian pula bahwa pembagian deviden ini adalah sebagai isyarat (*signaling*) terhadap investor, bahwa perusahaan tersebut mengalami pertumbuhan sehingga dengan demikian akan meningkatkan nilai perusahaan (*value of the firm*)

Rozeff (1982) dan Esterbrook (1984) menyatakan bahwa, semakin banyak deviden yang ingin dibayarkan oleh perusahaan, maka semakin besar kemungkinan berkurangnya laba ditahan. Pada kondisi tersebut, perusahaan akan mencari pembiayaan eksternal untuk melakukan investasi baru. Akibatnya adalah pembayaran deviden akan menjadi mahal karena meningkatnya kebutuhan untuk menambah modal eksternal yang semakin mahal. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order hypothesis* oleh Myers (1984), Myers dan Majluf (1994), Barclay *et.al* (1998) serta Kaaro dan Hartono (2002)

4. Analisis dan Implikasi pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil penelitian diketahui, bahwa pengaruh variabel keputusan pendanaan (Y_2) terhadap kebijakan deviden (Y_3) adalah sebesar -0,462 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,000. Hal ini berarti,

bahwa variabel keputusan pendanaan (Y_2) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan deviden (Y_3).

Pengaruh negatif antara keputusan pendanaan dengan kebijakan deviden menunjukkan bahwa keputusan pendanaan yang didominasi oleh penggunaan hutang tentu tidak akan membayar deviden. Berdasarkan data deskriptif statistik menunjukkan bahwa rasio *book debt to assets ratio*, *book debt to equity ratio* dan *long term debt to equity* mengalami peningkatan.

Temuan penelitian ini mendukung dengan teori pendanaan yang didasarkan pada *pecking order theory* yang menyatakan, bahwa urutan pendanaan didasarkan pada resiko yang terkecil yaitu yang pertama laba ditahan, diikuti dengan hutang dan terakhir baru mengeluarkan ekuitas baru (Myers, 1984). Teori tersebut juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (1999), yang menyatakan bahwa secara rata-rata 70% *gross investment* didanai dengan sumber internal (laba ditahan dan penyusutan), sisanya ditutup dengan menerbitkan sekuritas baru khususnya hutang.

Menurut Alli, *et.al* (1993) menyatakan, bahwa faktor yang mempengaruhi pembayaran deviden diantaranya adalah : 1) Batasan legal. Batasan legal termasuk didalamnya adalah peraturan tertentu yang membatasi besarnya deviden yang akan dibayarkan kepada pemegang saham; 2) Posisi likuiditas. Hal ini dimaksudkan, bahwa keuntungan yang diperoleh dan laba ditahan tersebut telah digunakan untuk

membayar hutang dan laba ditahan tersebut telah digunakan untuk membayar hutang atau melekat pada aktiva selain kas ;3) ketiadaan sumber pembiayaan lain. Hal ini bagi perusahaan yang baru tumbuh pada umumnya sumber dana internal memiliki arti yang sangat penting. Hal ini disebabkan karena perusahaan tersebut mengalami kesulitan untuk memperoleh pinjaman atau menjual sahamnya. Sebagai akibatnya, deviden yang dibayarkan akan cenderung rendah atau bahkan tidak membagi deviden, karena manajemen berusaha untuk mengakumulasi keuntungan kedalam laba ditahan yang akan menjadi sumber pendanaan internal; 4) Prediksi penerimaan. Manakala perolehan keuntungan berfluktuasi, maka deviden tidak dapat semata-mata bergantung dari keuntungan perusahaan; 5) Kontrol kepemilikan. Manakala perusahaan memutuskan untuk membayar deviden yang tinggi, maka laba ditahan tidak cukup untuk membiayai investasi barunya. Hal ini juga akan berdampak pada semakin berkurangnya control yang dimiliki oleh pemegang saham yang lama.

Penelitian lain yang juga mendukung hasil penelitian ini adalah Rozeff (1982), Myers dan Majluf (1984), Esterbrook (1984), Gaver dan Gaver (1993), Jensen, Solberg dan Zorn (1993), Crutchley dan Hansen (1989).

Temuan ini bertentangan dengan teori keagenan Jensen & Meckling (1976) bahwa deviden dapat mengurangi konflik antara agen dan pemilik. Pembayaran deviden dapat menjadikan *alat monitoring* bagi

manajemen Weston&Copeland, 1992. Pembagian dividen akan menambah *return* bagi pemegang saham selain *capital gain*. Pembagian dividen selain memberikan kepastian pendapatan bagi pemegang saham juga mengurangi *agency cost of equity* karena tindakan manajemen untuk menggunakan fasilitas perusahaan yang berlebihan (*perquisites*), dengan demikian pemegang saham yakin bahwa kebijakan manajemen akan menguntungkan pemegang saham (Crutchley &Hansen, 1989).

Besarnya dividen yang dibagikan berdampak pada berkurangnya sumber pendanaan internal sebagai sumber pendanaan urutan pertama yang memiliki biaya paling murah (*pecking order theory*). Sehingga perusahaan akan mengambil keputusan pendanaan yang kedua dengan menambah hutang. Apabila dikaji melalui teori keagenan, bertambahnya hutang dapat diartikan sebagai salah satu upaya perusahaan untuk mengurangi konflik antara manajemen dengan pemilik. Karena dengan hadirnya *debtholders* pada perusahaan, maka *debtholders* akan turut serta dalam melakukan pengawasan terhadap manajemen melalui *covenant*.

D. Pengaruh Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance*, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan

1. Analisis dan Implikasi Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil perhitungan diketahui, bahwa pengaruh variabel struktur kepemilikan (X_1) terhadap nilai perusahaan (Y_4) adalah sebesar 0,447 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,000. Hal ini berarti, bahwa struktur kepemilikan (X_1) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y_4).

Pengaruh positif antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan menunjukkan bahwa, manakala keputusan investasi yang diproksi melalui *investment opportunity set* (IOS) meningkat, maka nilai perusahaan juga akan meningkat. Berdasarkan data dari industri manufaktur, diperoleh data *investment opportunity set* (IOS) yang semakin meningkat dibarengi peningkatan nilai perusahaan yang diproksi melalui *price book value* (PBV). Hal ini bertentangan dengan beberapa hasil penelitian, bahwa kinerja industri manufaktur terus mengalami penurunan.

Struktur kepemilikan berdampak terhadap nilai perusahaan dimana struktur kepemilikan ini dipakai sebagai jalan untuk memediasi

kepentingan antara *principal* dan *agent* dalam mengurangi *agency problem*. Secara teoritis dikatakan bahwa, untuk mengurangi hal tersebut disarankan untuk memperbesar kepemilikan manajerial, dimana dengan memperbesar kepemilikan manajerial, maka diharapkan manajemen akan bersungguh-sungguh dalam bekerja dengan tidak melakukan tindakan *opportunistic* dan tindakan *earning management* untuk menaikkan nilai perusahaan.

Hasil temuan penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Itturiaga dan Sanz (1998) yang menyatakan, bahwa hubungan struktur kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan merupakan hubungan *non-monotonic*. Hubungan ini menjelaskan, bahwa akibat adanya insentif yang dimiliki manajer dan mereka berusaha untuk melakukan pensejajaran kepentingan dengan *outsider ownership* dengan cara meningkatkan kepemilikan saham mereka jika nilai perusahaan meningkat.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa, kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan *Agents* dengan *principals* sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian yang mungkin diderita sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

2. Analisis dan Implikasi Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian diketahui, bahwa pengaruh variabel *corporate governance* (X_2) terhadap nilai perusahaan (Y_4) adalah sebesar 0,347 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,001. Hal ini berarti bahwa, *corporate governance* (X_2) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y_4).

Corporate governance berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut ditunjukkan dari beberapa indikator *corporate governance* yang semakin membaik seperti pada peningkatan rata-rata dewan komisaris independen. Demikian pula hasil wawancara tertutup yang dilakukan menunjukkan, bahwa penerapan *corporate governance*, perlakuan yang setara kepada para pemilik saham serta pengungkapan dan transparansi menunjukkan semakin baik. Penerapan *Corporate governance* yang baik dan sungguh-sungguh juga akan berdampak terhadap nilai perusahaan. Dengan tata kelola perusahaan yang baik akan meningkatkan kepercayaan investor dan pihak *stakeholder* lainnya sehingga akan berdampak terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sakai dan Asaoka (2003), Jang Black dan Kim (2003) menemukan bukti, bahwa penerapan *good corporate governance* berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Sementara itu Love (2002) menemukan bukti bahwa *corporate governance* yang lebih baik mempunyai hubungan yang tinggi

dengan kinerja operasi dan penilaian pasar. Demikian pula Deni *et al* (2005) juga menemukan hal yang sama yaitu adanya hubungan yang positif antara *corporate governance* dengan kinerja perusahaan.

Pembentukan dewan komisaris adalah salah satu mekanisme yang banyak dipakai untuk memonitor manajer. Namun demikian penelitian Mace (1986) menemukan bahwa pengawasan dewan komisaris terhadap manajemen pada umumnya tidak efektif. Ini terjadi karena proses pemilihan dewan komisaris yang kurang demokratis dimana kandidat dewan komisaris sering dipilih oleh manajemen sehingga setelah terpilih tidak berani memberi kritik terhadap manajemen. Namun jika dewan didominasi oleh anggota dari luar (*independent board of director*) maka monitoring dewan komisaris terhadap manajer menjadi efektif seperti ditemukan oleh Weisbach (1988). Efektifitas monitoring oleh dewan komisaris ini juga ditemukan oleh Morck, Shleifer, dan Vishny (1989). Perusahaan go public di Indonesia pada saat ini sebagian sudah memiliki dewan komisaris independen namun sebagian yang lain belum.

Pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap kinerja perusahaan memiliki hasil yang beragam. makin banyaknya personel yang menjadi dewan komisaris dapat berakibat pada makin buruknya kinerja yang dimiliki perusahaan (Yermack 1996, Eisenberg, Sundgren, dan Wells 1998, dan Jensen 1993). Beberapa peneliti lain menemukan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif secara signifikan terhadap

manajemen laba, makin sedikit dewan komisaris maka tindak kecurangan makin banyak karena sedikitnya dewan komisaris memungkinkan bagi organisasi tersebut (Yu (2006), Chtourou, Bedard, dan Courteau (2001) dan Xie, Davidson, dan Dadalt (2003).

Berkaitan dengan ukuran dewan direksi, beberapa peneliti menemukan hasil yang berbeda. Dalton et al. (1999) menyatakan adanya hubungan positif antara ukuran dewan direksi dengan kinerja perusahaan. Sedangkan Eisenberg et al. (1998) menyatakan, bahwa ada hubungan yang negatif antara ukuran dewan dengan kinerja perusahaan

Penelitian mengenai dampak dari independensi dewan komisaris terhadap kinerja perusahaan ternyata masih beragam. Ada penelitian yang menyatakan bahwa tingginya proporsi dewan luar berhubungan positif dengan kinerja perusahaan (Yermack, 1996; Daily & Dalton, 1993), bukan merupakan faktor dari kinerja perusahaan (Kesner & Johnson, 1990), dan berhubungan negatif dengan kinerja (Baysinger, Kosnik & Turk, 1991; Goodstein & Boeker, 1991).

3. Analisis dan Implikasi Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian diketahui, bahwa pengaruh variabel keputusan investasi (Y_1) terhadap nilai perusahaan (Y_4) adalah sebesar 0,222 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,006. Hal ini berarti, bahwa

variabel keputusan investasi (Y_1) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y_4).

Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut menunjukkan, bahwa manakala perusahaan melakukan kebijakan investasi, maka menjadi *signal* terhadap pertumbuhan perusahaan yang dipercaya akan menaikkan nilai perusahaan.

Apabila dikaji melalui *signaling theory*, hasil penelitian ini mendukung teori tersebut. Pengeluaran modal perusahaan (*capital expenditure*) tampak sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Investasi tersebut akan memberikan signal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang akan diharapkan dimasa yang akan datang dan mampu maningkatkan nilai pasar perusahaan yang akan diproksi melalui *return* saham (Mc Connel & Muscarella, 1984; Trueman, 1986; Fama & French, 1998). Kesimpulan tersebut didasarkan pada asumsi maksimum nilai perusahaan akan diperoleh melalui pemilihan investasi yang memberi *net present value* positif. Artinya pengeluaran investasi yang dilakukan telah dipertimbangkan dan dianalisis melalui metode yang ada, dengan kesimpulan investasi yang dipilih menghasilkan *net present value* positif. Penelitian ini didukung pula oleh Chan et al (1990), dan Fama & French (1998) bahwa pengeluaran investasi memberi isyarat positif tentang pertumbuhan

perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan.

Temuan ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Fama (1978), bahwa efek langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi itu sendiri melalui pemilihan proyek atau kebijakan lain seperti menciptakan produk baru, penggantian mesin yang lebih efisien serta pengembangan *research & development* (Myers, 1977; Wright & Ferris, 1997).

Dalam *signaling theory* dikatakan bahwa, pengeluaran modal perusahaan (*capital expenditure*) tampak sangat penting dalam upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan. Karena investasi tersebut akan memberikan signal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan dimasa yang akan datang, dan mampu meningkatkan nilai pasar perusahaan yang diproksi melalui *return* saham. (Mc Connel dan Muscarella, 1984; Trueman, 1986; Fama & French, 1998). Kesimpulan tersebut didasarkan pada asumsi memaksimalkan nilai perusahaan melalui pemilihan investasi yang memberikan *net present value* (NPV) yang positif.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chang, *et al* (1990) menyatakan bahwa, pengeluaran investasi memberi sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Demikian pula, beberapa penelitian lain yang sejalan

dengan penelitian ini adalah Modigliani dan Miller (1961), *Signaling Theory* oleh Ross (1977), Fama dan French (1998).

4. Analisis dan Implikasi pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian diketahui, bahwa pengaruh variabel keputusan pendanaan (Y_2) terhadap nilai perusahaan (Y_4) adalah sebesar 0,226 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,001. Hal ini berarti, bahwa variabel keputusan pendanaan (Y_2) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y_4).

Sementara keputusan pendanaan juga berdampak terhadap nilai perusahaan. Secara teoritis dikatakan, bahwa sehari sebelum dan sesudah perusahaan mengeluarkan pengumuman untuk melakukan utang maka nilai perusahaan meningkat. Artinya, semakin banyak pendanaan ditingkatkan akan semakin meningkatkan nilai perusahaan. Kesimpulan ini mendukung Modigliani&Miller (1963), De Angelo&Masulis (1980), Masulis (1980), Bradley et al (1984), dan Park&Evan (1996), yang mengatakan bahwa keputusan pendanaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Apabila pendanaan didanai melalui hutang peningkatan tersebut terjadi akibat dari efek *tax deductible*. Artinya, perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat memberi manfaat bagi pemegang saham.

Sedangkan apabila perusahaan meningkatkan pendanaan perusahaan melalui laba ditahan atau penerbitan saham baru, maka risiko keuangan perusahaan semakin kecil. Fakta di bursa efek Indonesia selama periode penelitian pendanaan perusahaan meningkat dengan penambahan hutang.

Apabila pendanaan melalui hutang, maka akibatnya adalah *tax deductible effect* yang artinya, bahwa perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga dapat memberi manfaat pada pemegang saham.

Manakala perusahaan meningkatkan pendanaan perusahaan melalui laba ditahan atau penerbitan saham baru, maka risiko perusahaan akan semakin kecil. Hasil temuan ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Masulis (1980) yang mengacu pada *signaling theory* yang menyatakan bahwa nilai perusahaan pada hari pengumuman dan sehari setelah pengumuman perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutang ternyata harga sahamnya meningkat. Peningkatan hutang juga diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban mereka dimasa yang datang atau risiko bisnis yang rendah, Brigham, *et al.* (1999), sehingga penambahan hutang telah memberi sinyal positif.

Namun penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan proposisi dengan asumsi tanpa pajak dan pasar sempurna, nilai pasar perusahaan

tidak bergantung pada keputusan pendanaan atau struktur modal, melainkan ditentukan oleh kapitalisasi keuntungan yang diharapkan pada tingkat tertentu.

5. Analisis dan Implikasi Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian diketahui, bahwa pengaruh variabel kebijakan dividen (Y_3) terhadap nilai perusahaan (Y_4) adalah sebesar 0,638 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,000. Hal ini berarti, bahwa variabel kebijakan dividen (Y_3) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Y_4).

Hasil penelitian mendukung hipotesis kebijakan dividen relevan. Artinya, perusahaan akan membayar dividen sebesar-besarnya karena dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kesimpulan ini juga didukung penelitian yang dilakukan pada perusahaan publik di Indonesia sebelumnya yang dilakukan oleh Muslikh (1995) bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (harga saham). Teori ini didukung juga dengan penilaian atas perusahaan yang dinilai berdasarkan aliran kas yang akan diterima oleh pemegang saham. Dividen merupakan aliran kas masuk bagi pemegang saham, jadi semakin tinggi dividen, pemegang saham semakin sejahtera atau kaya.

Hasil penelitian ini, mendukung hipotesis kebijakan dividen relevan, yang artinya perusahaan akan membayar dividen sebesar-

besarnya karena dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini juga, mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Muslikh (1995) bahwa kebijakan deviden berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sejalan dengan Lintner (1962), Gordon (1963) dan Bhattacharya (1979) tentang *bird in the hand theory* yang mengatakan bahwa pemegang saham akan lebih menyukai deviden yang tinggi karena memiliki kepastian yang tinggi jika dibandingkan dengan deviden yang akan dibagikan pada masa depan. Demikian pula Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran deviden merupakan isyarat atau informasi tentang prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Serupa dengan hal tersebut disampaikan oleh Aharony (1980) dan Asquith & Mullins (1984) yang menyatakan bahwa pengumuman meningkatnya deviden telah meningkatkan *return* saham dan dapat digunakan untuk menangkai isu-isu yang tidak diharapkan oleh perusahaan pada masa yang datang.

Namun, penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Myers & Majluf (1984) yang menyatakan, bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayar deviden relative rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai kegiatan investasinya. Bahkan pada perusahaan tumbuh, peningkatan deviden dapat menjadi berita buruk karena diduga

perusahaan telah mengurangi rencana investasinya yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

E. Implikasi Teoritis dan Empiris hasil penelitian

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, penelitian ini diharapkan dapat memberi kontribusi terhadap *agency theory* hubungannya dengan pengambilan keputusan keuangan perusahaan, hal tersebut diuraikan sebagai berikut : *Pertama* : secara menyeluruh struktur kepemilikan dan *corporate governance* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. *Kedua*, struktur kepemilikan dan *corporate governance* berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan perusahaan manufaktur sementara keputusan investasi berpengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan. *Ketiga*, struktur kepemilikan dan *corporate governance* berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden sementara keputusan investasi dan keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan deviden. *Keempat*, secara menyeluruh struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Temuan empirik penelitian terdahulu telah menganalisis tentang pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan. Penelitian terdahulu juga menganalisis pengaruh

struktur kepemilikan dan *corporate governance* terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menggabungkan berbagai faktor yaitu faktor struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan sehingga mengintegrasikan seluruh variabel. Penelitian ini secara teoritis menunjukkan besarnya pengaruh *agency theory* terhadap pengambilan keputusan keuangan (*financial decision*) yang akan berdampak terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut sekaligus mengkonfirmasi hubungan antara *agency teori* terhadap *theory of the Firm* pengaruhnya terhadap *value of the firm*. Pada penelitian ini juga, akan memberikan pemahaman kepada kita, bagaimana struktur kepemilikan dan *corporate governance* mempengaruhi pengambilan keputusan keuangan perusahaan. Penelitian ini juga dapat dijadikan sebagai acuan dan referensi untuk penelitian selanjutnya sehingga memungkinkan untuk mendapatkan temuan empirik yang lebih lengkap lagi.

F. Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian ini struktur kepemilikan hanya menggunakan dua indikator yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Penelitian ini tidak memisahkan antara kepemilikan institusional dengan kepemilikan publik sehingga perilaku pada indikator kepemilikan institusional sekaligus menggambarkan antara perilaku kepemilikan institusional dengan

kepemilikan publik. Demikian pula kepemilikan manajerial yang didalamnya terdiri atas kepemilikan saham oleh pemilik dan kepemilikan manajer.

Dalam penelitian ini juga, *corporate governance* menggunakan indikator yaitu proporsi anggota dewan komisaris independen, jumlah anggota dewan direksi serta jumlah anggota komite audit. Ditambahkan pula data kualitatif yang terdiri dari komitmen terhadap penerapan *corporate governance*, perlakuan yang setara terhadap seluruh pemegang saham serta pengungkapan dan transparansi yang dilakukan dalam bentuk penyebaran kuisioner melalui surat elektronik (*e-mail*) kepada seluruh perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel penelitian. Namun dari semua surat yang terkirim tersebut tidak semua dikembalikan oleh perusahaan sehingga sangat disadari bahwa data kualitatif yang mendukung penelitian ini masih kurang. Penelitian yang akan datang disarankan menggunakan data kualitatif yang lebih banyak serta menggunakan angka index *corporate governance* yang dikeluarkan oleh *Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG)*.

Dengan sangat terbatasnya data dan informasi yang diperoleh dari sampel pada industri manufaktur serta dengan metode dan alat analisis yang masih sangat sederhana, sehingga dirasakan bahwa hasil penelitian ini masih jauh dari kesempurnaan.

BAB VII

PENUTUP

A. Simpulan

1. Struktur kepemilikan dan *corporate governance* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Pengaruh positif antara struktur kepemilikan dan *corporate governance* terhadap keputusan investasi berarti bahwa dengan struktur kepemilikan pada industri manufaktur yang terkonsentrasi mampu memperbaiki keputusan perusahaan untuk melakukan investasi. Kegiatan investasi tersebut dalam rangka meningkatkan pertumbuhan perusahaan yang merupakan *signal* terhadap peningkatan nilai perusahaan. Demikian pula terhadap *good corporate governance* pada industri manufaktur yang semakin baik, berdampak terhadap pertumbuhan investasi yang dilakukan oleh perusahaan yang mampu memberikan *present value* positif sehingga akan direspon baik oleh investor dan kreditor yang akan menaikkan nilai perusahaan.
2. Struktur kepemilikan dan *corporate governance* berpengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan. Sedangkan keputusan investasi berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan. Hubungan negatif antara struktur kepemilikan dan *corporate governance* terhadap keputusan pendanaan menunjukkan, bahwa struktur kepemilikan

industri manufaktur yang terkonsentrasi pada keluarga cenderung untuk memperbesar hutang, daripada menerbitkan ekuitas baru. Konsekuensi terhadap hutang yang semakin besar, berakibat terhadap kondisi kecelakaan keuangan perusahaan (*financial distress*), sebagaimana yang terlihat pada *book debt to equity ratio* (BDE), *book debt to assets ratio* (BDA) industri manufaktur yang semakin meningkat. Hasil ini sejalan dengan *pecking order theory*, namun dengan jumlah yang semakin besar akan sangat rentang dengan kebangkrutan perusahaan. *Good corporate governance* yang kurang bagus cenderung meningkatkan perilaku *opportunistic* dari manajer pada industri manufaktur, terdapat kesulitan memperbesar keuntungan para manajer, tanpa memperhatikan kepentingan pemegang saham minoritas. Kebutuhan dana sangat tergantung pada keputusan investasi perusahaan. Berdasarkan statistik deskriptif menunjukkan bahwa ratio utang pada industri manufaktur selama tahun pengamatan terus mengalami peningkatan.

3. Struktur kepemilikan dan *corporate governance* berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden, sedangkan keputusan investasi dan keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan deviden. Hubungan positif antara struktur kepemilikan dengan kebijakan deviden menunjukkan bahwa dengan kepemilikan yang terkonsentrasi pada keluarga yang juga pengelola perusahaan, menunjukkan perilaku *opportunistic* para manajer pada industri manufaktur yang sekaligus

sebagai *principal*. Prilaku tersebut menyebabkan manajer pada industri manufaktur menerima *double income*, pada satu sisi menerima deviden dan pada sisi lain tetap memperbesar bonus. Sementara keputusan investasi dan keputusan pendanaan pada industri manufaktur berpengaruh negatif terhadap kebijakan deviden. Hal tersebut menunjukkan adanya konflik, apakah laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemilik perusahaan dalam bentuk deviden atautkah disimpan dalam bentuk laba ditahan untuk mendanai kebutuhan investasi perusahaan. Sementara dengan keputusan pendanaan akan berimplikasi terhadap sumber pendanaan, apakah menggunakan sumber dana internal atau sumber eksternal. Dengan prilaku struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada keluarga sejalan dengan *pecking order theory* dimana dianjurkan menggunakan dana internal terlebih dahulu apakah dengan laba ditahan atau dengan hutang. Dengan menggunakan laba ditahan berarti tidak ada lagi pembagian keuntungan dalam bentuk deviden kepada pemilik perusahaan pada industri manufaktur. Hal tersebut bertentangan dengan *birth in the hand theory* dimana investor mengharapkan untuk mendapatkan pembagian keuntungan dalam bentuk deviden.

4. Struktur kepemilikan, *corporate governance*, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hubungan positif antara struktur kepemilikan dan *corporate governance* terhadap nilai perusahaan

menunjukkan semakin membaiknya *agency problem*. Dengan kondisi yang membaik, akan semakin meningkatkan kepercayaan para *shareholder* atas *return* yang akan didapatkan pada investasi yang mereka lakukan.

B. Saran

1. Berdasarkan hasil penelitian, hampir semua variabel mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan sehingga bagi pemilik perusahaan (*principal*), pengelola perusahaan (*agent*), Kreditor dan calon investor dapat menjadikan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan keuangan.
2. Perlunya pengawasan dari *principal* terhadap perilaku pihak *agen* dalam menggunakan hutang, karena hal ini akan berdampak terhadap eksistensi perusahaan pada masa yang datang. Penggunaan hutang yang terlalu besar akan berdampak terhadap *over leverage* yang akan mengganggu kondisi keuangan perusahaan pada industri manufaktur.
3. Perlunya menerapkan *good corporate governance* pada industri manufaktur, terlihat pada hasil analisis menunjukkan bahwa *corporate governance* berpengaruh secara positif terhadap keputusan keuangan yaitu keputusan investasi dan kebijakan deviden. Dengan semakin baiknya dua keputusan keuangan tersebut akan menjadi *signal* bahwa perusahaan tersebut tumbuh dan melindungi pemegang saham

minoritas. Demikian pula perlunya memperhatikan penggunaan hutang, karena hasil analisis statistik deskriptif menunjukkan penggunaan hutang yang semakin meningkat. Perlunya mencari sumber pendanaan yang lain, selain dengan menggunakan hutang.

4. Bagi para peneliti selanjutnya, dapat menggunakan data kualitatif yang lebih banyak dan melakukan pengembangan proksi pada *corporate governance* untuk memahami secara mendalam perilaku pihak yang menjadi tolak ukur terciptanya tata kelola perusahaan yang baik yang merupakan *signal* terhadap para calon investor untuk berinvestasi pada Pasar Modal Indonesia khususnya pada industri manufaktur, karena hal tersebut akan berimplikasi pada naiknya nilai perusahaan. Penelitian tersebut dalam rangka mengembangkan *agency theory*.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, Tim and Goyal. Vidhan. K, 2003. " *The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables: Theory and Evidence*", Hong kong University of Science and Technology.
- Adedeji, A., 1998, "Does the Pecking Hypotesis Explain the Dividend Payout Ratio of Firm in The UK?" *Journal of Business Finance and Accounting* 25 (9) and (10), November/December, 1127-1155.
- Agrawal and N. Jayaraman, 1994, *The Dividend Policies of All-Equity Firm: A Direct Test of The Free Cash Flow Theory*, *Managerial and Decision Economics*; 15, pp. 139-148
- Aharony; J & Swary, I, 1980," *Quarterly Dividend and Earnings Announcement & Stockholders Return: An Empirical Analysis*", *Journal of Finance*, March, pp 1-12.
- Alexander, J. A., Fennell, M. L., dan Halpem, M. T. (1993), "*Leadership instability in hospitals: The influence of board-CEO relations and organizational growth and decline*". *Administrative Science Quarterly*, Vol. 38: pp. 74-99.
- Allen, F., dan D. Gale (2000), "*Diversity of Opinion and Financing of New Technologies*". *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8: pp. 68-89.
- AlNajjar, F. K&Balkaoui, A R, 2001, "*Empirical Validation of a General Model of Growth Opportunities*", *Managerial Finance*; 27, 3; ABIJ INFORM Research
- Anderson, K.L., Deli, D.N., dan Gillan, S.T. 2003. "Board of Directors, Audit Committees, and the Information Content of Earnings". *Working Papers*, September.
- Ang, James S., Rebel A. Cole, dan James Wuh Lin, 1999, *Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Finance* 55 (1), pp. 81-106.

- Arvin Ghosh, *Optimal Capital Structure VS Pecking Order Theory A Further Test*. Journal of Business & Economic Research Vol.2 No. 8
- Arifin, Hasnah Haron, dan Daing Nasir Ibrahim (2001). 'Consensus Between Users and Preparers on the Importance of the Voluntary Disclosure Items in Annual Reports: an Indonesian Study'. Proceedings The Fourth Asian Academy Management Conference. Johor Bahru. Malaysia. Pp 458-468.
- Arifin, Zaenal. 2005. *Teori keuangan dan Pasar Modal*. Edisi pertama. Yogyakarta: EKONISIA
- Awaluddin, Murtiadi, 2008. "Kajian Faktor Penentu Nilai Perusahaan Untuk Perusahaan Manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia". Disertasi. Tidak dipublikasikan.
- Asquith, Paul & Mullins, Jr. David W. 1983, " The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders Wealth ", *Journal of Business*, Vol 56 No 1, January, pp 77-96.
- Ayres, F. L (1994). "Perception of Earnings Quality: What Managers Need To Know". *Management Accounting*, pp: 27-29.
- Amihud, Y., & Lev, B. (1999). Does corporate ownership structure affect its strategy towards diversification?. *Strategic Management Journal*, 20, 1063-1069.
- Baek, Young.H. Darlene R.J. Joung W.K. 2009. " Managerial Ownership, Corporate Governance, and Voluntary Disclosure." *Journal of Business & Economic Studies*, Vol.15, No.2, Fall 2009.
- Baird, M., (2001). *The Profer Company Will become as Crucial to the World Economy as the Profer Governing of the Countries*. Paper
- Barclay, Michael J; Clifford W. Smith Jr, Ross L Watts, 1998, " The Determinations of Corporate Leverage and Dividen Policies; dalam *The New Corporate Finance*, 1999, two edition., Irwin McGraw-Hill, Malaysia.

- Baskin, J., 1989, "An Empirical Investigation of Pecking Order Hypothesis", *Financial Management*, Spring, pp 26-35.
- Baysinger, B., dan Hoskinsson, R. E., (1990), "The composition of the Board of Directors and Strategic Control: Effects of corporate strategy". *Academy of Management Review*, Vol. 15: pp. 72-87.
- Beasley, Mark S. 1996. "An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud." *The Accounting Review*, Vol.71. No.4, Oktober, hal.443-465.
- Beiner, S., W. Drobetz, F. Schmid dan H. Zimmermann (2003), "Is Board size An Independent Corporate Governance Mechanism"? <http://www.wvz.unibaz.ch/cofi/publications/papers/2003/06.03.pdf>
- Bhattacharya, S, 1979, "Imperfect Information, Dividend Policy and The Bird in the Hand", *Journal of Economics* (Spring); 259-270.
- Bhatala.C.T.; K.P. Moon, dan R.P. Rao, 1994, "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings. An Agency Perspective," *Financial Management*, 23, h. 38-50.
- Black, B., H. Jang, and W. Kim, 2003, *Does Corporate Governance Affect Firm Value?*, Working paper 327, Stanford Law School
- Black, B. S., W. Kim, H. Jang, dan K. S. Park, (2005), "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values: Time-Series Evidence from Korea". Working Paper, No. 51, University of Texas Law and Economics.
- Black, Fisher., 1976, "The Dividend Puzzle", *The Journal of Portfolio Management*, Winter, pp 5-8.
- Bryshaw, R. E dan Ahmed Eldin.(1989). *The Smoothing Hypothesis and The Role of Exchange Differences*. *Journal of Business, Finance and accounting* , hal. 621-633.
- Brigham, E.F. dan Gapenski, L.C., 1996, *Intermediate financial management*, fifth edition-international edition, The dryden Press.

- Cadbury, 1992. *Report of Committee of the Financial Aspect of Corporate Governance*, London : Gee
- Chen, R. Roll dan S. Ross (1986), *Economics Forces and the Stock Market*, *Journal of Business* 59 (3), Hal 383-403
- Chen, Jian., Roger Strange (2005), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies". *Economic Change and Restructing*, Vol. 38: pp. 11-35.
- Chen, Carl R. and Thomas L. Steiner, 2000, *Tobin's Q, Managerial Ownership, and Analyst Coverage, A Nonlinear Simultaneous Equation Model*, *Journal of Economic and Business*; 52, pp. 365-382
- Cornett M. M, J. Marcuss, Saunders dan Tehranian H. (2006). *Earnings Management, Corporate Governance, and True Financial Performance*. <http://papers.ssrn.com/>
- Cooke, T.E., (1989), 'Disclosure in the Corporate Annual reports of Swedish Companies', *Accounting and Business Research*, 19, Spring, pp. 113-124
-, (1992), 'The Impact of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporations', *Accounting and Business Research*, 22, Summer, pp. 229-237.
- Chong, Alberto, dan Florencio López-de-Silanes, (2006), "Corporate Governance and Firm Value in Mexico". Research Department Working Paper Series, No. 564.
- Chow, CW dan A. Wong-Boren, (1987), 'Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporation', *Accounting Review*, 62, July, pp.533-541.
- Chtourou, SM., Jean Bedard. dan Lucie Courteau. (2001). *Corporate Governance and Earnings Management*. Working Paper. Universite Laval, Quebec City, Canada. April

- Chtourou, Sonda Marrakchi, Jean Bedard dan Lucie Courteau (2001), "Corporate Governance and Earnings Management". Available online at www.ssrn.com.
- Crutchley, C.E&R.S Hansen, 1989, " A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend", *Financial Management*, Winter, pp 36-46.
- Crutchley, Claire E Marlin R.H. Jensen, John S Jahera, Jr, Jennie E. Raymond, 1999, *Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership*, *International Review of Financial Analysis*; 8:2, pp. 177-197
- Daily, C., Dalton, D., 1994 "Board of directors leadership and structure: Control and performance implications", *Entrepreneurship theory and practice*, Vol. 17, pp. 65-81.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., dan Ellstrand, A. E. (1999), "Number of directors and financial performance: A meta-analysis". *Academy of Management Journal*, Vol. 42: pp. 674-686.
- Dann, Larry Y., 1981, " Common Stock Repurchases: An Analysis of Return to Bondholders & Stockholders, " *Journal of Financial Economics*, June, 9. pp 113-138.
- De Angelo, H&R.W Masulis, 1980a, " Leverage and Dividend Policy Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Finance*, 35 (2), May, pp 453-464.
-, 1980b, "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation," *The Journal of Finance Economics* 8, 3-29.
- Dechow, P.M. 1994. *Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals*. *Journal of Accounting and Economics* 17, hlm. 3-42.

- Demsetz, Harold and Belen Villalonga. 2001. "Ownership Structure and Corporate Performance". *Journal of Corporate Finance*, pp. 209-233,
- Denis. David J., 1992, " *Corporate Investment Decisions and Corporate Control: Evidence from Going-Private Transactions*", *Financial Journal / Autumn 1992*, pp 80-93.
- Dewenter. Karhryn L&Warther. Vincent A, 1998, " *Dividend Asymmetric Information, and Agency Conflict: Evidence from a Corporation of the Dividend Policies of Japanese and US Firms*", *The Journal of Finance*, Vol LIII, No 3.
- Dharmapala, Dhammika dan Vikramaditya Khanna, (2008), " *Corporate Governance, Enforcement, And Firm Value: Evidence From India*". Working Paper series, No. 08-005, University of Michigan Law & Economics , 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers.
- Drobetz, Wolfgang, Andreas, and Heinz,2003,. *Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence From Germany*, ECGI Finance Working Paper, Februari,
- Durnev, Art, Kim, Han, (2005), " *To Steal or Not To Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation*". *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 3: pp. 1461- 1493.
- Easterbrook, F H., 1984, " *Two Agency Cost Explanation of Dividends*", *American Economic Review*, September, pp 650-659.
- Eckbo, B. Espen, 1986, " *Valuation Effect and Corporate Debt Offerings*", *Journal of Financial Economics*, 15, pp 119-152.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., dan Wells, M.T., (1998), " *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*". *Journal of Financial Economics*, Vol. 48: pp. 35-54.

- Eisenhardt. Kathleen M. 1989. *Agency Theory: An Assessment and Review* *Academy of Management Review*. Stanford University. Vol 14 No 1. Pp 57-74.
- Emery and Finnerty, 1997, "Corporate Financial Management," Prentice Hall.
- Ercan UYGUR, 1990. *Price, Output and Investment decision of Firm; The Case of Turkish Industry* . Central Bank Of Republic Turkey Reseach Dep.
- Fama. Eugene F&Miller, Morton H., 1972, *The Theory of Finance*, Dryden Press Hinsdale Illinois.
- Fama, Eugene F., 1978, " *The Effect of a Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders,*" *American Economic Review*, vol 68, pp 272-28
- , 1980, " *Agency Problem and the Theory of the firm*" *Journal of Political Economy* Vol 88, pp. 288-298.
- Fama, Eugene F&French, Kenneth R., 1998, " *Taxes, Financing Decision, and Firm Value*" , *The Journal of Finance* Vol LIII No 3, June, pp 819-843.
-, 1999, " *The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment*", *The Journal of Finance*, Vol LIV No 6 December.
- Firth, Michael. (1989). 'The Impact of Size, Stock Market Listing and Auditors on Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports'. *Accounting and Business Research*. Autumn. Vol. 9. Hal. 276-280.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia. 2001. *Seri Tata Kelola (Corporate Governance) Jilid II*. <http://fcgi.org.id>.
- Forum for Corporate governance in Indonesia (FCGI). 2002. *Tata Kelola Perusahaan (Corporate governance). The Essence of Good Corporate governance: Konsep dan Implementasi Perusahaan*

- Publik dan Korporasi Indonesia*. Jakarta: Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia dan Sinergy Communication
- Frank, M., and Goyal, V., (2000), *Testing of the Pecking Order Theory of Capital Structure*
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A stakeholder approach*. Pitman Publishing. Boston
- Friend, I dan Lang, LHP, 1988, "An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure., The Journal of Finance 43,h. 271-282.
- Fuerst, Oren and Hyon Kang-Sok, 2000, *Corporate Governance Expected Operating Performance, and Pricing*, Working Papers; Yale School of Management, pp. 1-138
- Gabriel, Mihalca. 2009.*An Empirical Investigation of the Trade-Off and Pecking Order Hypotesis an Romanian Market*. The XIII International Conference, ASMADA 2009, June 30- July 3, 2009 Vilnius, Lithuania
- Garay, Urbi dan Maximiliano González, (2008), "Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela". Accepted Paper Series, JELClassifications: G34, G15.
- Gaver, J. J&K. M Gaver., 1993, " Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set & Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", Journal Accounting & Economics, 16, pp 125-160.
-,1995,"Compensation Policy and The Investment Opportunity Set", Journal of the Financial Management association, Vol 24 No 1.
- Gelb, David. 2000. "Managerial Ownership and Accounting Disclosures: An Empirical Study." Review of Quantitative Finance and Accounting, 15 (2000): 169±185.

- Giltman, L.J., 2000, "*Principle of Management Finance*," 9th d, Addison Wasler, Massachussets
- Gordon, M.J., 1963." *Optimal Investment & Financing Policy*," *Journal of Finance* Pp 264-272. Grinbaltt, M. S, R. W. Masulis&S. Titman, 1984, "The Evaluation effect of stock Split and stock Dividend", *Journal of Financial Research* 13pp 461-490.
- Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A. (2003), "*Corporate Governance and Equity Prices*," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, pp.107-155.
- Groenewold, Nicolaas and Patricia Fraser (2000), *Forecasting Beta: How Well Does the Five-Year Rule of Thumb Do?*, *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(7) & (8), Sep/Oct, Hal 953-982.
- Grossman, S. J., dan O.D. Hart (1980), "*Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation*". *Bell Journal of Economics*, Vol. 11: pp. 42-54.
- Hair, J. F, Anderson, R.E., Tatham, R. L & Black, W.C, 1995, *Multivariate Data Analysis*, 4th ed , New Jersey: Prentice Hall.
- Hasnawati, Sri. 2005. *Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta*, JAAI. Vol.9 No.2 Desember 2005. Hal 117-126
- Huson Jaher Ali Ahmed, 2009. *Revisiting Capital Structure Theory: A Test Of Pecking Order and Static Order Trade-Off Model From Malaysian Capital Market*, ISSN 1450-2887 Issue 30 (2009)
- Husnan. S, 2001, *Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan : Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional*, *Journal of Accounting, Management, Economics Research*, hal. 1-10

- Hopkins, W E & Hopkins, SA, 1999, "Strategic Planning Financial Performance Relationship in Bank: A Causal Examination", Strategic Management Journal Vol 18 : 8, pp 635-652.
- Iturriaga, F. J. L. and Sanz J. A. R., 1998, *Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Spanish Firms Simultaneous Equations Analysis*, Working Paper, Universidad De Valladolid, 1-32
- (2000), "Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Spanish Firms Simultaneous Equations Analysis". Direction General de Ensenanza Superior e Investigacion Cientifica
- Javed, Attiya Y., dan Iqbal, Robina, (2007), "Relationship between Corporate Governance Indicators and Firm Value: A Case Study of Karachi Stock Exchange", MPRA Paper. No. 2225, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/2225>.
- Jennings, W.W., 2002, *Further Evidence on Institutional Ownership and Corporate Value*, Working Paper, JEL Classification G32 G34 G2, US Air Force Academy.
- Jensen, Michael C & Mckling, William H., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Vol 3 No 4, October, pp 305-360.
- Jensen, Michael & Clifford Smith, 1985, "Stockholder, Manager and Credit Interests: Applications of Agency Theory," in Altman and Subrahmanyam, eds, *Recent Advances in Corporate Finance*, Homewood: Richard Irwin.
- Jensen, Michael C, 1986, "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", American Economic Review 76 (2), 323-329.
- Jensen, G R ; O P Solberg, and I.S Zorn., 1992, " Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", Journal of Financial and Quantitative Analysis 27, pp 247-263.

- Jensen, M. 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831-880.
- Jensen dan Murphy (1990), "CEO Incentive – It's not How Much you Pay but How"? *Journal of Applied Corporate Finance*, pp. 36 -49.
- Jo. Hoje; Pinkerton. J.M; and Sarin. A., 1994, " Financing decisions and Investment Opportunity Set: Some Evidence from Japan", *Pasicic-Basin Finance Journal* 2 pp 227-242
-, 2001 b, "The Association between Financing Decision and Investment Decision", *Jurnal Ekonomi & Bisnis (Oian Ekonomi)* Vol VII No 2, September, pp 151-164
-, 2002a, "Financing Decision Relevancy: An Emperical Evidence of Balancing Theory", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis (1) Fakultas Ekonomi Adma Jaya* Februari.
-," 2002b, " Investment decision and Dividend Policy As Determinant of Financing Decision: A New Empirical Evidence", *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan ekonomi*, Vol 2 Nol Februari, pp 4155.
- Johansen, S dan K. Juselius (1990), *Maximum Likelihood Estimation and Interference On Cointegration With Application to the Demand for Money*, *Oxford Buletin of Economics and the Statics* 52, Hal 169-210
- Kaaro Hermeindito, 2003, "Simultaneous Analysis Of Corporate Invesment, Dividend, And Finance-Empirical Evidence Under High Uncertainty," *The Journal of Accounting, Management, and Economics Research*. Vol.3 No.1, February:1-17.
- Kakabadse, Nada Korac and Andrew K Kakabadse and Alexander Kouzmin. 2001, "Board Governance and Company Performence: Any Correlations ?". MCB University Press.

- Kallapur, S&M.A Trombley., 1999, " *The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth*", *Journal of Business Finance & Accounting*, 26, pp 505-519.
- , 2001, "The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement", *Managerial Finance* 27, 3; ABI/ INFORM Research; Volume 27 Number 3.
- Kang dan Asghar, 2000, "Board Leadership Structure and Firm Performance, Blackwell Publishing", <http://www.aslkang@ntu.edu.sg>
- Kester, G. W, R.P. Chang, E.S. Echanis&S. Sudigno, 1996, " *Dividend and Capital Structural policy in Indonesia & Philippines: The view of Executive of Listed firm*". *Philippine Management Review*: 25-44.
- Klapper, L.F. and Love, I. 2002. "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets". *Journal of Corporate Finance*. Vol. 195.
- Klein, A., 2002, *Audit Commite, Board of Director, Characteristics Economics* (33), pp. 375-400
- Kim, W.S., and Sorenson, E. H, 1986, *Evidence on The Impact of Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*; 21, pp. 131-144
- Komite Nasional Kebijakan Governance, (2004). *Pedoman Tentang Komisaris Independen*. <http://www.governance-indonesia.or.id/main.htm>.
- Kusuma, Hadri. 2006. *Efek Informasi Asimetri Terhadap Kebijakan Deviden*, *JAAI Vol.10 No.1 Juni 2006*. Hal 1-12
- Kusumastuti, Sari, Supatmi dan Perdana Sastra. 2007. "Pengaruh Board Diversity Terhadap Nilai Perusahaan dalam Perspektif Corporate Governance." *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol.9, No.2, November 2007:88-89.

- Lang Larry; Ofek. E; Stulz. R.M , 1996." *Leverage, Investment, and Firm Growth*", Journal of Financial & Economics 40, pp 3 - 29.
- Leland H., and D. Pyle.1997, "*Informational Asmetries, Financial Structure, and Finance Intermediation*," Journal of Finance, 32, 371-388.
- Lemmon, Michael., dan Karl Lins, (2001), "*Ownership Structure, Corporate governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis*". William Davidson Working Paper, April, pp. 1-33.
- Lins, Karl V, 2002, "*Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets*," Social Science Research Network (April), h. 1-47.
- Lintner, J., 1956, " *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earning, and Taxes*", American Economics Review 46, p 97-113.
- Lipton, M., dan Lorsh, J.W., (1992), "*A modest proposed for improved corporate governance*". Business Laivyer, Vol. 48: pp. 59-77.
- Litzenberger. Robert H&Ramaswanny. Krishna., 1982," *The Effect of Dividend on Common Stock Prices: Tax Effect or Information Effects?* ", Journal of Finance, Vol XXXVII, No 2, May, pp 429-443.
- Lobo, Gerald J. dan Jian Zhou (2001), "*Disclosure Quality And Earnings Management*", Social Science Research Network Electronic Paper Collection.
- Mace, M. L., (1986), dalam Morck (1992), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol. 1 pp 475-477
- Masulis, Ronald W., 1980," *The Effect of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange offers*", Journal of Financial Economics, Vol 8 No 2 June, pp 139-178.
- 1983," *The impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates*," Journal of Finance, vol 38, pp 107-126.
- Masulis, R., 1998, "*The Debt Equity Choice*", MA : Ballinger

- Mbodja, M & Mukherjee Tarunk, 1994, "An Investigation Into Causality Among Firm' Dividend, Investment, & Financing Decision", *Journal of Financial Research*, pp 517-530.
- McConnell, John J dan Servaes, Henri, (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics* (27).
- Magginson, W.L., (1997), *Corporate Financial Theory*. Addison Wesley, Massachusetts
- Mas Ahmad Daniri, 2005. *Corporate Governance, Konsep dan Penerapannya Dalam Konteks Indonesia*, Ray Indonesia
- Maysami, R.C dan Tiong Sim Kho (2000), *A Vector Error Correlation Model of The Singapore Stock Market*, *International Review of Economics and Finance* 9, Hal 79-96. Elsevier Science Inc. North Holland
- Mayangsari, Sekar, 2001, "Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypothesis", *Jurnal Riset Akuntansi, Auditing Dan Informasi*, Vol 1, No. 3: 1-26
- Midiastuty, P.P dan M. Machfoedz, (2003), *Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan indikasi Manajemen Laba*, Makalah SNA Hal 176-199
- Mehran, H., 1995, "Executive Compensation Structure, ownership and firm performance", *Journal of Financial Economics*, 38, 163-184
- Mehmet SEN, 2006. *Testing of Pecking Order Theory in ISE (Istanbul Stock Exchange)* ISSN 1450-2887 Issue 21 (2008)
- Mc-Connel, John J&Muscarella, Chris J., 1984, "Capitalizes Value, Growth Opportunities and Corporate Capital Expenditures Announcements", Purdue University, Lafayette, Ind.

- Mc-Connell, John J. & Muscarella, Chris J., 1986, "Corporate Capital Expenditure Decisions and The Market Value of the Firm", *Journal of Financial Economics* dalam Jensen, 1986.
- Mc. Connell, John J., dan Henri Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value". *Journal of Financial Economic*, Vol. 27: pp. 610-642.
- Miller, M.H & Modigliani, F., 1961, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, October 411-433.
-, 1977, "Debt and Taxes", *The Journal of Finance*, vol 32 (2), May, pp 262- 273.
- Miller, M & Rock, K., 1985, "Dividend Policy Under Asymmetric Information" *Journal Of Finance*, pp 1031-1051
- Mizruchi, M. S. 1983. *Who Control Whom? An Examination of the Relation between Management and boards of Directors in Large American Corporation*. *Academy of Management Review*, 8, 426-435.
- Mitton, Todd., 2002. *A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis*. *Journal of Financial Economics*. Vol. 64. 215-241.
- Modigliani, F. & Miller, M. H., 1958, "The cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *The American Economic Review*, 13(3), pp 261-297.
- Monks R., Minow, N., 1996 "Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21st Century", Cambridge, Blackwell,
- Morck, R., A. Shleifer dan R.W. Vishny. (1988). *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*. *Journal of Financial Economics*, Vol.20. January/ March, hal.293-315.
- Moh'd Mahmoud A., Perry Larry G., Rimbey James N., 1998, "The Impact of ownership structure on corporate debt policy: a time series cross sectional analysis", *The Financial Review* 33: 85-98.

- Murali, S.C&Welch, J.B.,1989," Agent, Owner, Control & performance", *Journal Business Finance and Accounting*, 16 (3).pp 385-398.
- Myers, Stewart C., 1977, "Determinant of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, volume 9, no 3 , pp.237-264. .
-, 1984," Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 39 (3), July, pp 575-592.
- Myers, S. C&N.S Majluf., 1984, " Corporate Financing & Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, pp 187-221.
- Myeong-Hyeon Cho, 1998, " Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: an empirical Analysis". *Journal of Financial Economics* 47, pp 103-121
- Nancy, D. Ursel. 2007. *Test of The Pecking Order Theory Financing*. ASAC 2007, Ottawa, Canada
- Park, Kwang Woo&Evans, John., 2004, "Firm Value, Free Cash Flow and Financing Decision: Eviden from Japan", Working Paper, University of Illinios UrbanaChampaign and Curtin University of Technology Australia.
- Paterson, Pamela P&Benesh. Gary A. 1983., " Reexamination ofthe Empirical Relationship between Investment and Financing Decisions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 18, No 4, pp 439.
- Peasnell, K.V, P.F. Pope. dan S.Young. 2001 *Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals*. *Accounting and Business Research*, Vol. 30. hal.41 -63.
- Penmann, SH, 1988. 'An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earning Forecasts'. *Journal of Accounting Research*. Vol. 18. Spring. pp. 132-160..

- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. 1978. *The external control of organizations*. New York: Harper & Row
- Riduwan dan Engkos A.K, 2008. *Analisis Jalur (Path Analysis)*, Alfabeta, Bandung
- Riyanto, Bambang, 1995, *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, BPFE, UGM, Jogjakarta.
- 2003, "Corporate Governance di Indonesia: A General Overview". Makalah Disampaikan di Forum Diskusi Ekonomi Putaran1. Universitas Atma Jaya, Yogyakarta. 24 April
- Rozeff, Michael S, 1982, "Growth, Beta & Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research*, 5, pp 249-249.
- Ross, S.A, 1977." *The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach*," *Journal of Economics*, Spring, 8, pp 23-40
- , 1978," *Some Notes on Financial Incentive Signalling Model Activity Chose and Risk Preference*," *Journal of Finance*, 33, pp 777-792
- Salomon, J., dan Salomon, A. (2004). *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons, Ltd
- Sartono, Agus R. dan Sriharto, Ragil, 1999," *Faktor-faktor penentu Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Indonesia*", *Jurnal Sinergi*, vol.2, no.2, hal 175- 188
- Saudagaran, Sakhrokh M., dan Diga, J.G. 1997. "Financial Reporting in Emerging Capital Market: Characteristics and Policy Issues", *Accounting Horizon*, Vol 11, No. 2.
- Schumacker, Randal E.; Lomax, Richard G., 1996," *A Beginner's Guide to Structural Equation Modelling*. Lowrence Erlbaun Associates, Publishers Mahwah, New Jersey.
- Scot, W.R. (1997). *Financial Accounting Theory*. Prentice-Hall. New Jersey.

- Shen, Ming-Jian, Chung-Cheng Hsu, dan Ming-Chia Chen (2006), "A Study of Ownership Structures and Firm Values Under Corporate Governance - The Case of Listed and OTC Companies in Taiwan's Finance Industry". *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge Vol. 8, No. 1: pp. 184-191
- Shleifer, A., dan R.W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2: pp. 737-783
- Silveira, Alexandre Di Miceli D., dan Lucas Ayres B. de C. Barros (2007), "Corporate Governance Quality and Firm Value in Brazil". Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=923310.
- Singh, M dan Davidson W. 2003. "Agency Cost, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms." *Journal of Banking & Finance*, 27, 793-816.
- Skinner, Doghlas., 1993, "The Investment Opportunity Set & Accounting Procedure Choice", *Journal of Accounting & Economics*, 16, pp 407-445.
- Slovin, Myron B., dan Merie E. Sushka (1993), "Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence from The Death of Inside Block holder". *Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 4: pp. 57-84.
- Smith, Jr. C.W & Watts. , R L., 1992, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *The Journal of Financial Economics*, December, pp 263-292.
- Shome, D., dan Singh, S. 1995. *Firm value and External Blockholdings*", *Financial Management*, 24 : 3-14.
- Steames, L. B., dan Mizmchi, M. S. (1993), "Board composition and corporate financing: The impact of financial institution representation on borrowing", *Academy of Management Journal*, Vol. 36: pp. 603-618.

- Subramanyam, K.R. (1996). "The Pricing of Discretionary Accruals". *Accounting and Economics* 22 (August-December): pp 249-281.
- Sujoko dan Ugy Subiantoro. 2007. "Pengaruh Struktur Kepemilikan saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 9, No. 1, h. 41-48.
- Sumru Aitug, 2007. *The Impact of the Risk and Persistence on Investment Decision*. *Economic Buletin*
- Sudarma, M (2004), *Pengaruh Faktor Kepemilikan Saham, Faktor Internal dan Faktor Eksternal Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan*. Disertasi. Tidak Dipublikasikan Universitas Brawijaya Malang
- Sukartha, I Made. 2000. "Pengaruh Manajemen Laba dan Kepemilikan Manajerial pada Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target Akuisisi." *Jurnal JRAI*
- Sunarto. 2003. "Corporate Governance dan Kinerja Saham." *Fokus Ekonomi*. Vol. 2, No. 3: 240-257.
- Surya, Indra dan Yustiavandana, Ivan. 2006. *Penerapan Good Corporate Governance: Mengesampingkan Hak-hak demi Kelangsungan Usaha*. Edisi Pertama. Jakarta: Kencana.
- Suranta Edi dan Merdiastuti, 2003. *Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Investasi dan Nilai Perusahaan Dengan Model persamaan Linear Simultan*, *JRAI*, Vol 6 Nomor 1..
- Sutrisno, 2001, "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout ratio Pada Perusahaan Publik Di Indonesia", *TEMA*, Vol.II No.1
- Surat Keputusan Menteri Negara/Kepala Badan Penanaman Modal dan Pembinaan BUMN No. 23/M PM/BUMN/2000 tentang: *Pengembangan Praktik Good Corporate Governance dalam Perusahaan Perseroan (PERSERO)*.

- Syakhroza, Ahmad, 2003, *Teori Corporate Governance*, Jurnal Usahawan, No. 08 Tahun XXXII, Agustus
- Tang, Linda (2007), "A Simultaneous Approach to Analyzing the Relation Between Board Structure, Corporate Governance Mechanisms and Performance of Japanese Firms (1989-2001)", A Thesis Submitted to the College of Graduate Studies and Research in Partial Fulfillment of the Requirements for the Masters of Science, University of Saskatchewan Saskatoon.
- Tabalujan, B.S. 2002, 'Why Indonesian Corporate Governance Failed- Conjectures Concerning Legal Culture', Columbia Journal of Asia Law, vol. 15, no. 2, pp. 141-171.
- Tandelilin, E. dan Wilberforce, T, 2002, *Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?*, Gadjah Mada International Journal of Business, January, Vol. 1, No. 1, pp. 31 -43
- Tam, On Kit dan Monica Guo Sze-Tan. 2007. "Ownership, Governance, and Firm Performance in Malaysia." *Journal Compilation @Blackwell Publishing Ltd*, Vol.15, No.2, 208-222.
- Titman, S & Wessels, R., 1985, 1988, "The Determinants of Capital Structure Choice", The Journal of Finance. Vol XLIII, No 1. March, pp 3-19.
- Tjager, I. N.; Alijoyo, F. A, Djemat, H.R., dan Soembodo, B (2003), *Corporate Governance, tantangan dan Kesempatan Bagi Komunitas Bisnis Indonesia*, PT. Prenheliindo
- Trueman. B. 1986. *The Relationship Between the Level of Capital Expenditure And Firm Value*. Journal of Financial & Quantitative Analysis. Vol 21, pp 115129
- Tri Ratnawati, 2007. *Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung, Faktor Eksternal, kesempatan investasi dan pertumbuhan Asset Terhadap Keputusan pendanaan Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek*

- Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol. 9 No. 2, November 2007, hal 65-75
- Verrechia, R. 2001. "Essays on Disclosure." *Journal of Accounting and Economic*, 32 (1-3), 97-180.
- Veronica, Sylvia dan Yanivi S. Bachtiar. 2004. "Good Corporate Governance, Information Asymetry and Earnings Management". Simposium Nasional Akuntansi 7. Denpasar.
- Veronica, Sylvia dan Siddharta Utama. 2006. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance Terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management)". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol. 9, No. 3, hal. 307-326.
- Van Horne, James C., 2002, "Financial Management And Policy". New Jersey: Prentice-Hall.
- Van Horne, James dan Wachowich., 2004, "Fundamental of Financial Management". Prentice Hall. England
- Villalonga, Bellen, Raphael Amit, 2004, "How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value", Paper Harvard Business School
- Walker, M Mark., 2000, "Corporate Take Over, Strategic Objectives, and Acquiring Firm Shareholders Wealth". *Financial Management*, Winter, pp 36-46.
- Walsh dan Seward, 1990, "On the efficiency of internal and external corporate control mechanism", *Academy of management Review* 15, pp. 421-458.
- Warfield, Terry, John J. Wild, dan Kenneth Wild (1995), "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earning". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20. No. 1. July: pp. 61-91.
- Watts, R.L., dan J. L Zimmerman. (1986). "Positive Accounting Theory". Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall

- Wright, Peter & Ferris, Stephen P., 1997, "Agency Conflict & Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value", *Strategic Management Journal* Vol 18, 77-83.
- Wahidawati. 2002. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1, h. 1-16
- Xie, Biao, Wallace N. Davidson III dan Peter J. Dadalt. 2003. *Earnings Management and Corporate Governance: The Role of The Board and the Audit Committee*. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 9. Juni: 295-316.
- Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia & Sinergy Communication.(YPPMI & SC), 2002. *The Essence of Good Governance: Konsep dan Implementasi pada Perusahaan Publik dan Korporasi Indonesia*". Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia & Sinergy Communication.
- Yermack, D., 1996. *Higher Market Valuation of Companies With A Small Board of Directors*. *Journal of Financial Economics* 40, 185 -211.
- Yu, Frank. 2006. *Corporate Governance and Earnings Management*. Working Paper
- Young, M., 2000" *Accounting Irregularities and Financial Fraud: A Corporate Governance Guide*", Harcourt, Inc.,
- Zahra, S. A., dan Pearce, J. A., (1989). "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model". *Journal of Management*, Vol. 15: pp. 291-334.
- Zingales, Luigi, 1998, "Corporate Governance," in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, ed. by P. Newman (New York, NY: Macmillan).
- _____, Statistik Industri Besar dan Sedang. Biro Pusat Statistik (BPS), Jakarta

_____, RPJM 2004-2009, Bab 18. Peningkatan Daya Saing Industri
Manufaktur

www.idx.go.id

LAMPIRAN

```

REGRESSION
/MISSING LISTWISE
/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
/NOORIGIN
/DEPENDENT y1
/METHOD=ENTER x1 x2.

```

```

REGRESSION
/MISSING LISTWISE
/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
/NOORIGIN
/DEPENDENT y2
/METHOD=ENTER x1 x2 y1.

```

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Kep Ivestasi (Y1), Str_kep (x1), GCG (x2)		Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: Kep Pendanaan (Y2)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.722 ^a	.522	.518	.28552

- a. Predictors: (Constant), Kep Ivestasi (Y1), Str_kep (x1), GCG (x2)

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	31.659	3	10.553	129.452	.000 ^a
	Residual	29.022	356	.082		
	Total	60.681	359			

- a. Predictors: (Constant), Kep Ivestasi (Y1), Str_kep (x1), GCG (x2)
b. Dependent Variable: Kep Pendanaan (Y2)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	8.064	.752		
	Str_kep (x1)	-.015	.001	-10.716	.000
	GCG (x2)	-.050	.006	-6.53	.000
	Kep Ivestasi (Y1)	.171	.053	3.230	.001

a. Dependent Variable: Kep Pendanaan (Y2)

REGRESSION

```

/MISSING LISTWISE
/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
/NOORIGIN
/DEPENDENT y3
/METHOD=ENTER x1 x2 y1 y2.

```

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Kep Pendanaan (Y2), Kep Ivestasi (Y1), Str_kep (x1), GCG (x2)		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Kebijakan Dividen (Y3)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.862 ^a	.743	.740	1.17191

a. Predictors: (Constant), Kep Pendanaan (Y2), Kep Ivestasi (Y1), Str_kep (x1), GCG (x2)

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1408.634	4	352.158	258.417	.000 ^a
	Residual	487.550	355	1.373		
	Total	1896.183	359			

a. Predictors: (Constant), Kep Pendanaan (Y2), Kep Ivestasi (Y1), Str_kep (x1), GCG (x2)

b. Dependent Variable: Kebijakan Dividen (Y3)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	1	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	48.778	3.552			
Str_kep (x1)	.015	.005		13.733	.000
GCG (x2)	.437	.028	.121	3.218	.001
Kep Ivestasi (Y1)	-1.711	.221	.840	15.448	.000
Kep Pendanaan (Y2)	-2.584	.218	-.398	-7.751	.000
			-.462	-11.878	.000

a. Dependent Variable: Kebijakan Dividen (Y3)

REGRESSION

/MISSING LISTWISE
 /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
 /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
 /NOORIGIN
 /DEPENDENT y4
 /METHOD=ENTER x1 x2 y1 y2 y3.

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Kebijakan Dividen (Y3), Str_kep (x1), Kep Ivestasi (Y1), Kep Pendanaan (Y2), GCG (x2)		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Nilai Perusahaan (Y4)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.676 ^a	.457	.450	.38598

a. Predictors: (Constant), Kebijakan Dividen (Y3), Str_kep (x1), Kep Ivestasi (Y1), Kep Pendanaan (Y2), GCG (x2)

ANOVA

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	44.425	5	8.885	59.644	.000*
Residual	52.734	354	.149		

a. Predictors: (Constant), Kebijakan Dividen (Y3), Str_kep (x1), Kep Ivestasi (Y1), Kep Pendanaan (Y2), GCG (x2)

b. Dependent Variable: Nilai Perusahaan (Y4)

ANOVA

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Total	97.160	359			

a. Predictors: (Constant), Kebijakan Dividen (Y3), Str_kep (x1), Kep Ivestasi (Y1), Kep Pendanaan (Y2), GCG (x2)

b. Dependent Variable: Nilai Perusahaan (Y4)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	4.972	1.448		3.435	.001
	Str_kep (x1)	.013	.002	.447	8.036	.000
	GCG (x2)	.041	.012	.347	3.388	.001
	Kep Ivestasi (Y1)	.216	.079	.222	2.745	.006
	Kep Pendanaan (Y2)	.287	.085	.226	3.383	.001
	Kebijakan Dividen (Y3)	.145	.017	.638	8.267	.000

a. Dependent Variable: Nilai Perusahaan (Y4)

Lampiran 5 : Kepemilikan Institusional

No	Nama Perusahaan	Kepemilikan Institusional dan Publik									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	20.82	16.02	16.02	15.41	15.10	15.07	15.04	15.05	15.45	
2	Suraco Tbk	32.74	32.74	32.74	32.74	32.74	32.74	32.74	32.74	32.74	
3	tunas ridean	52.10	52.10	52.53	52.52	51.53	51.53	52.53	51.53	56.16	
4	Alumindo Light Metal Tbk	11.30	8.48	9.93	10.11	17.31	17.31	17.42	17.42	17.47	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	20.70	9.01	9.01	9.01	9.01	6.40	6.40	6.40	6.40	
6	Astra Graphia Tbk	20.91	21.21	21.21	30.00	23.13	23.13	23.13	23.13	23.13	
7	Astra Internasional Tbk	32.00	49.63	48.13	58.06	49.89	49.89	49.89	49.89	40.85	
8	Astra Otoparts Tbk	12.69	12.69	12.69	13.32	14.60	13.24	13.23	13.28	4.27	
9	Sepatu Bata Tbk	14.70	19.40	19.40	15.80	27.40	15.90	16.10	15.02	23.30	
10	Arwana Citra Mulia	23.77	23.77	23.24	20.99	19.85	26.04	13.86	24.81	86.36	
11	Benojaya Masnggal Tbk	36.10	20.56	4.92	10.56	10.56	10.55	10.55	10.55	10.55	
12	Citra Tubindo Tbk	28.62	24.62	36.22	26.43	36.46	41.92	41.18	24.77	19.05	
13	Delta Jakarta Tbk	17.90	15.31	15.40	15.40	15.40	15.40	15.40	15.40	15.40	
14	Gajah Tunggul Tbk	32.49	36.07	36.07	38.75	29.72	35.26	38.43	35.00	53.75	
15	Kaseo Igar Jaya Tbk	48.87	48.87	48.87	36.90	36.90	36.90	36.90	36.90	41.90	
16	Hexindo Tbk	10.21	15.50	15.81	18.72	18.72	18.71	23.78	21.33	23.62	
17	H M Sampoerna Tbk	61.19	61.72	54.78	53.25	53.25	2.05	2.05	2.05	1.82	
18	Ekadharna Internasional	27.20	27.20	27.20	22.13	20.39	19.75	19.70	25.63	24.55	
19	Indocement Tunggul Perkasa Tbk	4.48	6.06	9.96	21.83	21.83	21.83	21.83	21.83	36.97	
20	Coltarfark Indonesia Tbk	16.41	16.41	16.14	17.00	17.00	16.00	16.00	16.85	34.49	
21	Indorana Synthetics Tbk	41.47	41.66	41.66	41.66	41.66	41.66	26.84	26.84	51.00	
22	Inisan Wijaya Internasional Tbk	31.72	31.72	4.03	3.85	55.96	52.35	52.36	52.36	53.60	
23	Cahaya Kalbar Tbk	19.20	11.83	39.37	39.37	39.37	16.66	15.40	7.99	12.98	
24	Intraco Penta Tbk	23.70	23.70	23.73	23.72	23.72	9.75	9.56	9.56	62.30	
25	Jaya Puri SteelTbk	20.73	19.27	18.25	16.85	16.85	16.85	10.56	16.85	48.77	
26	Dynaplast Tbk	44.06	54.75	36.88	28.53	26.41	27.64	22.49	28.27	71.22	
27	Eretek Djaya Tbk	25.60	17.58	24.39	30.39	30.39	30.39	30.39	39.32	89.32	
28	Past Food Tbk	3.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.32	
29	Kalbe Farma Tbk	40.70	46.70	47.70	42.10	42.10	47.13	49.59	48.82	43.34	

30	Kimia Farma Tbk	9,00	9,00	9,00	9,00	9,25	9,97	9,97	9,97	9,97	9,97
31	Mandom Indonesia Tbk	31,97	31,97	22,38	39,88	31,97	20,50	22,12	19,75	39,00	39,00
32	Mayora Tbk	66,91	66,91	61,50	59,48	60,26	66,96	66,96	61,81	67,07	67,07
33	Metrodata Tbk	78,75	86,33	85,03	86,00	86,52	62,22	84,88	84,36	77,09	77,09
34	Multi Bintang Tbk	16,63	16,63	7,73	16,63	16,63	16,63	16,63	16,63	25,00	25,00
35	Pan Brother Tbk	79,00	79,00	46,79	51,60	53,51	47,89	47,89	55,51	79,00	79,00
36	Selamat Sempurna Tbk	30,98	30,07	30,07	30,08	30,08	30,08	38,64	30,06	41,87	41,87
37	Seenam Gresik Tbk	23,46	23,46	23,46	23,47	23,47	23,46	23,46	24,09	48,99	48,99
38	Sorini Corporation Tbk	34,90	34,87	34,87	35,38	35,33	35,33	35,33	30,05	30,07	30,07
39	Sumi Indo Kabel Tbk	4,98	4,92	4,83	6,85	6,83	6,85	6,85	6,85	6,84	6,84
40	United Tractors Tbk	6,10	41,10	40,47	46,98	43,49	41,55	41,55	29,20	40,50	40,50
	Rata - rata	28,95	30,22	28,31	29,27	30,36	27,34	27,44	26,95	37,16	37,16
	Maksimum	79,00	86,33	85,03	86,00	86,52	66,96	84,88	84,36	89,32	89,32
	Minimum	3,00	4,92	4,03	3,85	6,83	2,05	2,05	2,05	1,82	1,82
	Standar Deviasi	18,84719	19,84795	18,0234	17,5687	16,9395	16,07862	17,98005	17,40945	23,63461	23,63461

Lampiran 6 : Kepemilikan Manajerial

No	Nama Perusahaan	Kepemilikan Manajerial									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	79.18	83.98	83.98	84.59	84.90	84.93	84.96	84.95	84.55	
2	Sucaco Tbk	67.26	67.26	67.26	67.26	67.26	67.26	67.26	67.26	67.26	
3	tunas ridean	47.90	47.90	47.47	47.48	48.47	48.47	48.47	48.47	43.84	
4	Alamindo Light Metal Tbk	88.70	91.52	90.07	89.89	82.69	82.69	82.58	82.58	82.51	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	79.30	90.99	90.99	90.99	90.99	93.60	93.60	93.60	93.60	
6	Astra Graphia Tbk	79.09	78.79	78.79	70.00	77.87	77.87	77.87	77.87	76.87	
7	Astra Internasional Tbk	68.00	50.37	51.87	41.94	50.11	50.11	50.11	50.11	50.15	
8	Astra Otoparts Tbk	87.31	87.31	87.31	86.68	85.40	84.76	86.77	86.72	95.73	
9	Sepatu Bata Tbk	85.30	80.60	80.60	84.20	62.60	84.10	83.90	84.98	76.70	
10	Arwana Citra Mulia	76.23	76.23	76.76	79.01	80.15	73.96	86.14	75.19	13.64	
11	Betonjaya Manunggal Tbk	63.90	79.44	95.08	89.46	89.44	79.45	79.45	79.45	89.45	
12	Citra Tubindo Tbk	71.38	75.38	63.78	73.57	63.54	58.98	58.82	75.23	79.95	
13	Delta Jakarta Tbk	82.10	84.69	84.60	84.60	84.60	84.60	84.60	84.60	84.60	
14	Gajah Tunggal Tbk	67.51	63.93	63.93	61.25	70.28	64.74	61.57	65.00	46.25	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	51.13	51.13	51.13	63.10	63.10	63.10	63.10	63.10	58.10	
16	Hexindo Tbk	89.79	84.50	84.19	81.28	81.28	81.29	76.22	78.67	76.38	
17	H M Sampoerna Tbk	38.81	38.28	55.22	46.75	56.75	87.95	87.95	87.95	98.18	
18	Ekadharma Internasional	72.80	72.80	72.80	77.87	79.61	80.25	80.30	74.37	75.45	
19	Indoement Tunggal Perkasa Tbk	95.52	93.94	92.04	68.17	68.17	68.17	68.17	68.17	64.03	
20	Colorfark Indonesia Tbk	83.59	83.59	83.86	83.00	83.00	84.00	84.00	83.15	65.51	
21	Indorama Syntetics Tbk	58.53	58.34	58.34	58.34	58.34	58.34	72.16	72.16	49.00	
22	Jenan Wijaya Internasional Tbk	68.28	68.28	95.97	96.15	44.04	47.65	47.64	47.64	46.40	
23	Cahaya Kalbar Tbk	80.80	88.17	60.63	60.63	60.63	83.34	83.60	92.01	87.02	
24	Intraco Penta Tbk	76.30	76.30	76.27	76.23	76.28	90.25	90.44	90.44	37.70	
25	Jaya Pari Steel Tbk	79.27	80.73	81.75	83.15	83.15	83.15	89.44	83.15	51.23	
26	Dynaplast Tbk	55.94	45.25	63.12	71.47	73.59	72.36	77.51	71.73	28.08	
27	Eratex Djaya Tbk	74.40	82.42	75.61	69.61	64.61	69.61	69.61	60.68	10.68	
28	Fast Food Tbk	97.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	79.69	
29	Kalbe Farma Tbk	59.30	53.30	52.30	57.90	57.90	52.87	50.41	51.18	56.66	

30	Kimia Farma Tbk	91.00	91.00	91.00	91.00	90.75	90.03	90.03	90.03	90.03	90.03	90.03
31	Masdom.Indonesia Tbk	68.03	77.62	60.12	68.03	68.03	79.50	77.88	80.25	80.25	80.25	61.00
32	Mayora Tbk	33.09	38.50	40.52	39.74	39.74	33.04	33.04	38.19	38.19	38.19	32.93
33	Metrodata Tbk	21.25	14.97	14.00	13.48	13.48	37.78	15.12	14.64	14.64	14.64	22.91
34	Muti Bintang Tbk	83.37	92.27	83.37	83.37	83.37	83.37	83.37	83.37	83.37	83.37	75.00
35	Pan Brother Tbk	21.00	53.21	48.40	47.49	47.49	52.11	52.11	54.49	54.49	54.49	21.00
36	Selamat Sempurna Tbk	69.02	69.93	69.92	69.92	69.92	69.92	62.36	69.94	69.94	69.94	58.13
37	Semen Gresik Tbk	76.54	76.54	76.53	76.53	76.53	76.54	76.54	75.91	75.91	75.91	51.01
38	Sorinl Corporation Tbk	65.10	65.13	64.62	64.67	64.67	64.67	64.67	79.95	79.95	79.95	30.07
39	Sumi Indo Kabel Tbk	95.02	95.17	93.17	93.17	93.17	93.15	93.15	93.15	93.15	93.15	93.16
40	United Tractors Tbk	93.90	59.53	53.02	56.51	56.51	58.45	58.45	70.80	70.80	70.80	59.50
	Rata - rata	71.05	71.99	70.48	69.31	69.31	71.91	71.83	72.78	72.78	72.78	61.60
	Maksimum	97.00	95.97	96.15	93.17	93.17	93.60	93.60	93.60	93.60	93.60	98.18
	Minimum	21.00	14.97	14.00	13.48	13.48	33.04	15.12	14.64	14.64	14.64	10.68
	Standar Deviasi	18.847186	17.768661	17.532038	16.636753	16.636753	15.475094	17.42743	16.703409	16.703409	16.703409	24.236273

Lampiran 7 : Jumlah Anggota Dewan Direksi

No	Nama Perusahaan	Jumlah Anggota Dewan Direksi								
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1	Asahimas Flat Glass Tbk	13	11	11	13	13	13	11	11	9
2	Sucaco Tbk	4	4	4	4	4	4	4	4	4
3	tunas ridean	5	4	4	6	6	6	6	6	5
4	Alumindo Light Metal Tbk	5	5	5	5	5	5	6	5	6
5	Aqua Golden Miss. Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3
6	Astra Graphia Tbk	4	4	4	4	4	4	5	5	4
7	Astra Internasional Tbk	7	7	7	5	5	6	8	8	8
8	Astra Otoparts Tbk	6	6	7	7	7	7	7	8	8
9	Sepatu Bata Tbk	6	7	6	7	6	6	5	6	6
10	Arwana Citra Malia	3	3	3	3	3	3	3	3	3
11	Betonjaya Manunggal Tbk	3	4	4	4	3	3	3	3	3
12	Citra Tubindo Tbk	5	5	5	5	5	5	5	5	6
13	Delta Jakarta Tbk	5	4	4	4	4	4	3	3	5
14	Gajah Tunggal Tbk	7	7	7	7	7	7	7	9	9
15	Kageo Igar Jaya Tbk	3	3	3	4	3	3	3	3	3
16	Hexindo Tbk	6	7	8	9	8	8	8	8	8
17	H M Sampoerna Tbk	5	6	6	6	5	7	6	6	6
18	Ekadharna Internasional	3	3	3	3	3	3	3	3	3
19	Indocement Tunggul Perkasa Tbk	9	9	8	9	8	8	8	8	8
20	Colorlink Indonesia Tbk	4	4	4	4	4	4	4	4	4
21	Indorama Synthetics Tbk	4	4	4	4	4	4	4	4	4
22	Intan Wijaya Internasional Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3
23	Cahaya Kalbar Tbk	4	4	4	4	4	4	3	3	3
24	Intraco Penta Tbk	5	5	5	5	4	5	6	6	6
25	Jaya Pari Steel Tbk	4	4	4	4	4	4	4	4	4
26	Dynaplast Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3
27	Eratex Djaya Tbk	9	9	10	9	9	6	7	7	4
28	Fast Food Tbk	6	6	6	6	6	6	6	6	6
29	Kalbe Farma Tbk	5	5	7	6	6	8	8	5	5

30	Kimia Farma Tbk	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
31	Mandom Indonesia Tbk	9	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
32	Miyora Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
33	Metrodata Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
34	Muti Bintang Tbk	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
35	Pan Brother Tbk	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
36	Selamat Sempurna Tbk	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
37	Semen Gresik Tbk	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
38	Sorini Corporation Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
39	Sumi Indo Kabel Tbk	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
40	United Tractors Tbk	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	Rata - rata	5.05	5.1	5.275	5.3	5.15	5.25	5.3	5.375	5.25	5.3	5.375	5.25
	Maksimum	13	11	11	13	13	13	13	11	13	11	11	10
	Minimum	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
	Standar Deviasi	2.412741	2.184819	2.307593	2.508566	2.423051	2.429587	2.126428	2.259428	2.126428	2.259428	2.029424	

Lampiran 8 : Jumlah Anggota Komite Audit

No	Nama Perusahaan	Jumlah Anggota Komite Audit									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
2	Sucaco Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
3	tunas ridean	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
4	Alumindo Light Metal Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
6	Astra Graphia Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
7	Astra Internasional Tbk	6	6	6	6	6	6	6	6	6	
8	Astra Otoparts Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
9	Sepatu Beta Tbk	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
10	Arwasa Citra Melia	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
11	Betonjaya Mamunggal Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
12	Citra Tubindo Tbk	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
13	Delta Jakarta Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
14	Gajah Tunggal Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
16	Hexindo Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
17	H M Sampoerna Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
18	Ekadharna Internasional	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
19	Indocement Tunggul Perakasa Tbk	6	6	6	6	6	6	6	6	6	
20	Colorfark Indonesia Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
21	Indorama Synterics Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
22	IntanWijaya Internasional Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
23	Cahaya Kalbar Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
24	Intraco Penta Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
25	Jaya Pari Steel Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
26	Dynasplast Tbk	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
27	Eratex Djaya Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
28	Fast Food Tbk	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
29	Kalbe Farma Tbk	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
30	Kimia Farma Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	

31	Miandom Indonesia Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
32	Mayora Tbk	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
33	Metrodata Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
34	Muti Bintang Tbk	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
35	Pan Brother Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
36	Selamat Sempurna Tbk	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
37	Semen Gresik Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
38	Sorini Corporation Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
39	Sumi Indo Kabel Tbk	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
40	United Tractors Tbk	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Rata - rata		2.425	2.425	2.425	2.425	2.425	2.425	2.425	2.425	2.425	2.425	2.425	2.425	2.425	2.425	2.425	2.425	2.45
Maksimum		6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Minimum		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Standar Deviasi		1.515047	1.515047	1.515047	1.515047	1.515047	1.515047	1.515047	1.515047	1.515047	1.515047	1.515047	1.515047	1.515047	1.515047	1.49925	1.499816	

Lampiran 9 : Proporsi Anggota Dewan Komisaris Independen

No	Nama Perusahaan	Jumlah Anggota Dewan Komisaris									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	42.85	42.85	
2	Sucaco Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
3	tunas ridean	40	40	40	40	40	40	40	40	40	
4	Alumindo Light Metal Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
6	Astra Graphis Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	
7	Astra Internasional Tbk	50	50	50	50	50	50	50	50	50	
8	Astra Otoparts Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	
9	Sepatu Bata Tbk	40	40	40	40	40	40	40	40	40	
10	Arwana Citra Mulia	50	50	50	50	50	50	50	50	50	
11	Betonjaya Manunggal Tbk	50	50	50	50	50	50	50	50	50	
12	Citra Tubindo Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	
13	Delta Jakarta Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
14	Gajah Tunggul Tbk	42.58	42.58	42.58	42.58	42.58	42.58	42.58	42.58	42.58	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
16	Hexindo Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
17	H M Sampoerna Tbk	40	40	40	40	40	40	40	40	40	
18	Ekadharna Internasional	0	0	0	0	0	0	0	33.33	33.33	
19	Indocement Tunggul Perkasa Tbk	14.28	14.28	14.28	14.28	14.28	14.28	14.28	42.85	42.85	
20	Colorfark Indonesia Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	
21	Indorama Syntetics Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	40	
22	Intan Wijaya Internasional Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
23	Cahaya Kalbar Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	
24	Intinaco Penta Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	
25	Jaya Pari Steel Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	50	
26	Dynaplast Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
27	Eratex Djaya Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	
28	Fast Food Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	
29	Kalbe Farma Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	40	33.33	33.33	
30	Kimia Farma Tbk	60	60	60	60	60	60	60	60	60	

31	Mandom Indonesia Tbk	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
32	Mayora Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33
33	Metrodata Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33
34	Multi Bintang Tbk	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
35	Pan Brother Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	11.11
36	Selamat Sempurna Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33
37	Semen Gresik Tbk	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
38	Sovini Corporation Tbk	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33
39	Sumi Indo Kabel Tbk	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
40	United Tractors Tbk	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5
	Rata - rata	28.191	28.191	28.191	28.191	28.191	28.191	28.191	28.191	28.230256	29.890513	30.773846	
	Maksimum	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
	Minimum	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Standar Deviasi	17.980151	17.980151	17.980151	17.980151	17.980151	17.980151	17.980151	17.980151	18.277626	17.704161	17.638463	

Lampiran 10 : Market Value to Book Value of Assets Ratio (MVA/BVA)

No	Nama Perusahaan	Market Value to Book Value of Assets Ratio (MVA/BVA)									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Fiat Glass Tbk	1435934	1069586	1205129	1129467	1286544	1260578	1261217	777926	814657	
2	Sucaco Tbk	708406	664055	676240	729590	745447	767658	1172713	1024841	925502	
3	tunas ridean	1032135	1048159	1291130	2471290	2653059	2530566	3006061	2850675	2141295	
4	Alumindo Light Metal Tbk	831510	682781	763784	732732	545885	10816725	1137678	1385254	1142196	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	1245686	5207278	1458878	1258037	1459318	2168682	2296187	2087732	3299005	
6	Astra Graphia Tbk	1143485	904426	1003211	995525	1000605	992050	1584200	828807	942047	
7	Astra Internasional Tbk	24192468	20000544	16429863	23652753	41358077	36291210	38296926	48188984	50623504	
8	Astra Onoparts Tbk	1461972	1361929	1360891	1644883	2105241	1908777	1935332	2006450	2382724	
9	Sepatu Bata Tbk	897637	989141	863024	781126	745941	751820	1024765	791882	1238471	
10	Arwana Citra Mulia	202147	501951	1196902	1052721	912474	748703	950073	939080	912966	
11	Betonjaya Manunggal Tbk	669493	1078047	1459571	1256585	1301561	1077947	728661	870481	714490	
12	Citra Tubindo Tbk	8927210	9705426	9920186	9942511	6830965	9032315	15745748	12951869	14167800	
13	Delta Jakarta Tbk	441071	429726	427858	611920	1203675	778457	566453	637164	1475807	
14	Gajah Tunggal Tbk	18551645	12086314	10990078	4981498	5686643	6393316	6252484	7144120	6537231	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	417936	491283	698524	512451	505432	456804	518869	313436	569766	
16	Hexindo Tbk	518793	565302	644513	1168024	991790	1486408	1454182	1541467	2406434	
17	H M Sampoerna Tbk	6829478	6312206	6404058	9291795	10714834	10413785	33158209	10345153	9896444	
18	Ekadharma Internasional	350228	393277	709525	877954	1036798	1214988	833587	657587	518783	
19	Indocement Tunggol Perkasa Tbk	9382929	7846381	6382684	6273726	6147308	5770818	6151632	4286832	6394268	
20	Colorfark Indonesia Tbk	2190505	2202313	2503594	1812912	1201507	2319519	2872908	2120840	2437775	
21	Indorama Syntefics Tbk	3427062	2880952	2657560	2825814	3242880	3278788	3717310	4054528	2783941	
22	Intan Wijaya Internasional Tbk	337952	308139	323354	455495	387445	277253	305646	106688	233715	
23	Cahaya Kalbar Tbk	243459	306129	293296	393186	692973	711519	782467	702156	1046775	
24	Intraco Penta Tbk	661000	605049	603563	744003	846836	770559	833200	897487	968808	
25	Jaya Pari Steel Tbk	185872	212835	515927	665309	626133	1269682	246286	441334	643780	
26	Dynaplast Tbk	535015	696248	964726	1170713	1023092	964576	941812	999389	1046264	
27	Eratex Djaya Tbk	478967	394871	337204	342548	345660	370649	379744	419984	341521	
28	Fast Food Tbk	1751097	1751082	1585913	1580295	1566723	1934888	1988953	2065016	2630534	

29	Kalbe Farma Tbk	2143237	2079676	3277991	3278308	4470222	4243132	4241823	2753657	4208712
30	Kimia Farma Tbk	1459177	1350603	1459288	1329176	1017255	1117326	1700260	789883	1018703
31	Mandom Indonesia Tbk	1008884	709826	992442	1395650	1358384	1935536	2147627	1187390	1751272
32	Mayora Tbk	882607	807830	981534	1129714	995504	1383363	1519990	1976865	2727312
33	Metrodata Tbk	671864	749424	637577	658085	628964	696799	1201233	1084135	904011
34	Muti Bintang Tbk	1080409	1411867	1610637	1897695	2178421	2310370	2287709	1705111	4642176
35	Pan Brother Tbk	557672	1158076	1355412	1273460	708109	741261	880535	913539	761415
36	Selamat Sempurna Tbk	1060407	880807	819294	886350	849605	899840	8105861	10853181	12371556
37	Semen Gresik Tbk	5764113	3998640	3535858	3702257	3463018	3251700	5788802	4868960	6211425
38	Soerni Corporation Tbk	497141	473814	502709	583074	599969	789158	668246	1297993	1776995
39	Sumi Indo Kabel Tbk	630619	338897	308685	523620	449842	642078	746578	369684	951989
40	United Tractors Tbk	6465289	4921499	4891949	4622926	7406235	107819785	9659422	12356721	12673818
	Rata - rata	2781813	2489410	2351039	2515879	3032259	5814735	4227285	3789857	4230897
	Maksimum	24192468	20000544	16429863	23652753	41358077	107819785	38296926	48188984	50623504
	Minimum	185872	212835	293296	342548	345660	277253	246286	106688	233715
	Standar Deviasi	4944986	3922436	3357532	4082235	6627847	17587187	7948872	7942952	8317673

Lampiran 11 : Market Value to Book Value of Equity Ratio (MVE/BVE)

No	Nama Perusahaan	Market Value to Book Value Equity Ratio									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	1005721	792279.6	998954.6	904900.6	1201728	1105742	1059409	354973.3	525007.3	
2	Sucaco Tbk	1030024	826818.3	811227.7	945350.3	824158.2	877174.4	847815	812948.7	716754	
3	tunas ridean	864960.1	944699.7	879700.7	1587079	1419383	1469831	2020143	1021100	2426773	
4	Alumindo Light Metal Tbk	422332.7	173352.8	213563.3	395821.7	260611.9	580202.8	655052.1	692552.5	393278	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	2793868	2206018	2332630	1782240	2045859	3237450	3360223	2874298	4905008	
6	Astra Graphia Tbk	1887690	1134222	1337254	1303132	1396240	1389535	2532859	810109.8	1114933	
7	Astra Internasional Tbk	1922996	1263230	1722942	2357532	2021765	2795621	4098954	1291117	3521280	
8	Astra Otoparts Tbk	1115857	1010148	980194.1	1057365	1319854	1210116	1134138	1017631	1370218	
9	Sepatu Bata Tbk	1284059	1307409	1156971	1042126	1069224	957456.3	1439576	975768.7	1553042	
10	Arwana Citra Mulia	158572.6	809167.6	2087216	1831284	1524701	1158649	1493317	1263659	1039525	
11	Betonjaya Manunggal Tbk	1109513	1239214	1581284	1560874	1450794	1404494	967601.3	1091640	765945.6	
12	Citra Tubindo Tbk	10083090	11939697	12766832	11728077	10897925	18364481	28390977	24570365	24775670	
13	Delta Jakarta Tbk	474185.5	444985.4	434972.3	657065.3	1419706	845298.6	558885.3	616166.5	1682097	
14	Gejalah Tunjail Tbk	-126065	1696275	1313749	1222544	873962.9	1618545	650645.9	422547.3	554559.5	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	649870	731785.3	1029150	689269.3	646373.6	563129.8	658335	318002.4	704116.6	
16	Hexindo Tbk	382128.4	374692	754094.3	1831249	828400	2187823	1658418	946038.6	2837576	
17	H M Saunpoema Tbk	3460235	3201373	3490998	6158130	8753037	7666045	49667999	4529134	4473496	
18	Ekadharma Internasional	432575.7	460383	853328.5	1023368	1387222	1545455	1127592	1992151	4721859	
19	Indocement Tunjail Perkasa Tbk	932602.2	652461.5	1725530	2431334	2321458	3508688	4378922	1992151	4721859	
20	Colorfark Indonesia Tbk	2718386	2604379	3113008	2798730	2121784	4620135	6360606	5591108	4436647	
21	Indorama Syntetics Tbk	120033.3	145932.5	176303.3	186371.7	132756.7	147303.7	213360.8	122511.1	128171.6	
22	Intan Wijaya Internasional Tbk	365922.9	334552.3	349054.6	503082.2	411747	291356	324727.5	99859.77	238070.4	
23	Cahaya Kalbar Tbk	219091.3	307968.3	292757.3	436319.4	996816.9	903087.6	1086574	843441.8	1470218	
24	Intraco Penta Tbk	383216	326801.5	412423.2	670567	806608.9	667691	777293.9	307615	833901.8	
25	Jaya Pari Steel/Tbk	260839.3	289376.2	875417.4	1037129	730589.2	1332045	241371.8	461502.5	731535	
26	Dynaplast Tbk	584636.8	806877	1184966	1434308	933518.9	656688.1	598854.7	509804.5	572967.8	
27	Eratex Djaya Tbk	590191.7	282287.4	860856.3	-9390206	-676650	-731428	-822421	-145915	-52733.3	
28	Fast Food Tbk	3325581	2937208	2488478	2407861	2346574	3558909	2897282	2866831	3630853	
29	Kalbe Farma Tbk	4138531	2279402	4898680	3663801	4309350	4035524	3778299	1109220	3062988	
30	Kimia Farma Tbk	1626875	1517045	1546868	1397794	953933.8	1052554	1865548	445367.8	708678.2	

31	Mandom Indonesia Tbk	1236871	771078.6	1075146	1568907	1779662	2069738	2256493	1219458	1849053
32	Mayora Tbk	390913.6	391967.4	833887.8	1058279	702328.6	1280966	1240089	701870.9	2180886
33	Metrodata Tbk	770215.4	1072731	838532.8	733804.3	566204.9	616530	1321626	457122.1	554696.2
34	Multi Bintang Tbk	1515692	2048061	2513036	3387178	4622398	5839183	5860977	3030307	35446769
35	Pan Brother Tbk	1194303	2094469	2012853	1942034	1516092	1431968	1110706	564656.6	457212.4
36	Selamat Sempurna Tbk	1411916	1081854	963113	1097494	964119.4	1007698	13354390	17820938	22561791
37	Semen Gresik Tbk	450825.4	663962.1	610222.3	1309793	1032679	1710523	5012102	3068819	4391487
38	Sorini Corporation Tbk	310354.6	360510.5	477828.7	617973.9	602469.8	906085.9	509834.1	1492990	2227779
39	Sumi Indo Kabel Tbk	678718.5	321299.6	296744.5	555417	388824	672179.8	799683.7	301694.2	1007348
40	United Tractors Tbk	6548074	429408	1320576	2087685	2274312	4064773	5420589	1314851	3724441
	Rata - rata	1468135	1306860	1590284	1500327	1729463	2215481	4022721	2228941	3731224
	Maksimum	10083090	11939697	12766832	11728077	10897925	18364481	49667999	24570365	35446769
	Minimum	-126065	145932.5	176303.3	-9390206	-676650	-731428	-822421	-145915	-52733.3
	Standar Deviasi	1911251	1897005	2056711	2628918	2131516	3092337	8835762	4628629	7201012

Lampiran 12 : Capital Addition to Assets Book Value Ratio (CAP/BVA)

No	Nama Perusahaan	Capital Addition to Assets Book Value Ratio (CAP BVA)									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Arahimas Flat Glass Tbk	865128.4	835854.4	887634.4	646925.4	843018.4	847542.5	896904.5	874546.6	1143946	
2	Sucaco Tbk	160400.7	168212.6	198449.7	378877.7	175023.7	162068.7	178030.9	191497.8	195778.8	
3	tunas ridean	188491.9	221044.8	266125.9	1129042	484405.9	507644.8	584442.8	632837.8	700280.6	
4	Alumindo Light Metal Tbk	484508.6	498184.5	498118.5	520713.5	303336.6	289164	291411.8	450213.8	497950.7	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	289203.6	338805.9	310915.4	380570.5	287734.6	259609.6	302245.7	332515.7	358791.7	
6	Astra Graphia Tbk	441418.8	394954.4	453155.4	371016.2	309828.3	370125.5	399384.4	535732.5	168051.3	
7	Astra Internasional Tbk	7052594	6420806	6079902	13576532	11495558	13030347	13005000	18742000	21941000	
8	Astra Otoparts Tbk	336854.8	339917.8	460308.8	1092828	798248.8	719139.7	634716.8	702096.8	696715.8	
9	Sepatu Beta Tbk	55448.79	54356.74	53679.77	179722.8	68445.81	68221.75	66261.79	139020.8	155767.7	
10	Arwana Citra Mullia	145054.5	184861.4	188092.3	68205.36	263023.4	347864.5	465928.4	486670.4	601648.4	
11	Betonjaya Mamunggal Tbk	19655.36	21787.22	21627.07	28779.25	24813.17	25631.26	34414.45	55237.51	7093.208	
12	Citra Tubindo Tbk	299903.6	230708.6	194268.6	650561.7	193861.8	259448.9	417446.8	451381.8	526602.8	
13	Delta Jakarta Tbk	160806.5	155543.6	142935.6	299333.7	129735.8	121274.8	133229.8	124628.8	119290.8	
14	Gajah Tunggal Tbk	7143334	6824483	6514765	1849337	3178874	3185429	3269739	3618630	3609236	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	89992.72	93372.62	76614.6	186417.7	85996.66	75556.7	69921.77	59157.77	49756.81	
16	Hexindo Tbk	117574.9	170351.8	113680.7	636108.8	200103.9	352770.8	128640.7	169034.9	270788.9	
17	H M Sampoerna Tbk	1942925	1745134	2139254	7891467	2399467	2390868	3522336	4329506	4310194	
18	Ekadharma Internasional	11584.37	12495.8	128115.8	47428.97	11925.84	12201.84	12590.86	12324.91	66640.93	
19	Indocement Tunggal Perkasa Tbk	8723179	8541454	8140674	1594719	7811938	7676068	7599406	7597621	7773728	
20	Colorfark Indonesia Tbk	11784.97	12056.78	12488.8	70161.85	10834.9	10143.92	18742.94	23924.93	31726.89	
21	Indonema Syntetics Tbk	3490582	2785011	2494145	1999411	2797394	1989345	3221587	3852148	3068342	
22	Intan Wijaya Internasional Tbk	54460.66	52888.67	46964.69	132161.7	42584.74	36745.75	30056.8	23940.83	18580.85	
23	Cahaya Kalbar Tbk	177090.4	181226.4	159483.4	97510.45	131395.5	83648.53	148611.9	185987.8	187966.7	
24	Intraco Penta Tbk	107483.9	89613.84	74579.86	690072.9	57702.93	49142.93	57399.94	64827.95	115526.9	
25	Jaya Pari SteelTbk	34585.48	30719.73	28775.77	219184.9	24059.87	21895.87	19253.92	18548.95	19191.95	
26	Dynaplasti Tbk	266997.6	292481.5	516601.6	274273.5	627371.4	716983.4	664098.4	720857.5	744671.4	
27	Eratex Djaja Tbk	138242.7	127193.7	115423.6	185861.6	106080.6	112939.7	46090.62	41707.73	34329.57	
28	Past Food Tbk	54804.79	65613.78	77066.77	121348.8	78855.79	112204.8	140049.8	166689.8	187610.8	
29	Kalbe Farma Tbk	433729.8	466638.8	520373.8	2355453	859110.9	1024372	1204148	1327347	1398128	
30	Kireia Farma Tbk	318224.8	350856.7	411983.7	661647.6	411315.6	403825.7	395333.7	397947.7	402061.7	

31	Mandom Indonesia Tbk	172090.6	169006.5	181433.6	247659.6	240981.6	303086.6	312970.6	386986.7	399855.6
32	Mayora Tbk	698425.4	645738.5	600991.5	637740.5	732052.6	738124.5	774389.6	1030725	1282771
33	Metrodata Tbk	71587.9	54055.84	72039.88	464789.9	35123.92	31381.95	44996.97	70303.97	64600.93
34	Multi Bintang Tbk	259916.5	246923.5	245421.5	268210.6	340459.5	363680.4	362810.4	403171.6	420863.6
35	Pan Brother Tbk	24089.86	22432.83	18105.8	104279.9	61088.95	125049.9	158866.8	223328.8	206895.7
36	Selamat Sempurna Tbk	286672.6	364584.5	251392.4	396039.6	246070.6	259034.7	318676.7	358494.7	341363.6
37	Semen Gresik Tbk	4604936	4368675	3968589	2823534	3419588	3162919	3089622	3308878	4014143
38	Sorini Corporation Tbk	311013.4	271612.4	249049.5	258483.5	223518.6	240953.7	255130.7	350442.8	648099.7
39	Sumi Indo Kabel Tbk	164862.6	171681.6	192081.5	251724.6	169852.7	146119.7	128312.7	122327.8	122525.8
40	United Tractors Tbk	1684140	1831035	1954840	3766964	4307251	5191454	5527058	9505248	11835726
	Rata - rata	1047345	996309.4	976503.7	1188878	1099701	1145601	1223256	1552212	1718456
	Maksimum	8723179	8541454	8140674	13576532	11495558	13030347	13005000	18742000	21941000
	Minimum	11584.37	12056.78	12488.8	28779.25	10834.9	10143.92	12590.86	12324.91	7093.208
	Standar Deviasi	2123189	2006989	1901948	2452005	2281423	2469471	2511950	3462620	4018406

Lampiran 13 : Price Earning Ratio (PER)

No	Nama Perusahaan	Price Earning Ratio (PER)									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	4.30	2.78	5.25	4.51	6.79	(73.72)	8.96	2.31	11.93	
2	Sucaco Tbk	15.25	3.44	13.89	(5.93)	3.96	5.29	5.50	26.57	14.58	
3	tunas ridean	3.95	5.41	5.16	6.17	6.74	44.59	9.11	4.27	7.82	
4	Alumindo Light Metal Tbk	4.54	(4.14)	(1.82)	3.79	2.76	3.18	9.22	66.09	6.93	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	9.59	7.74	9.95	6.89	12.89	29.64	25.86	20.30	33.59	
6	Astra Graphia Tbk	17.64	5.04	20.75	11.56	11.03	7.40	11.04	4.32	6.35	
7	Astra Internasional Tbk	5.86	2.26	4.56	7.19	7.57	17.12	16.95	4.63	6.35	
8	Astra Otoparts Tbk	3.59	4.08	5.67	6.62	7.74	8.00	5.64	4.77	5.77	
9	Sepatu Beta Tbk	2.67	4.03	5.10	5.19	7.51	9.03	8.65	1.69	8.83	
10	Arwana Citra Mulia	4.17	6.04	12.97	10.63	7.41	7.80	8.03	6.59	4.28	
11	Betonjaya Manunggal Tbk	17.49	11.37	656.73	15.41	20.57	44.01	3.79	2.90	5.27	
12	Citra Tubindo Tbk	193.60	53.68	44.51	46.41	9.15	6.44	10.93	11.54	1.87	
13	Delta Jakarta Tbk	2.73	2.93	3.70	6.00	10.22	8.43	5.41	3.82	7.82	
14	Cajoh Tunggul Tbk	(0.35)	0.19	2.00	4.31	5.12	15.52	18.80	(1.20)	1.64	
15	Kageco Igar Jaya Tbk	8.50	4.28	8.80	4.26	8.00	10.01	8.10	8.29	5.90	
16	Hexindo Tbk	1.36	1.70	3.66	5.65	8.25	19.17	10.98	26.16	21.51	
17	H M Sampoerna Tbk	15.07	9.96	14.31	14.63	16.37	12.04	10.76	9.11	8.96	
18	Ekadharna Internasional	3.37	3.58	9.78	12.25	14.62	15.52	16.24	17.60	4.25	
19	Indoement Tunggul Perkasa Tbk	(40.82)	2.39	11.67	97.56	17.67	35.71	30.80	9.70	18.36	
20	Colorfast Indonesia Tbk	10.94	13.66	32.19	22.55	15.78	39.14	47.72	25.14	16.55	
21	Indorsana Syntetics Tbk	2.37	8.82	8.47	8.89	15.07	17.17	22.65	4.03	2.88	
22	Intian Wijaya Internasional Tbk	2.31	9.35	6.32	6.73	5.70	(10.00)	13.10	4.64	(4.09)	
23	Cahaya Kalbar Tbk	(9.91)	7.17	21.08	(3.85)	(8.27)	11.48	9.64	7.47	8.96	
24	Intraco Pesta Tbk	2.86	2.66	12.42	16.79	5.61	29.35	24.97	4.41	7.95	
25	Jaya Pari Steel Tbk	1.36	1.23	4.93	2.16	3.52	44.50	6.41	2.53	103.66	
26	Dynaplast Tbk	4.43	5.49	7.85	11.89	17.56	(37.70)	301.00	73.00	4.00	
27	Eratex Djaya Tbk	6.82	4.58	(0.44)	(0.51)	(0.60)	(2.27)	(7.43)	(0.18)	(0.33)	
28	Fast Food Tbk	13.35	10.67	11.38	13.07	12.97	11.78	10.66	11.04	12.75	
29	Kalbe Farma Tbk	27.97	4.18	25.15	12.00	16.06	17.86	18.13	5.75	14.21	
30	Kimia Farma Tbk	9.03	29.02	25.64	14.64	15.24	20.83	32.46	7.62	11.28	

31	Masdom Indonesia Tbk	7.00	4.03	5.93	7.56	6.89	12.56	13.67	9.63	13.07
32	Mayora Tbk	7.88	2.44	7.93	10.81	13.75	13.27	9.47	4.45	9.27
33	Metrodata Tbk	2.25	(6.13)	(138.42)	14.02	8.68	7.78	13.14	4.82	17.56
34	Multi Blintang Tbk	3.89	6.81	7.47	10.38	12.11	15.75	13.73	4.69	10.95
35	Pan Brother Tbk	4.03	9.52	25.39	18.18	16.22	6.42	6.42	(1.32)	1.81
36	Selamat Sempurna Tbk	8.56	46.82	7.18	6.56	6.03	7.61	7.71	10.23	8.13
37	Semen Gresik Tbk	10.28	24.64	12.50	21.08	10.54	16.62	18.17	9.81	13.46
38	Sorini Corporation Tbk	0.08	3.44	4.08	5.51	5.77	58.31	11.94	5.70	9.42
39	Sumi Indo Kabel Tbk	13.93	(23.03)	(9.47)	23.97	5.54	5.65	4.45	1.57	17.26
40	United Tractors Tbk	2.34	1.57	5.74	5.89	9.96	20.08	20.82	5.50	13.51
	Rata - rata	10.11	7.34	23.00	12.29	9.46	13.28	20.59	10.75	11.86
	Maksimum	193.60	53.68	656.73	97.56	20.57	58.31	301.00	73.00	103.66
	Minimum	(40.82)	(23.03)	(138.42)	(5.93)	(8.27)	(73.72)	(7.43)	(1.32)	(4.09)
	Standar Deviasi	31.35	12.61	105.88	16.33	5.62	21.68	46.45	15.29	16.34

Lampiran 14 : Book Debt to Equity Ratio (BDE)

No	Nama Perusahaan	Book Debt to Equity Ratio (BDE)									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	2.050905242	1.069996	0.730462	0.51672	0.303819	0.419507	0.373857	0.350868	0.289728	
2	Sucaco Tbk	1.414813625	1.181207	1.497906	1.910843	1.30606	1.149687	2.673408	2.095326	1.76992	
3	tunas ridean	2.067716974	1.64054	2.121626	2.671251	3.440912	3.240015	2.906737	2.497192	0.770308	
4	Alumindo Light Metal Tbk	1.906018089	1.771691	2.248213	1.675415	1.09777	1.73741	2.069134	2.75523	2.206499	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	2.114747835	1.40458	0.917594	0.872958	0.784871	0.76672	0.744331	0.709216	0.732044	
6	Astra Graphia Tbk	2.43324808	1.265786	1.118925	0.724615	0.821157	0.976115	0.988554	1.526632	1.034066	
7	Astra Internasional Tbk	9.352686937	2.656634	1.186802	1.178362	1.808406	1.385444	1.168713	1.214117	1.002807	
8	Astra Otoparts Tbk	1.131476592	0.634053	0.522258	0.62074	0.708987	0.572245	0.484093	0.448888	0.393387	
9	Sepanu Bata Tbk	0.572711623	0.408522	0.466026	0.503267	0.734464	0.428088	0.598849	0.471525	0.382735	
10	Arwana Citra Mulia	2.299728374	1.183197	0.920848	1.011132	1.100553	1.501078	1.68442	1.58257	1.384914	
11	Betonjaya Manunggal Tbk	0.670895829	0.153112	0.084751	0.247832	0.117152	0.313787	0.350254	0.276458	0.079798	
12	Clara Tubindo Tbk	0.140753232	0.243296	0.304557	0.189852	0.700844	1.129209	0.87093	1.056511	0.85054	
13	Delta Jakarta Tbk	0.351648737	0.244049	0.242925	0.286038	0.3224	0.319338	0.286946	0.335373	0.272452	
14	Gajah Tunggal Tbk	-5.46002807	28.53683	8.234713	2.764627	2.684555	4.528359	2.543735	4.282786	2.323952	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	1.3850468	0.804537	0.544626	0.588389	0.420304	0.441725	0.527511	0.379989	0.293061	
16	Hexindo Tbk	2.700419171	2.593964	1.826305	1.246862	2.10219	2.484611	2.676118	2.001577	1.193156	
17	H M Sampoerna Tbk	1.275714893	0.850239	0.727729	1.314236	1.54453	1.20709	0.944298	1.004434	0.693059	
18	Ekadharna Internasional	0.283451196	0.200329	0.22168	0.178469	0.347414	0.288776	0.39407	1.027753	1.096167	
19	Indocement Tunggul Perikasa Tbk	3.317640263	2.00324	1.237821	1.098678	0.871676	0.591026	0.45158	0.325284	0.241283	
20	Colorfark Indonesia Tbk	0.246488746	0.187155	0.249291	0.569691	0.841328	1.052355	1.289198	1.867793	0.90097	
21	Indorama Synthetics Tbk	1.458192923	1.397703	1.325028	1.250159	1.375792	1.510273	1.62416	1.499952	1.135273	
22	IntanWijaya Internasional Tbk	0.159246906	0.183327	0.166636	0.172679	0.116705	0.134998	0.151576	0.099389	0.057198	
23	Cahaya Kalbar Tbk	0.400578107	0.323463	0.291294	0.419375	0.833065	0.44477	1.801714	1.448885	0.885099	
24	Intraco Penta Tbk	2.762285914	4.247574	3.981848	4.725989	1.798138	1.678446	1.82589	2.460555	1.908073	
25	Jaya Pari Steel Tbk	0.815808795	0.884516	0.933601	0.885555	0.248023	0.057733	0.218372	0.480304	0.30278	
26	Dynaplast Tbk	0.913587815	0.574155	0.894921	1.344356	1.570873	1.709016	1.634673	1.789168	1.651093	
27	Eratex Djaya Tbk	5.56528981	4.647783	10.96299	-218.44	-21.3618	-17.3297	-13.9295	-2.25696	-1.61743	
28	Past Food Tbk	1.021452954	0.787234	0.69144	0.658021	0.655994	0.856084	0.668153	0.647015	0.629478	
29	Kalbe Farma Tbk	7.503338255	2.784395	1.7189	1.260982	0.780921	0.360812	0.331144	0.371149	0.392483	
30	Kimia Farma Tbk	0.618764561	0.533367	0.814514	0.440557	0.394899	0.449007	0.5272	0.525346	0.56998	

31	Mandom Indonesia Tbk	0.350042664	0.173117	0.136789	0.187653	0.240129	0.106228	0.076535	0.115937	0.129227
32	Mayora Tbk	1.111623178	0.78035	0.583668	0.458068	0.613074	0.270708	0.725677	1.322231	1.026356
33	Metrodata Tbk	0.732077259	0.947277	0.925752	1.41822	1.459185	1.733749	2.882282	2.740133	2.041385
34	Multi Bintang Tbk	1.492066483	0.678998	0.800259	1.112077	1.524422	2.075506	2.144556	1.734925	8.441342
35	Pan Brother Tbk	1.594990997	0.912171	0.519701	0.574656	2.55816	3.732222	4.847742	8.874379	5.227244
36	Selamat Sempurna Tbk	0.712477161	0.502368	0.594963	0.713834	0.553186	0.531297	0.656479	0.6276	0.799997
37	Semen Gresik Tbk	1.771709323	1.144236	0.95036	0.797068	0.618265	0.34825	0.270948	0.301038	0.258217
38	Sorini Corporation Tbk	1.714352891	1.074045	0.707332	0.604953	0.666519	0.721681	0.826362	0.950268	0.775877
39	Sumi Indo Kabel Tbk	0.202459112	0.26801	0.195379	0.405153	0.620085	0.581321	0.339219	0.254906	0.141929
40	United Tractors Tbk	66.48165321	4.330078	3.009122	1.169379	1.57973	1.437967	1.25868	1.046113	0.755126
	Rata - rata	3.190958042	1.905178	1.390239	-4.49177	0.472868	0.648573	0.822716	1.281046	1.085539
	Maksimum	66.48165321	28.53683	10.96299	4.725989	3.440912	4.528359	4.847742	8.874379	8.441342
	Minimum	-5.46002807	0.153112	0.084751	-218.44	-21.3618	-17.3297	-13.9295	-2.25696	-1.61743
	Standar Deviasi	10.49691887	4.467359	2.08962	34.70604	3.617831	3.080284	2.600335	1.623104	1.555642

Lampiran 15: Book Debt to Assets Ratio (BDA)

No	Nama Perusahaan	Book Debt to Assets Ratio (BDA)									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	0.229888	0.260323	0.272122	0.29553	0.233016	0.340673	0.421617	0.56353	0.672228	
2	Sucaco Tbk	0.636586	0.680614	0.725261	0.530987	0.515319	0.679329	0.693819	0.689602	0.585888	
3	tunas ridean	0.435126	0.714056	0.744032	0.763965	0.774821	0.583064	0.679654	0.621312	0.674146	
4	Alumindo Light Metal Tbk	0.688133	0.733705	0.674175	0.070507	0.523301	0.622518	0.691457	0.634676	0.655887	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	0.419185	0.411032	0.423516	0.431185	0.43439	0.461119	0.472953	0.058103	0.678947	
6	Astra Graphia Tbk	0.508373	0.604213	0.497122	0.493956	0.450899	0.420161	0.52807	0.558652	0.708731	
7	Astra Internasional Tbk	0.449819	0.497436	0.496096	0.54374	0.604443	0.496243	0.507158	0.659305	0.903407	
8	Astra Otoparts Tbk	0.271756	0.299119	0.316923	0.352336	0.383091	0.356298	0.318778	0.362495	0.530842	
9	Sepatu Beta Tbk	0.276784	0.320432	0.374551	0.299763	0.423453	0.334777	0.317885	0.290034	0.364156	
10	Arwana Citra Mulia	0.576601	0.608914	0.623774	0.595963	0.519655	0.498383	0.475067	0.537135	0.696945	
11	Betojaya Masunggal Tbk	0.073899	0.216582	0.259399	0.239041	0.104866	0.19861	0.07813	0.132787	0.396689	
12	Citra Tubindo Tbk	0.456749	0.510503	0.459838	0.497583	0.411	0.15925	0.232975	0.195067	0.123386	
13	Delta Jakarta Tbk	0.211471	0.24963	0.22207	0.241452	0.243426	0.222095	0.19507	0.195797	0.260163	
14	Gajah Tunggal Tbk	0.686244	0.810706	0.717812	0.706537	0.728597	0.734353	0.897178	0.984002	1.224214	
15	Kagro Igar Jaya Tbk	0.19114	0.237982	0.303581	0.269676	0.260877	0.332016	0.317528	0.413016	0.580719	
16	Hexindo Tbk	0.544036	0.666842	0.727974	0.713024	0.677647	0.554935	0.64618	0.721756	0.72976	
17	H M Sampoerna Tbk	0.409254	0.501034	0.485595	0.542907	0.595985	0.552303	0.411643	0.45044	0.560578	
18	Ekadharma Internasional	0.461541	0.43092	0.282952	0.223854	0.254654	0.151444	0.181455	0.166895	0.220851	
19	Indocement Tunggal Perkasa Tbk	0.194111	0.244976	0.310121	0.371475	0.46572	0.52351	0.553137	0.667026	0.768392	
20	Colorfast Indonesia Tbk	0.473953	0.652211	0.563166	0.512755	0.456914	0.362932	0.199546	0.157653	0.197746	
21	Indorama Synthetics Tbk	0.531676	0.599992	0.618926	0.601637	0.579087	0.555608	0.569898	0.582934	0.593197	
22	Intan Wijaya Internasional Tbk	0.054103	0.090404	0.131625	0.118942	0.104508	0.147251	0.142834	0.154925	0.137371	
23	Cahaya Kalbar Tbk	0.469524	0.591651	0.643075	0.307848	0.454463	0.295464	0.225659	0.244407	0.286009	
24	Intraco Penta Tbk	0.65613	0.711029	0.646129	0.626642	0.642619	0.847076	0.799271	0.809436	0.841058	
25	Jaya Pari Steel Tbk	0.232411	0.324462	0.179233	0.054582	0.198732	0.469652	0.48283	0.46936	0.449281	
26	Dynaplast Tbk	0.562143	0.581295	0.565869	0.582947	0.567195	0.531945	0.423438	0.347377	0.477421	
27	Ematex Djaya Tbk	2.619375	1.795475	1.077313	1.061207	1.040014	0.995606	0.90579	0.811268	0.847689	
28	Fast Food Tbk	0.386306	0.397847	0.400535	0.404004	0.396134	0.39687	0.408788	0.440476	0.50521	
29	Kalbe Farma Tbk	0.260978	0.238313	0.218274	0.233655	0.393237	0.509595	0.581973	0.676804	0.882399	
30	Kimia Farma Tbk	0.363049	0.344411	0.345207	0.309872	0.283102	0.305815	0.455547	0.34784	0.382245	

31	Mamdom Indonesia Tbk	0.114439	0.103892	0.071094	0.096027	0.158149	0.158003	0.120335	0.14757	0.259283
32	Mayora Tbk	0.50006	0.563231	0.414665	0.168951	0.375839	0.310915	0.375959	0.435268	0.52647
33	Metrodata Tbk	0.619074	0.674301	0.704995	0.613876	0.547049	0.543463	0.444001	0.453508	0.422659
34	Muti Bintang Tbk	0.893964	0.6343	0.681898	0.674774	0.603829	0.526519	0.444524	0.404384	0.84124
35	Pan Brother Tbk	0.838869	0.896453	0.828447	0.796559	0.7223	0.363006	0.339926	0.474958	0.614642
36	Selamat Sempurna Tbk	0.422934	0.36871	0.381371	0.334384	0.342716	0.37632	0.336063	0.29965	0.416051
37	Semen Gresik Tbk	0.203316	0.22911	0.210874	0.255488	0.378433	0.439348	0.483008	0.529638	0.639212
38	Sorini Corporation Tbk	0.413509	0.46505	0.432864	0.401765	0.380488	0.355068	0.376349	0.475544	0.631588
39	Sumi Indo Kabel Tbk	0.124289	0.203127	0.256341	0.367617	0.382749	0.288329	0.163446	0.211363	0.168371
40	United Tractors Tbk	0.428348	0.509675	0.554998	0.058858	0.609932	0.536133	0.739906	0.800276	0.873925
	Rata - rata	0.472229	0.499349	0.471095	0.419147	0.455566	0.4384	0.440971	0.454407	0.558225
	Maksimum	2.619375	1.795475	1.077313	1.061207	1.040014	0.995606	0.90579	0.984002	1.224214
	Minimum	0.054103	0.090404	0.071094	0.054582	0.104508	0.147251	0.07813	0.058103	0.123386
	Standar Deviasi	0.401335	0.29172	0.219317	0.228838	0.193814	0.185598	0.20806	0.224726	0.246282

Lampiran 16 : Long Term Debt to Equity Ratio (LDE)

No	Nama Perusahaan	Long Term Debt to Equity Ratio (LDE)									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	0.335764	0.28893	0.151428	0.102949	0.035078	0	0	0	0	0
2	Sucaco Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	tunas riflean	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4	Alumindo Light Metal Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Aqua Golden Miss. Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6	Astra Graphia Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7	Astra Internasional Tbk	1.491047	0.333458	0.156131	0.190992	0.531398	0.449287	0.312428	0.235611	0.221186	
8	Astra Otoparts Tbk	0.009188	0.048151	0.079722	0.040642	0.003087	0.016681	0.012907	0.030715	0.01893	
9	Sepatu Bata Tbk	0	0.006014	0.005043	0.009041	0	0	0	0	0	
10	Arwana Citra Mulia	0.208137	0.237942	0.186601	0.161856	0.205478	0.12981	0.16301	0.154738	0.202154	
11	Betoreja Masunggal Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
12	Citra Tubindo Tbk	0.001721	0.002491	0.001726	0.002549	0.013592	0.032856	0.029492	0.040537	0.042655	
13	Delta Jakarta Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
14	Gajah Tunggul Tbk	-2.23213	0.994992	0.561135	0.402612	0.104115	0.205472	0.219502	0.007093	0	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	0	0.070473	0.109551	0.041888	0.028534	0	0.008351	0.001676	0.001085	
16	Hexindo Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
17	H M Sampoerna Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
18	Ekafarma Internasional	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
19	Indocement Tunggul Perkasa Tbk	0.12937	0.078639	0.111424	0.159122	0.070187	0.042422	0.009737	0.073879	0.006449	
20	Colorfast Indonesia Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
21	Indorama Syntetics Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
22	Intan Wijaya Internasional Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
23	Cahaya Kalbar Tbk	0	0.039144	1.042634	9.326401	0.255494	0.08791	0.356778	0.516093	0.49623	
24	Intenco Penta Tbk	0	0.005941	0.005836	0.003035	0.002405	0.002206	0.00179	0.001464	0	
25	Jaya Pari Steel Tbk	0	0	0	0.244967	0.234967	0.249329	0.218978	0.199323	0.202695	
26	Dynaplast Tbk	0.158489	0.064919	0.176321	0.244967	-6.13273	-2.6691	-1.61185	-0.18216	-0.03134	
27	Eratex Djaya Tbk	0	0.364587	0.948464	-23.0022	0	0	0	0	0	
28	Fast Food Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
29	Kalbe Farma Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
30	Kimia Farma Tbk	0.012582	0.013635	0.020613	0.073383	0.017151	0	0	0	0	

31	Mandom Indonesia Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.02063	0.249262	0	0	0	0		
32	Mayora Tbk	0.099439	0.054132	0	0	0	0	0.022346	0	0	0	0	0	0.048189	0	0	0	0.03161	
33	Metrodata Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
34	Multi Bintang Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
35	Pan Brother Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
36	Selamat Sempurna Tbk	0.000592	0	0	0.290519	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
37	Semen Gresik Tbk	0.769481	0.172329	0.145907	0.081779	0.121937	0.014049	0.011439	0.011612	0.008971	0.019895	0.046409	0.053632	0.067913					
38	Sorini Corporation Tbk	0.292893	0.284082	0.09254	0.083498	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
39	Sumi Indo Kabel Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
40	United Tractors Tbk	16.61722	2.381682	1.709488	0.047729	0.180181	0.38531	0.345527	0.128249	0.096615									
	Rata - rata	0.447345	0.136036	0.137614	-0.29348	-0.10767	-0.02533	0.009344	0.033016	0.034129									
	Maksimum	16.61722	2.381682	1.709488	9.326401	0.531398	0.449287	0.356778	0.516093	0.49623									
	Minimum	-2.23213	0	0	-23.0022	-6.13273	-2.6691	-1.61185	-0.18216	-0.03134									
	Standar Deviasi	2.661304	0.406335	0.344953	3.964806	0.982643	0.440916	0.283169	0.101905	0.094565									

Lampiran 17 : Market Debt to Equity Ratio (MDE)

No	Nama Perusahaan	Market Debt to Equity Ratio (MDE)									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	3.18631	2.37102	2.852241	2.639561	2.795061	3.245914	3.613611	1.447158	1.888726	
2	Sucaco Tbk	1.373574	1.500941	1.939945	2.021307	1.917512	2.318446	6.629796	5.419066	4.237658	
3	tunas ridean	0.121021	0.141053	0.217058	0.766874	1.154177	1.111211	2.212417	1.375644	0.961023	
4	Alumindo Light Metal Tbk	1.105816	0.388621	0.486618	0.838191	0.444922	2.214723	2.850756	3.820826	1.953026	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	927.2327	871.6473	898.7944	1128.521	1522.662	2865.622	3714.82	3979.737	8943.769	
6	Astra Graphia Tbk	0.157904	0.084397	0.09112	0.05694	0.051181	0.065348	0.135861	0.075379	0.092028	
7	Astra Internasional Tbk	18.49385	20.86749	17.22058	46.06419	93.06056	122.1547	212.5005	104.6646	342.9067	
8	Astra Otoparts Tbk	1.52163	1.23026	1.280077	2.175437	4.21142	4.045824	4.718955	5.403607	9.327822	
9	Sepatu Bata Tbk	87.41923	70.305	80.08041	94.65292	144.4233	87.63354	220.0587	203.0793	319.3892	
10	Arwana Citra Mulia	0.104782	0.014622	0.038394	0.04805	0.060705	0.074623	0.162879	0.190486	0.050141	
11	Betonjaya Masunggal Tbk	0.008707	0.00278	0.001935	0.006351	0.00323	0.008937	0.012389	0.028421	0.007879	
12	Ultra Tubindo Tbk	0.871202	1.30413	1.52674	1.03602	4.646387	17.77025	27.60866	41.32242	32.99078	
13	Delta Jakarta Tbk	42.83394	36.87731	42.27164	91.52744	294.3073	196.3856	131.4367	217.7156	622.6181	
14	Gajah Tunggal Tbk	0.789349	0.889949	1.896101	0.95543	0.963286	0.941179	0.938684	0.405426	0.756932	
15	Kapco Igar Jaya Tbk	0.009005	0.007943	0.009645	0.009411	0.007169	0.007079	0.011347	0.00402	0.008042	
16	Hexindo Tbk	3.462725	1.080149	2.072198	6.438149	0.293352	0.91988	0.883638	1.007306	4.172254	
17	H M Sampoerna Tbk	3.77527	3.635867	4.174518	9.437736	14.06761	14.81535	150.5957	14.55045	16.75676	
18	Ekadharna Internasional	0.132691	0.108784	0.234454	0.010468	0.028951	0.004783	0.005287	0.015734	0.017041	
19	Indocement Tunggul Perkasa Tbk	1.743127	1.398897	3.239314	4.272836	4.732069	5.569258	6.934188	3.455064	9.590796	
20	Colorfark Indonesia Tbk	0.011108	0.010652	0.018451	0.046899	0.065039	0.218756	0.468283	0.909492	0.566355	
21	Indorema Synthetics Tbk	2.194275	1.939492	2.071492	2.620266	2.289244	2.362242	4.056578	3.060849	1.956609	
22	IntanWijaya Internasional Tbk	0.071382	0.041441	0.042965	0.066452	0.037761	0.027812	0.036595	0.007707	0.00923	
23	Cahaya Kalbar Tbk	0.046806	0.058004	0.050372	0.086505	0.300861	0.171439	1.061222	0.841734	1.336543	
24	Intraco Penta Tbk	0.862266	0.748651	0.927823	1.942536	0.749922	0.579181	0.028679	0.028679	0.029066	
25	Jaya Pari Steel Tbk	0.025334	0.051836	0.166395	0.69162	0.217269	0.109572	0.114017	0.028679	0.029066	
26	Dynaplast Tbk	0.375194	0.514114	1.480249	3.036805	2.225429	1.665585	1.494765	1.482772	1.844257	
27	Eralex Djaya Tbk	1.663458	0.726094	0.561613	0.393136	0.3157	0.464382	0.611431	0.618704	0.221604	
28	Fast Food Tbk	0.184482	0.217097	0.237741	0.301292	0.402557	0.796787	1.38426	2.168882	4.687901	
29	Kalbe Farma Tbk	0.091785	0.092379	0.35089	0.104112	0.177609	0.126612	0.139143	0.053537	0.216552	
30	Kimia Farma Tbk	0.017581	0.012033	0.023221	0.013245	0.008704	0.011614	0.026289	0.006813	0.012972	

31	Mandom Indonesia Tbk	1.24806	0.505154	0.70262	1.913718	2.268167	2.479087	2.393229	2.87595	4.585376
32	Mayora Tbk	0.29119	0.28748	0.535889	0.623293	0.586949	0.554617	1.792119	2.448273	9.529932
33	Metrodata Tbk	0.013687	0.011678	0.008943	0.013964	0.012628	0.017997	0.073835	0.030217	0.027855
34	Multi Bintang Tbk	434.1259	250.7212	326.0856	593.0273	824.4756	1075.22	1106.86	1402.828	7460.731
35	Pan Brother Tbk	1.205288	1.742057	0.03827	0.048536	0.237282	0.376358	0.550044	0.233923	0.208364
36	Selamat Sempurna Tbk	1.63496	0.976314	0.043382	0.0547	0.053375	0.064587	0.009089	0.014879	0.019945
37	Semen Gresik Tbk	118.8802	114.4689	95.97088	208.2746	189.6923	268.2724	1.69528	1.709868	3.351715
38	Sorini Corporation Tbk	0.818773	0.744808	0.832571	1.131276	1.437762	2.5806	2.532569	0.515554	0.936717
39	Sumi Indo Kabel Tbk	0.156792	0.093612	0.059257	0.241177	0.294873	0.581511	0.560993	0.211229	0.369762
40	United Tractors Tbk	1.31581	0.938048	3.560382	2.899032	7.449986	15.17733	27.5881	15.40307	48.71042
	Rata - rata	41.48943	34.71894	37.30491	55.22522	78.07824	117.4192	141.0072	150.4901	446.2984
	Maksimum	927.2327	871.6473	898.7944	1128.521	1522.662	2865.622	3714.82	3979.737	8943.769
	Minimum	0.008707	0.00278	0.001935	0.006351	0.00323	0.004783	0.005287	0.00402	0.007879
	Standar Deviasi	160.399	142.7113	149.8955	200.4026	273.0116	479.0588	606.9037	660.2684	1813.748

Lampiran 18 : Deviden Payout Ratio (DPR)

No	Nama Perusahaan	Deviden Payout Ratio (DPR)									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	15.12	14.70	21.26	20.99	20.42	-	22.40	-	28.50	
2	Sucaco Tbk	45.75	16.76	47.44	-	25.34	27.87	11.38	-	33.40	
3	tunas ridean	19.32	30.36	20.64	24.66	18.75	33.29	40.42	95.63	7.19	
4	Alumindo Light Metal Tbk	-	-	-	-	29.00	5.00	48.54	0.06	-	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	17.13	17.12	16.65	16.95	16.98	-	19.97	19.18	24.70	
6	Astra Graphia Tbk	-	0.20	0.75	2.20	0.93	0.97	0.60	-	0.28	
7	Astra Internasional Tbk	-	-	15.52	27.71	32.64	31.36	-	-	-	
8	Astra Otoparts Tbk	0.19	0.25	0.18	20.65	27.64	16.40	-	-	-	
9	Sepatu Bata Tbk	30.72	30.91	21.71	-	7.77	28.05	239.15	6.73	26.25	
10	Arwana Citra Mulia	0.26	0.30	0.35	0.36	0.31	-	0.11	-	-	
11	Betoni Jaya Manunggal Tbk	0.36	-	8.37	-	-	-	-	-	-	
12	Citra Tubindo Tbk	21.39	-	-	0.14	0.07	0.07	68.65	-	-	
13	Delta Jakarta Tbk	14.36	14.29	14.69	14.48	19.87	-	-	-	12.00	
14	Gajah Tunggal Tbk	-	-	-	-	4.57	-	19.18	42.87	5.77	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	26.15	-	-	19.96	38.11	31.61	-	-	12.73	
16	Hexindo Tbk	0.70	0.34	-	197.55	39.52	36.22	31.15	-	-	
17	H M Sampoerna Tbk	11.78	13.46	38.38	60.51	36.78	18.00	-	-	10.20	
18	Ekaadharna Internasional	67.35	53.69	10.30	50.01	-	29.10	-	-	30.16	
19	Indocement Tunggul Perkasa Tbk	-	-	-	-	-	-	15.02	-	29.93	
20	Colorfark Indonesia Tbk	29.99	28.38	-	28.19	14.80	19.97	31.39	30.47	-	
21	Indorama Synthetics Tbk	-	-	-	-	-	50.08	-	-	(20.86)	
22	Intan Wijaya Internasional Tbk	28.58	94.02	42.13	38.26	31.24	-	-	52.71	-	
23	Cahaya Kalbar Tbk	-	-	0.28	-	-	-	-	-	34.59	
24	Intraco Penta Tbk	9.14	-	-	47.98	14.52	-	-	37.66	-	
25	Jaya Puri Steel Tbk	-	-	-	-	35.00	5.00	-	-	-	
26	Dynaplast Tbk	45.19	38.73	-	39.64	91.62	-	-	-	-	
27	Eratex Djaya Tbk	22.42	22.91	-	-	-	-	-	-	-	
28	Fast Food Tbk	18.97	18.96	18.96	21.53	21.61	12.95	19.58	20.31	20.35	
29	Kalbe Farma Tbk	-	-	-	0.05	-	0.15	-	-	27.38	
30	Kimia Farma Tbk	0.60	300.07	0.39	0.29	0.32	0.20	-	0.20	-	

31	Mandom Indonesia Tbk	-	40.27	41.19	37.82	366.96	45.19	-	52.52	51.63
32	Mayora Tbk	-	-	0.32	0.32	0.42	0.29	0.22	0.20	0.40
33	Metrodata Tbk	20.58	-	-	-	37.19	29.19	21.42	6.79	20.21
34	Multi Bintang Tbk	82.61	76.72	78.05	72.39	76.64	75.60	89.89	142.17	22.59
35	Pan Brother Tbk	21.22	7.14	32.98	-	8.65	4.57	-	-	-
36	Selamat Sempurna Tbk	42.78	484.31	94.90	-	-	-	35.85	-	-
37	Semen Gresik Tbk	50.00	-	-	31.24	-	-	50.11	50.54	44.66
38	Sorini Corporation Tbk	-	-	0.14	0.20	-	0.39	-	-	31.60
39	Sumi Indo Kabel Tbk	21.14	-	-	29.19	27.06	24.14	39.50	39.16	14.92
40	United Tractors Tbk	-	-	-	9.07	29.82	26.05	28.65	27.51	28.76
	Rata - rata	16.60	31.10	13.14	20.31	26.86	13.79	20.83	15.62	12.43
	Maksimum	82.61	484.31	94.90	197.55	366.96	75.60	239.15	142.17	51.63
	Minimum	-	-	-	-	-	-	-	-	(20.86)
	Standar Deviasi	20.33025	88.25341	22.12708	34.71901	58.93323	18.12634	41.51616	29.97371	15.82489

Lampiran 19 : Deviden Yield (DY)

No	Nama Perusahaan	Deviden Yield (DY)									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	3.52	5.28	4.05	4.65	3.01	-	2.50	-	2.16	
2	Sucaco Tbk	3.00	4.88	3.41	-	6.36	5.26	2.07	-	2.29	
3	tunas ridean	4.89	5.61	4.00	4.00	2.75	0.75	4.44	22.40	0.92	
4	Alumindo Light Metal Tbk	-	-	-	-	3.00	9.00	3.45	-	-	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	1.79	2.29	1.67	2.46	1.32	-	0.77	0.94	0.74	
6	Astra Graphia Tbk	-	0.04	0.04	0.19	0.08	0.13	0.05	-	0.04	
7	Astra Internasional Tbk	-	-	3.40	3.85	4.31	1.85	-	-	-	
8	Astra Otoparts Tbk	0.05	0.06	0.03	0.03	3.57	2.05	-	-	11.49	
9	Sepata Bata Tbk	10.71	7.67	4.26	-	1.03	3.11	27.66	3.98	2.97	
10	Arwana Citra Mulia Tbk	0.06	0.05	0.03	0.03	0.04	-	0.01	-	-	
11	Betonjaya Mamunggal Tbk	0.02	-	0.03	-	-	-	-	-	-	
12	Citra Tubindo Tbk	0.11	-	-	-	0.04	0.02	17.83	-	-	
13	Delta Jakarta Tbk	5.26	4.88	4.02	2.41	1.94	-	-	-	26.00	
14	Gajah Tunggal Tbk	-	-	-	-	0.89	-	1.02	-	3.53	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	3.08	-	-	3.21	3.08	1.78	-	1.64	1.52	
16	Hexindo Tbk	0.26	0.20	-	6.99	4.79	1.89	2.84	-	-	
17	H M Sampoerna Tbk	0.78	1.35	2.68	4.14	2.25	1.49	-	-	-	
18	Ekadharma Internasional Tbk	2.00	15.00	1.05	4.08	-	1.88	-	-	2.41	
19	Indocement Tunggul Perikasa Tbk	-	-	-	-	-	-	2.14	-	7.75	
20	Colorfark Indonesia Tbk	2.74	2.08	-	1.25	0.94	0.51	0.66	1.21	1.81	
21	Indorama Syntetics Tbk	-	-	-	-	-	0.42	-	-	-	
22	Insan Wijaya Internasional Tbk	12.35	3.64	6.67	5.68	5.48	-	-	11.36	5.10	
23	Cahaya Kalbar Tbk	-	-	0.01	-	-	-	-	-	-	
24	Intenco Pesta Tbk	3.20	-	-	1.92	0.84	-	-	2.63	3.63	
25	Jaya Pari Steel Tbk	-	-	-	-	7.00	1.00	-	-	-	
26	Dynaplast Tbk	1.20	7.06	-	3.33	5.22	-	-	-	-	
27	Eratex Djaya Tbk	3.57	5.00	-	-	-	-	-	-	-	
28	Fast Food Tbk	1.61	1.42	1.78	1.71	1.67	1.10	1.84	1.84	1.60	
29	Kalbe Farma Tbk	-	-	-	-	-	0.03	-	-	5.84	
30	Kimia Farma Tbk	0.05	10.34	0.01	0.02	0.02	0.01	-	0.03	-	

31	Mandom Indonesia Tbk	-	10.00	7.02	5.00	5.37	3.60	-	5.45	3.95
32	Mayora Tbk	-	-	0.03	0.02	0.03	0.02	0.02	0.04	-
33	Metrodata Tbk	9.17	-	-	-	4.29	3.75	1.63	1.41	1.15
34	Muti Bintang Tbk	21.25	11.26	10.44	7.06	6.33	4.80	6.55	30.30	2.06
35	Pan Brother Tbk	5.26	0.75	1.30	-	0.53	0.28	-	-	-
36	Selamat Sempurna Tbk	7.06	55.96	12.72	-	-	-	5.97	-	-
37	Semen Gresik Tbk	4.87	-	-	4.36	-	-	13.34	15.80	14.57
38	Sorini Corporation Tbk	-	-	3.33	3.72	-	0.39	-	-	3.35
39	Sumi Indo Kabel Tbk	1.52	-	-	0.68	1.90	2.87	6.95	7.54	0.87
40	United Tractors Tbk	-	-	-	3.21	7.63	5.28	7.45	6.58	7.93
	Rata - rata	2.73	3.87	1.80	1.85	2.14	1.33	2.73	2.83	2.84
	Maksimum	21.25	55.96	12.72	7.06	7.63	9.00	27.66	30.30	26.00
	Minimum	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Standar Deviasi	4.332936	9.280411	3.004093	2.209397	2.367925	2.00738	5.565778	6.487637	4.99527

Lampiran 20 : Price Book Value (PBV)

No	Nama Perusahaan	Price Book Value (PBV)									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	1.01	0.79	1.00	0.90	1.20	1.11	1.06	0.35	0.53	
2	Sucaco Tbk	1.03	0.83	0.81	0.95	0.83	0.88	0.85	0.84	0.72	
3	tunas ridean	0.87	0.94	0.88	1.59	1.42	1.47	2.02	1.02	1.02	
4	Alumindo Light Metal Tbk	0.42	0.17	0.21	0.40	0.27	0.58	0.66	0.69	0.39	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	2.79	2.24	2.32	1.78	2.05	3.24	3.36	2.87	4.90	
6	Astra Graphia Tbk	1.93	1.13	1.34	1.30	1.40	1.39	2.53	0.81	1.12	
7	Astra Internasional Tbk	1.93	1.26	1.72	2.55	2.02	2.84	4.10	1.29	3.52	
8	Astra Otoparts Tbk	1.11	1.00	0.98	1.06	1.32	1.21	1.13	1.02	1.38	
9	Sepatu Beta Tbk	1.28	1.31	1.16	1.07	1.07	0.96	1.44	0.98	1.55	
10	Arwana Citra Mulia	0.70	0.81	2.09	1.83	1.52	1.16	1.49	1.26	0.80	
11	Betonjaya Manunggal Tbk	1.09	1.09	1.56	1.56	1.45	1.40	0.97	1.09	0.77	
12	Ultra Tubindo Tbk	4.97	4.97	1.28	1.71	1.09	1.84	2.84	2.48	0.25	
13	Delta Jakarta Tbk	0.47	0.44	0.43	0.65	1.42	0.83	0.56	0.62	1.68	
14	Gajah Tunggal Tbk	(0.13)	1.59	1.31	1.22	0.87	0.86	0.72	0.42	0.56	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	0.65	1.74	1.03	0.67	0.65	0.56	0.66	0.32	0.70	
16	Hexindo Tbk	0.76	0.37	0.75	9.12	2.34	2.19	1.66	2.11	7.38	
17	H M Sampoerna Tbk	3.46	3.20	3.49	6.00	8.53	7.47	4.84	4.41	4.36	
18	Ekadharma Internasional	0.43	0.46	0.85	1.02	1.39	1.55	1.13	1.37	1.01	
19	Indocement Tunggai Perikasa Tbk	0.93	0.65	1.71	2.43	2.32	3.51	4.36	1.99	4.72	
20	Colorfark Indonesia Tbk	2.72	2.59	3.10	2.78	2.12	4.62	6.36	5.59	4.44	
21	Indorasa Synthetics Tbk	0.12	0.15	0.18	0.19	0.13	0.15	0.22	0.12	0.13	
22	Intan Wijaya Internasional Tbk	0.37	0.33	0.35	0.52	0.41	0.29	0.32	0.10	0.24	
23	Cahaya Kalbar Tbk	0.22	0.31	0.29	0.44	1.00	0.90	1.09	0.89	1.47	
24	Intraco Penta Tbk	0.38	0.33	0.41	0.67	0.33	0.67	0.78	0.26	0.51	
25	Jaya Pari Steel Tbk	0.26	0.29	0.75	1.04	0.73	1.33	0.24	0.09	0.15	
26	Dynaplast Tbk	0.58	0.81	1.18	1.43	0.93	0.66	0.60	0.51	0.57	
27	Eratex Djaya Tbk	0.59	0.27	0.26	8.85	(0.68)	(0.73)	(0.82)	(0.15)	(0.05)	
28	Past Food Tbk	5.11	3.33	3.94	2.40	2.35	2.82	2.90	2.87	3.93	
29	Kalbe Farma Tbk	4.14	2.82	4.90	2.79	4.31	4.04	3.78	1.12	3.06	
30	Kimia Farma Tbk	1.07	1.52	1.55	1.40	0.95	1.05	1.87	0.45	0.71	

31	Mandom Indonesia Tbk	1.24	0.77	1.07	1.57	1.39	2.07	2.26	1.35	1.85
32	Mayora Tbk	0.39	0.39	0.82	1.06	0.70	1.28	1.24	0.70	2.18
33	Metrodata Tbk	0.88	1.07	0.83	0.73	0.57	0.62	1.32	0.46	0.56
34	Multi Bintang Tbk	1.52	2.05	2.51	3.59	4.62	5.84	5.86	3.03	3.45
35	Pan Brother Tbk	1.19	2.09	2.01	1.98	1.52	1.43	1.11	0.55	0.46
36	Selamat Sempurna Tbk	1.41	5.41	0.96	1.10	0.96	1.12	1.28	1.71	2.17
37	Semen Gresik Tbk	1.03	1.52	1.33	3.10	2.36	3.92	5.01	3.07	4.39
38	Sorini Corporation Tbk	0.31	0.36	0.48	0.62	0.60	0.91	2.25	1.49	2.21
39	Sumi Indo Kabel Tbk	0.68	0.32	0.30	0.56	0.39	0.67	0.80	0.30	1.01
40	United Tractors Tbk	0.68	0.43	1.32	2.09	2.56	4.06	5.42	1.32	3.72
		1.26	1.30	1.34	1.92	1.54	1.82	2.01	1.29	1.86
	Maksimum	5.11	5.41	4.90	9.12	8.53	7.47	6.36	5.59	7.38
	Minimum	(0.13)	0.15	0.18	0.19	(0.68)	(0.73)	(0.82)	(0.15)	(0.05)
	Standar Deviasi	1.249872	1.238317	1.048006	1.964516	1.519318	1.651839	1.736132	1.216883	1.746898

Lampiran 21 : Total Asset

No	Nama Perusahaan	Total Asset									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Ashimas Flat Glass Tbk	1,645,701	1,378,137	1,486,587	1,564,031	1,565,679	1,629,669	1,801,015	1,993,936	1,927,397	
2	Sucaco Tbk	481,085	435,738	559,763	610,572	694,151	673,668	1,293,667	1,126,782	1,042,755	
3	tunas ridean	1,113,007	1,111,226	1,485,051	2,718,179	3,011,591	2,857,847	3,345,245	3,583,328	1,770,692	
4	Alumindo Light Metal Tbk	1,049,057	967,142	1,008,173	931,927	805,749	11,249,710	1,370,928	1,636,668	1,481,611	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	513,597	5,336,787	523,302	671,109	732,354	795,244	891,530	1,003,488	1,147,206	
6	Astra Graphia Tbk	837,637	722,881	704,664	571,015	518,804	584,839	624,557	841,054	774,857	
7	Astra Internasional Tbk	26,573,546	26,185,605	27,404,308	39,145,053	61,106,666	57,929,290	63,520,000	80,740,000	88,938,000	
8	Astra Otoparts Tbk	1,767,868	1,831,509	1,957,303	2,436,481	3,028,465	3,028,160	3,454,254	3,981,316	4,644,939	
9	Sepatu Bata Tbk	222,913	210,082	232,263	262,539	305,779	271,461	332,080	401,901	416,697	
10	Arwana Citra Mullia	221,095	246,532	248,100	295,971	364,794	478,778	630,587	736,092	822,687	
11	Betonjaya Misiongal Tbk	32,925	25,123	23,461	28,780	27,721	33,647	46,469	70,509	69,784	
12	Citra Tubindo Tbk	715,014	668,554	655,324	650,562	1,064,008	1,680,619	1,601,065	2,088,892	1,863,990	
13	Delta Jakarta Tbk	346,902	367,804	398,857	455,117	537,785	571,243	592,359	698,297	760,426	
14	Gajah Tunggal Tbk	15,130,837	12,457,376	12,173,225	6,341,117	7,479,373	7,276,025	8,454,693	8,713,559	9,044,134	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	250,481	237,577	236,244	283,462	274,804	290,145	329,797	305,783	317,809	
16	Hexindo Tbk	569,402	638,784	584,512	636,109	1,069,514	1,204,104	1,377,864	1,838,946	2,045,088	
17	H M Sampoerna Tbk	9,470,540	9,817,074	10,197,768	11,563,295	11,934,600	12,659,804	15,680,542	16,133,819	17,716,447	
18	Ekadharna Internasional	59,710	58,300	60,825	63,086	74,768	74,647	84,926	140,764	165,123	
19	Indocement Tunggal Perkasa Tbk	11,930,019	11,437,523	10,145,066	9,771,012	10,536,380	9,598,280	10,037,927	11,286,707	13,276,270	
20	Colorfast Indonesia Tbk	48,901	53,751	59,004	82,470	107,668	133,360	167,583	258,898	219,199	
21	Indorama Syntetics Tbk	5,694,957	4,837,748	4,530,168	4,937,242	5,503,482	5,352,244	5,874,702	6,675,957	5,123,263	
22	Intan Wijaya Internasional Tbk	162,305	164,060	169,119	179,910	179,211	172,782	179,761	175,391	157,569	
23	Cebaya Kalbar Tbk	304,291	300,442	295,149	290,337	328,249	280,807	613,680	604,642	568,363	
24	Intraco Penta Tbk	713,550	670,556	651,566	760,040	869,208	831,846	863,818	1,137,218	1,039,511	
25	Jaya Pari Steel Tbk	93,979	127,431	130,870	245,437	204,990	189,384	268,790	399,344	353,951	
26	Dynaplast Tbk	480,699	526,788	766,930	998,118	1,073,712	1,123,964	1,123,388	1,235,004	1,290,591	
27	Eratex Djaya Tbk	458,983	418,678	290,042	298,389	298,199	307,056	293,442	169,256	97,776	
28	Fast Food Tbk	210,261	244,381	280,571	322,647	377,905	483,575	629,491	784,759	1,041,409	
29	Kalbe Farma Tbk	1,877,316	2,015,538	2,448,390	3,016,864	4,633,399	4,624,619	5,138,213	5,703,832	6,482,447	

30	Kimia Farma Tbk	1,188,156	1,038,545	1,348,145	1,173,438	1,177,603	1,261,584	1,386,739	1,445,670	1,562,625
31	Mandoe Indonesia Tbk	357,575	356,007	387,601	472,364	545,695	672,197	725,197	910,790	994,620
32	Mayora Tbk	1,324,990	1,332,375	1,248,779	1,280,645	1,459,969	1,553,377	1,893,175	2,922,998	3,246,498
33	Metrodata Tbk	537,519	452,479	452,368	611,042	666,604	740,800	1,162,251	1,288,796	1,056,054
34	Muti Bintang Tbk	517,775	475,039	483,004	558,388	575,385	610,437	621,835	941,389	993,465
35	Pan Brother Tbk	158,528	140,844	112,292	126,772	390,216	553,846	833,093	952,742	819,565
36	Selamat Sempurna Tbk	567,043	583,627	632,610	650,930	663,138	716,686	830,050	929,753	941,651
37	Semen Gresik Tbk	8,763,075	6,872,346	6,559,495	6,640,651	7,297,859	7,496,419	8,515,227	10,602,964	12,951,308
38	Sorini Corporation Tbk	606,096	563,840	530,999	533,484	596,642	642,315	842,505	1,111,100	1,262,592
39	Sumi Indo Kabel Tbk	393,043	404,556	369,799	445,145	548,245	590,296	582,322	636,409	561,949
40	United Tractors Tbk	6,464,186	5,939,946	6,056,439	6,769,367	10,633,839	112,247,846	13,002,619	22,847,721	24,404,828

Lampiran 22 : Total Ekuitas

No	Nama Perusahaan	Total Ekuitas										
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009		
1	Asahimas Flat Glass Tbk	539,414	725,817	858,047	1,031,163	1,200,812	1,148,053	1,310,919	1,479,379	1,529,312		
2	Sucaco Tbk	199,222	254,389	259,278	217,066	273,884	311,136	350,955	366,007	375,047		
3	tunas ridean	362,878	420,848	475,730	593,307	678,147	673,853	856,276	1,024,630	1,000,217		
4	Alumindo Light Metal Tbk	360,995	346,461	310,072	346,267	384,096	456,530	446,682	435,837	462,065		
5	Aqua Golden Miss. Tbk	164,892	220,765	269,724	354,497	405,324	447,226	507,270	581,580	656,915		
6	Astra Graphia Tbk	243,978	319,042	332,562	331,097	284,876	295,954	314,076	332,874	380,939		
7	Astra Internasional Tbk	2,566,826	6,498,561	11,710,712	16,485,126	20,424,345	22,735,266	26,963,000	33,080,000	39,894,000		
8	Astra Otoparts Tbk	829,410	1,047,092	1,194,707	1,398,514	1,636,389	1,864,461	2,261,414	2,652,969	3,208,778		
9	Sepata Bata Tbk	141,738	149,150	158,431	174,643	176,296	190,087	207,700	273,118	301,344		
10	Arwana Citra Mulia	67,004	111,918	127,995	145,883	172,247	190,086	233,519	283,221	342,521		
11	Betojaya Manunggal Tbk	19,468	21,788	21,628	23,064	24,814	25,632	34,415	55,238	64,626		
12	Citra Tubindo Tbk	626,792	536,027	501,299	545,699	623,972	740,560	845,339	1,009,346	1,000,982		
13	Delta Jakarta Tbk	256,651	295,084	320,284	353,376	406,052	431,919	458,432	519,768	590,226		
14	Gajah Tunggal Tbk	-3,392,543	429,553	1,326,281	1,684,357	2,029,926	1,135,242	2,385,814	1,649,425	2,670,660		
15	Kageo Igar Jaya Tbk	105,021	121,962	137,735	159,952	170,567	177,135	189,797	191,508	207,281		
16	Hexindo Tbk	153,875	177,738	206,811	283,110	344,761	345,549	374,815	612,660	932,486		
17	H M Sampoerna Tbk	4,161,567	5,200,893	5,768,407	4,859,430	4,575,555	5,693,940	8,063,542	8,047,896	10,461,616		
18	Ekadharna Internasional	46,523	48,570	49,788	53,533	54,805	57,875	60,979	59,020	69,525		
19	Indocement Tunggal Perkasa Tbk	2,763,088	3,808,395	4,533,458	4,655,793	5,629,382	6,032,762	6,893,500	8,500,194	10,680,725		
20	Coorfaik Indonesia Tbk	39,231	45,278	47,230	52,539	58,473	64,979	73,206	90,404	115,309		
21	Indorama Synthetic Tbk	2,316,725	2,017,659	1,948,436	2,194,257	2,316,481	2,132,136	2,238,698	2,670,434	2,399,348		
22	Instan Wijaya Internasional Tbk	140,009	138,643	144,963	153,418	160,482	152,232	156,100	159,535	149,044		
23	Cahaya Kalbar Tbk	217,261	227,012	228,645	204,552	179,070	194,361	219,037	246,905	301,503		
24	Intraco Penta Tbk	113,513	127,784	130,788	136,228	310,638	310,567	305,680	328,623	357,457		
25	Jaya Pari Steel Tbk	51,756	67,620	67,682	130,167	164,251	179,048	220,614	269,771	271,689		
26	Dynaplast Tbk	251,203	318,719	362,878	394,943	387,685	383,385	388,879	401,249	439,404		
27	Eratex Djaya Tbk	69,908	73,080	23,964	-1,360	-14,518	-18,803	-22,695	-134,648	-158,345		
28	Fast Food Tbk	103,995	136,737	165,877	194,597	228,205	228,209	377,358	482,545	639,106		
29	Kalbe Farma Tbk	220,774	489,918	828,958	1,219,193	2,333,172	2,994,817	3,386,862	3,662,399	4,310,438		

30	Kimia Farma Tbk	733,990	677,297	754,001	814,548	844,220	870,654	908,028	947,765	995,315
31	Mandom Indonesia Tbk	264,862	303,471	340,977	397,729	359,394	607,648	673,640	816,166	880,797
32	Mayora Tbk	627,522	743,179	804,378	869,242	895,021	969,476	1,081,795	1,245,109	1,581,755
33	Metrodata Tbk	310,332	216,624	216,961	234,152	249,910	262,298	284,282	317,151	320,261
34	Multi Bintang Tbk	291,926	282,914	268,297	264,372	227,912	198,461	197,723	344,178	105,211
35	Pan Brother Tbk	61,090	73,336	73,448	80,081	110,178	118,206	142,370	96,242	131,524
36	Selamat Sempurna Tbk	331,125	348,119	357,328	343,158	410,835	451,062	482,204	546,222	497,822
37	Semen Gresik Tbk	3,161,614	3,181,038	3,333,774	3,660,358	4,466,931	5,499,614	6,627,262	8,069,586	10,197,679
38	Sorini Corporation Tbk	223,293	249,646	282,528	313,120	340,598	357,582	441,320	543,759	672,907
39	Sumi Indo Kabel Tbk	326,866	319,048	309,357	316,789	338,405	373,293	440,049	507,136	492,104
40	United Tractors Tbk	84,974	1,097,809	1,489,203	3,103,595	4,105,713	4,594,437	5,733,335	11,131,607	13,843,710

Lampiran 23 : Total Hutang

No	Nama Perusahaan	Total Hutang										
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009		
1	Asahimas Flat Glass Tbk	1,106,287	776,621	626,771	532,823	364,829	481,616	490,096	519,067	443,085		
2	Sucaco Tbk	281,862	300,486	388,374	414,779	357,709	357,709	938,246	766,904	663,803		
3	tunas ridean	750,329	690,418	1,009,321	1,584,872	2,333,444	2,183,294	2,488,969	2,558,698	770,475		
4	Alumindo Light Metal Tbk	688,063	613,822	697,108	580,141	421,649	793,180	924,245	1,200,831	1,019,546		
5	Aqua Golden Miss. Tbk	348,705	310,082	247,497	309,461	318,127	342,897	377,577	412,466	480,891		
6	Astra Graphia Tbk	593,659	403,839	372,112	239,918	233,928	288,885	310,481	508,176	393,916		
7	Astra Internasional Tbk	24,006,720	17,264,295	13,898,301	19,425,440	36,935,513	31,498,444	31,512,000	40,163,000	40,006,000		
8	Astra Otoparts Tbk	938,458	663,912	623,945	868,114	1,160,179	1,066,929	1,094,734	1,190,886	1,262,292		
9	Sepatu Bata Tbk	81,175	60,931	73,833	87,892	129,483	81,374	124,381	128,782	115,335		
10	Arwana Citra Mulia	154,091	132,421	117,864	147,507	189,567	285,334	393,344	448,217	474,362		
11	Betonejaya Marunggal Tbk	13,061	3,336	1,833	5,716	2,907	8,043	12,054	15,271	5,157		
12	Citra Tubindo Tbk	88,223	130,413	152,674	103,602	437,307	836,247	736,231	1,066,385	851,375		
13	Deita Jakarta Tbk	90,251	72,015	77,805	101,079	130,911	137,928	131,545	174,316	160,808		
14	Gajah Tunggal Tbk	18,523,380	12,258,083	10,921,544	4,656,619	5,449,447	5,140,783	6,068,879	7,064,134	6,206,486		
15	Kageo Igar Jaya Tbk	145,459	98,123	75,014	94,114	71,690	78,245	100,120	72,771	60,746		
16	Hexindo Tbk	415,527	461,046	377,700	352,999	724,753	858,555	1,003,049	1,226,286	1,112,601		
17	H M Sampoerna Tbk	5,308,973	4,422,001	4,197,839	6,386,438	7,112,839	6,873,099	7,614,388	8,083,584	7,250,522		
18	Ekadharmas Internasional	13,187	9,730	11,037	9,554	19,040	16,710	24,030	60,658	76,211		
19	Indocement Tunggul Perkasa Tbk	9,166,932	7,629,129	5,611,608	5,115,219	4,906,998	3,565,518	3,112,970	2,764,976	2,577,076		
20	Colorfark Indonesia Tbk	9,670	8,474	11,774	29,931	49,195	68,381	94,377	168,856	103,890		
21	Indorama Synthetics Tbk	3,378,232	2,820,089	2,581,733	2,743,170	3,186,997	3,220,108	3,636,004	4,005,523	2,723,915		
22	InizanWijaya Internasional Tbk	22,296	25,417	24,156	26,492	18,729	20,551	23,661	15,856	8,525		
23	Cahaya Kalbar Tbk	87,030	73,430	66,603	85,784	149,177	86,446	394,642	357,737	266,860		
24	Intraco Penta Tbk	600,137	542,772	520,778	643,812	558,570	521,270	558,138	808,595	682,054		
25	Jaya Peri SteelTbk	42,223	59,811	63,188	115,270	40,738	10,337	48,176	129,572	82,262		
26	Dynaplast Tbk	229,496	182,994	324,747	530,944	609,004	655,211	635,690	717,902	725,497		
27	Eratex Djaya Tbk	389,075	339,660	262,717	297,078	310,131	325,850	316,129	303,895	256,112		

28	Fast Food Tbk	106,226	107,644	114,694	128,049	149,701	195,366	252,133	312,214	402,303
29	Kalbe Farma Tbk	1,656,542	1,364,125	1,424,896	1,537,380	1,822,023	1,080,566	1,121,539	1,359,297	1,691,775
30	Kimia Farma Tbk	454,167	361,248	614,144	358,855	333,382	390,930	478,712	497,905	567,310
31	Mandom Indonesia Tbk	92,713	52,536	46,642	74,635	86,301	64,549	51,557	94,624	113,823
32	Mayora Tbk	697,568	579,940	469,490	398,172	548,714	262,445	785,034	1,646,322	1,623,443
33	Metrodata Tbk	227,187	205,203	200,852	332,079	364,665	454,759	819,381	869,036	653,776
34	Multi Bintang Tbk	435,573	192,098	214,707	294,002	347,434	411,907	424,028	597,123	888,122
35	Pan Brother Tbk	97,438	66,895	38,171	46,019	281,853	441,171	690,173	854,088	687,508
36	Sesamat Sempurna Tbk	235,919	174,884	212,597	244,958	227,268	239,648	316,557	342,809	398,256
37	Semen Gresik Tbk	5,601,461	3,639,858	3,168,286	2,917,555	2,761,749	1,915,243	1,795,641	2,429,249	2,633,214
38	Social Corporation Tbk	382,803	268,131	199,841	189,423	227,015	258,060	364,690	516,717	522,093
39	Sumi Indo Kabel Tbk	66,177	85,508	60,442	128,348	209,840	217,003	149,273	129,272	69,844
40	United Tractors Tbk	5,649,212	4,753,599	4,481,194	3,629,278	6,485,918	6,606,651	7,216,432	11,644,916	10,453,748

Lampiran 24 : Closing Price

No	Nama Perusahaan	Closing Price									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	1,250	1,325	1,975	2,150	3,325	2,925	3,200	1,210	1,850	
2	Sucaco Tbk	1,000	1,025	1,025	1,000	1,100	1,330	1,450	1,450	1,310	
3	tunas ridean	225	285	300	675	690	710	1,240	750	1,740	
4	Alumindo Light Metal Tbk	495	195	215	445	325	860	950	980	590	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	35,000	37,000	47,800	48,000	63,000	110,000	129,500	127,000	244,800	
6	Astra Graphia Tbk	350	275	330	320	295	305	590	200	315	
7	Astra Internasional Tbk	1,950	3,150	5,000	9,600	10,200	15,700	27,300	10,550	34,700	
8	Astra Otoparts Tbk	1,225	1,400	1,550	1,925	2,800	2,925	3,325	3,500	5,700	
9	Sepatu Bota Tbk	14,000	15,000	14,100	14,000	14,500	14,000	23,000	20,500	36,000	
10	Arvensa Citra Mulia	85	100	295	295	290	240	380	390	194	
11	Betonjaya Manunggal Tbk	120	150	190	200	200	200	185	335	275	
12	Citra Tubindo Tbk	7,900	8,000	8,000	8,000	8,500	17,000	30,000	31,000	31,000	
13	Delta Jakarta Tbk	7,600	8,200	8,700	14,500	36,000	22,800	16,000	20,000	62,000	
14	Gajah Tunggal Tbk	135	230	550	650	560	580	490	200	425	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	65	85	135	105	105	95	119	58	139	
16	Hexindo Tbk	700	395	925	3,075	340	900	740	690	3,150	
17	H M Sampoerna Tbk	3,200	3,700	4,475	6,650	8,900	9,700	89,000	8,100	10,400	
18	Ekadharna Internasional	450	500	950	245	340	160	123	145	125	
19	Indocement Tunggul Perkasa Tbk	700	675	2,125	3,075	3,550	5,750	8,200	4,600	13,700	
20	Colorfast Indonesia Tbk	350	385	480	480	405	980	1,520	1,650	1,670	
21	Indorama Synthetic Tbk	425	450	525	625	470	480	730	500	470	
22	Intan Wijaya Internasional Tbk	405	275	300	440	365	245	280	88	196	
23	Cahaya Kalbar Tbk	160	235	225	300	600	590	800	700	1,490	
24	Instraco Pesta Tbk	250	240	310	525	580	480	550	234	690	
25	Jaya Peri Steel Tbk	90	130	395	900	800	1,590	355	166	265	
26	Dynaplast Tbk	490	850	1,400	1,800	1,150	800	740	650	800	
27	Eratex Djaya Tbk	420	210	210	130	100	140	190	200	85	
28	Fest Food Tbk	775	900	925	1,050	1,200	1,820	2,450	3,100	5,200	
29	Kalbe Farma Tbk	225	275	1,000	550	990	1,190	1,260	400	1,300	



30	Kimia Farma Tbk	215	185	210	205	145	165	305	76	127
31	Mandom Indonesia Tbk	2,100	1,500	2,350	4,000	4,100	6,950	8,400	5,500	8,100
32	Mayora Tbk	320	380	875	1,200	820	1,620	1,750	1,140	4,500
33	Metrodata Tbk	120	115	90	85	70	80	184	71	87
34	Multi Bintang Tbk	21,000	27,500	32,000	42,500	50,000	55,000	55,000	49,500	177,000
35	Pan Brother Tbk	950	2,000	385	405	375	380	355	122	135
36	Selamat Sempurna Tbk	1,800	1,450	265	290	305	350	430	650	750
37	Semen Gresik Tbk	5,500	8,150	7,850	18,500	17,800	36,300	5,600	4,175	7,550
38	Serjai Corporation Tbk	385	500	750	1,075	1,140	1,800	1,250	900	1,640
39	Sumi Indo Kabel Tbk	725	335	300	575	430	820	1,150	500	1,620
40	United Tractors Tbk	360	305	1,250	2,275	3,275	6,550	10,900	4,400	15,500

Lampiran 25 : Jumlah Saham Beredar

No	Nama Perusahaan	Jumlah Saham Beredar									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	434,000,000	434,000,000	434,000,000	434,000,000	434,000,000	434,000,000	434,000,000	434,000,000	434,000,000	
2	Sucaco Tbk	205,203,400	205,203,400	205,203,400	205,203,400	205,203,400	205,203,400	205,203,400	205,203,400	205,203,400	
3	tunas rdean	1,395,000,000	1,395,000,000	1,395,000,000	1,395,000,000	1,395,000,000	1,395,000,000	1,395,000,000	1,395,000,000	1,395,000,000	
4	Alemindo Light Metal Tbk	308,000,000	308,000,000	308,000,000	308,000,000	308,000,000	308,000,000	308,000,000	308,000,000	308,000,000	
5	Aqua Golden Mitas Tbk	13,162,473	13,162,473	13,162,473	13,162,473	13,162,473	13,162,473	13,162,473	13,162,473	13,162,473	
6	Astra Graphia Tbk	1,315,871,000	1,315,871,000	1,347,636,000	1,348,322,500	1,348,322,500	1,348,322,500	1,348,322,500	1,348,322,500	1,348,322,500	
7	Astra Internasional Tbk	2,531,279,783	2,606,088,910	4,035,376,460	4,048,355,314	4,048,355,314	4,048,355,314	4,048,355,314	4,048,355,314	4,048,355,314	
8	Astra Overseas Tbk	755,512,780	755,512,780	755,512,780	768,176,280	771,355,280	771,355,280	771,355,280	771,355,280	771,355,280	
9	Sepatu Bata Tbk	13,000,000	13,000,000	13,000,000	13,000,000	13,000,000	13,000,000	13,000,000	13,000,000	13,000,000	
10	Arwana Citra Mulia	125,000,000	905,604,150	905,604,150	905,604,150	905,604,150	917,678,872	917,678,872	917,678,872	1,835,357,280	
11	Beasriyaya Masuzagal Tbk	180,000,000	180,000,000	180,000,000	180,000,000	180,000,000	180,000,000	180,000,000	180,000,000	180,000,000	
12	Citra Tubindo Tbk	800,000,000	800,000,000	800,000,000	800,000,000	800,000,000	800,000,000	800,000,000	800,000,000	800,000,000	
13	Delta Jakarta Tbk	16,013,181	16,013,181	16,013,181	16,013,181	16,013,181	16,013,181	16,013,181	16,013,181	16,013,181	
14	Griah Tuogal Tbk	3,168,000,000	3,168,000,000	3,168,000,000	3,168,000,000	3,168,000,000	3,168,000,000	3,168,000,000	3,168,000,000	3,484,800,000	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	1,050,000,000	1,050,000,000	1,050,000,000	1,050,000,000	1,050,000,000	1,050,000,000	1,050,000,000	1,050,000,000	1,050,000,000	
16	Henzido Tbk	84,000,000	168,600,000	168,600,000	168,600,000	840,000,000	840,000,000	840,000,000	840,000,000	840,000,000	
17	H M Sampurna Tbk	4,500,000,000	4,500,000,000	4,500,000,000	4,500,000,000	4,500,000,000	4,500,000,000	4,500,000,000	4,500,000,000	4,500,000,000	
18	Eladharna Internasional	44,721,600	44,721,600	44,721,600	223,608,000	223,608,000	559,020,000	559,020,000	559,020,000	559,020,000	
19	Indocement Tenggara Perkasa Tbk	3,681,231,699	3,681,231,699	3,681,231,699	3,681,231,699	3,681,231,699	3,681,231,699	3,681,231,699	3,681,231,699	3,681,231,699	
20	Colanflak Indonesia Tbk	304,700,000	306,288,500	306,307,000	306,338,500	306,338,500	306,338,500	306,338,500	306,338,500	306,338,500	
21	Indorama Synetics Tbk	654,315,707	654,315,707	654,315,707	654,315,707	654,315,707	654,315,707	654,315,707	654,315,707	654,315,707	
22	SinarWijaya Internasional Tbk	126,500,000	168,666,667	168,666,667	175,413,334	181,035,556	181,035,556	181,035,556	181,035,556	181,035,556	
23	Calaya Kalbar Tbk	297,500,000	297,500,000	297,500,000	297,500,000	297,500,000	297,500,000	297,500,000	297,500,000	297,500,000	
24	Intaco Penta Tbk	174,000,000	174,000,000	174,000,000	174,000,000	432,005,844	432,005,844	432,005,844	432,005,844	432,005,844	
25	Jaya Puri Steel Tbk	150,000,000	150,000,000	150,000,000	150,000,000	150,000,000	150,000,000	150,000,000	150,000,000	750,000,000	
26	Dynaplast Tbk	299,719,440	302,549,440	307,141,440	314,705,440	314,705,440	314,705,440	314,705,440	314,705,440	314,705,440	
27	Erates Djaya Tbk	98,236,000	98,236,000	98,236,000	98,236,000	98,236,000	98,236,000	98,236,000	98,236,000	98,236,000	

28	Pest Food Tbk	446,250,000	446,250,000	446,250,000	446,250,000	446,250,000	446,250,000	446,250,000	446,250,000	446,250,000	446,250,000	446,250,000	446,250,000	
29	Kalbe Farma Tbk	4,060,800,000	4,060,800,000	4,060,800,000	4,060,800,000	4,060,800,000	4,060,800,000	4,060,800,000	4,060,800,000	4,060,800,000	4,060,800,000	4,060,800,000	4,060,800,000	
30	Kimia Farma Tbk	5,554,000,000	5,554,000,000	5,554,000,000	5,554,000,000	5,554,000,000	5,554,000,000	5,554,000,000	5,554,000,000	5,554,000,000	5,554,000,000	5,554,000,000	5,554,000,000	
31	Masdom Indonesia Tbk	156,000,000	156,000,000	156,000,000	156,000,000	156,000,000	156,000,000	156,000,000	156,000,000	156,000,000	156,000,000	156,000,000	156,000,000	
32	Miyora Tbk	766,584,000	766,584,000	766,584,000	766,584,000	766,584,000	766,584,000	766,584,000	766,584,000	766,584,000	766,584,000	766,584,000	766,584,000	
33	Metrodata Tbk	1,991,854,173	2,020,689,173	2,021,432,423	2,021,432,423	2,021,432,423	2,021,432,423	2,021,432,423	2,021,432,423	2,041,925,923	2,041,925,923	2,041,925,923	2,041,925,923	
34	Multi Bintang Tbk	21,070,000	21,070,000	21,070,000	21,070,000	21,070,000	21,070,000	21,070,000	21,070,000	21,070,000	21,070,000	21,070,000	21,070,000	
35	Pan Brothers Tbk	76,800,000	76,800,000	76,800,000	76,800,000	76,800,000	76,800,000	76,800,000	76,800,000	445,440,000	445,440,000	445,440,000	445,440,000	
36	Selamat Sempurna Tbk	259,733,760	259,733,760	1,298,668,800	1,298,668,800	1,298,668,800	1,298,668,800	1,298,668,800	1,298,668,800	14,975,674,620	14,975,674,620	14,975,674,620	14,975,674,620	
37	Semen Gresik Tbk	259,152,000	259,152,000	259,152,000	259,152,000	259,152,000	259,152,000	259,152,000	259,152,000	5,931,520,120	5,931,520,120	5,931,520,120	5,931,520,120	
38	Sorjai Corporation Tbk	180,000,000	180,000,000	180,000,000	180,000,000	180,000,000	180,000,000	180,000,000	180,000,000	902,030,000	902,030,000	902,030,000	902,030,000	
39	Sunai Indo Kabel Tbk	306,000,000	306,000,000	306,000,000	306,000,000	306,000,000	306,000,000	306,000,000	306,000,000	306,000,000	306,000,000	306,000,000	306,000,000	
40	United Tractors Tbk	1,545,600,000	1,545,600,000	1,573,284,000	2,848,056,500	2,851,197,400	2,851,197,400	2,851,197,400	2,851,197,400	2,851,197,400	3,326,456,583	3,326,456,583	3,326,456,583	3,326,456,583

Lampiran 26 : Total Aktiva Tetap

No	Nama Perusahaan	Total Aktivo											
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009			
1	Asahimas Flat Glass Tbk	865,129	835,855	887,635	893,150	843,019	847,543	896,905	874,547	1,143,946			
2	Sucaco Tbk	160,401	168,213	198,450	179,045	175,024	162,069	178,031	191,498	195,779			
3	tunas ridean	188,492	221,045	266,126	366,899	484,406	507,645	584,443	632,838	700,281			
4	Alumindo Light Metal Tbk	484,509	498,185	498,119	339,424	303,337	289,164	291,412	450,214	497,951			
5	Aqua Golden Miss. Tbk	289,204	338,806	310,916	290,365	287,735	259,610	302,246	332,516	358,792			
6	Astra Graphia Tbk	441,419	394,955	453,156	371,017	309,829	370,126	399,385	535,733	168,052			
7	Astra Internasional Tbk	7,052,594	6,420,806	6,079,902	8,548,140	11,495,558	13,030,347	13,005,000	18,742,000	21,941,000			
8	Astra Otoparts Tbk	336,855	339,918	460,309	662,876	798,249	719,140	634,717	702,097	696,716			
9	Sepren Batu Tbk	55,449	54,357	53,680	56,980	68,446	68,222	66,262	139,021	155,768			
10	Arwana Citra Mulia	145,055	184,862	188,093	220,434	263,024	347,865	465,929	486,671	601,649			
11	Bretonjaya Manunggal Tbk	19,656	21,788	21,628	23,064	24,814	25,632	34,415	55,238	7,094			
12	Citra Tubindo Tbk	299,904	230,709	194,269	183,612	193,862	259,449	417,447	451,382	526,603			
13	Delta Jakarta Tbk	160,807	155,544	142,936	131,377	129,736	121,275	133,230	124,629	119,291			
14	Gajah Tunggal Tbk	7,143,334	6,824,484	6,514,766	3,186,298	3,178,874	3,185,429	3,269,739	3,618,630	3,609,236			
15	Kaseo Igar Jaya Tbk	89,993	93,373	76,615	92,455	85,997	75,557	69,922	59,158	49,757			
16	Hicindo Tbk	117,575	170,352	113,681	105,021	200,104	352,771	128,641	169,035	270,789			
17	H M Sampoerna Tbk	1,942,925	1,745,134	2,139,254	2,333,662	2,399,467	2,390,868	3,522,336	4,329,506	4,310,194			
18	Eladharna Internasional	11,617	12,496	128,116	11,736	11,926	12,202	12,591	12,325	66,641			
19	Indocement Tunggal Perkasa Tbk	8,723,180	8,541,455	8,140,675	7,761,254	7,811,939	7,676,069	7,599,407	7,597,622	7,773,729			
20	Colorfink Indonesia Tbk	11,785	12,057	12,489	11,291	10,835	10,144	18,743	23,925	31,727			
21	Indorama Syntetis Tbk	3,490,583	2,785,012	2,494,146	2,641,920	2,797,394	1,989,346	3,221,587	3,852,148	3,068,343			
22	Intan Wijaya Internasional Tbk	54,461	52,889	46,965	46,705	42,585	36,746	30,057	23,941	18,581			
23	Cahaya Kalbar Tbk	177,091	181,227	159,484	178,634	131,396	83,649	148,612	185,988	187,967			
24	Intraco Penta Tbk	107,484	89,614	74,580	63,643	57,703	49,143	57,400	64,828	115,527			
25	Jaya Pari Steel Tbk	34,586	30,720	28,776	25,731	24,070	21,896	19,254	18,549	19,192			
26	Dynaplast Tbk	266,998	292,482	516,602	627,372	627,372	716,984	664,099	720,858	744,672			
27	Eratex Djaya Tbk	138,243	127,194	115,424	106,081	106,081	112,940	46,091	41,708	34,330			
28	Past Food Tbk	54,805	65,614	77,067	78,856	78,856	112,205	140,050	166,690	187,611			

29	Kalbe Farma Tbk	433,730	466,639	520,374	557,747	859,111	1,024,372	1,204,148	1,327,347	1,398,128
30	Kimia Farma Tbk	318,225	350,857	411,984	412,820	411,316	403,826	395,334	397,948	402,062
31	Mandom Indonesia Tbk	172,091	169,007	181,434	212,217	240,982	303,087	312,971	386,987	399,856
32	Mayora Tbk	698,426	645,739	600,992	610,503	732,053	738,125	774,390	1,030,725	1,282,771
33	Metrodata Tbk	71,588	54,056	72,040	54,819	35,124	31,382	44,997	70,304	64,601
34	Muti Bintang Tbk	259,917	245,924	245,422	277,696	340,460	363,681	362,811	403,172	420,864
35	Pan Brother Tbk	24,090	22,433	18,106	19,503	61,089	125,050	158,867	223,329	206,896
36	Selamat Sempurna Tbk	286,673	364,585	251,393	243,707	246,071	259,035	318,677	358,495	341,364
37	Semen Gresik Tbk	4,604,937	4,368,676	3,968,590	3,661,832	3,419,589	3,162,919	3,089,622	3,308,878	4,014,143
38	Sosial Corporation Tbk	311,014	271,613	249,050	256,540	223,519	240,954	255,131	350,443	648,100
39	Sumi Indo Kabel Tbk	164,863	171,682	192,082	176,834	169,853	146,120	128,313	122,328	122,526
40	United Tractors Tbk	1,684,140	1,831,035	1,954,840	2,367,251	4,307,251	5,191,454	5,527,058	9,505,248	11,835,726

Lampiran 27 : Aktiva Lancar

No	Nama Perusahaan	Aktiva Lancar										
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009		
1	Asahimes Fiat Glass Tbk	703,407	601,517	571,782	646,926	706,638	765,769	887,942	1,103,041	786,499		
2	Sucaco Tbk	293,554	230,705	322,469	378,878	483,179	445,828	1,066,872	891,199	785,890		
3	tunas ridean	910,651	634,178	768,900	1,129,042	1,753,770	1,546,163	1,732,262	2,038,331	840,591		
4	Alumindo Light Metal Tbk	479,065	406,409	415,984	520,714	418,185	730,671	801,434	852,572	918,752		
5	Aqua Golden Miss. Tbk	221,568	196,368	211,120	380,571	442,484	527,137	546,787	660,532	780,488		
6	Astra Grafinda Tbk	414,419	394,955	453,156	371,017	309,829	370,126	399,385	535,733	524,516		
7	Astra Internasional Tbk	10,172,616	10,468,616	7,221,133	13,576,532	16,158,641	15,731,494	28,160,000	35,531,000	36,595,000		
8	Astra Otoparts Tbk	965,088	942,421	890,326	1,092,828	1,370,106	1,288,865	1,666,840	1,862,813	2,131,336		
9	Sepatu Bata Tbk	155,809	140,873	158,523	179,723	213,642	185,152	251,609	243,818	242,303		
10	Arwana Citra Mulia	36,895	56,777	57,984	68,206	88,141	125,614	144,429	199,226	205,033		
11	Betonjaya Mampang Tbk	13,269	25,123	23,461	28,780	27,721	19,863	34,365	60,424	35,082		
12	Citra Tubindo Tbk	332,440	347,528	655,324	650,562	1,064,008	1,155,617	1,000,109	1,420,300	1,113,590		
13	Delta Jakarta Tbk	179,706	207,271	250,858	299,334	382,805	413,036	432,547	544,237	612,987		
14	Gajah Tunggal Tbk	4,508,485	2,884,127	3,076,481	1,849,338	2,539,179	2,423,220	3,359,456	3,044,771	3,375,286		
15	Kageo Igar Jaya Tbk	138,525	132,229	151,426	186,418	185,419	209,768	255,175	243,194	265,702		
16	Hexindo Tbk	440,154	451,955	584,512	636,109	838,826	777,234	1,082,693	1,596,053	1,674,295		
17	H M Sempurna Tbk	5,761,987	6,963,776	6,958,154	7,891,467	8,729,173	9,432,332	11,056,457	11,037,285	12,688,643		
18	Ekadharma Internasional	44,959	42,670	43,426	47,431	54,924	56,274	64,893	122,297	90,694		
19	Indocement Tunggul Perak Tbk	1,527,989	1,777,419	1,467,099	1,594,720	2,155,785	1,741,702	2,248,589	3,471,267	5,322,916		
20	Colorfark Indonesia Tbk	33,681	40,721	44,385	70,162	94,743	121,041	167,583	258,898	185,437		
21	Indorama Syntetics Tbk	2,021,593	1,808,882	1,737,928	1,999,412	2,110,532	2,039,061	2,293,310	2,383,131	2,029,655		
22	Irian Wijaya Internasional Tbk	107,659	110,514	121,258	132,162	135,647	143,789	147,933	149,063	135,476		
23	Cahaya Kalbar Tbk	119,902	116,560	134,406	97,511	150,317	193,984	456,316	407,327	374,368		
24	Intirco Pesisir Tbk	594,581	584,207	539,308	690,073	785,901	702,514	772,833	1,009,144	851,626		
25	Jaya Pari Steel Tbk	36,909	82,532	49,290	219,185	180,399	166,940	284,084	373,882	217,567		
26	Dynaplast Tbk	137,494	154,011	181,698	274,274	307,467	337,307	384,743	430,623	451,367		
27	Eratex Djaya Tbk	310,935	284,645	167,882	185,862	182,832	185,670	115,050	77,373	47,647		
28	Fast Food Tbk	98,705	113,164	109,952	121,349	125,833	158,552	240,825	314,520	493,310		

29	Kalbe Farma Tbk	1,057,728	1,333,861	1,820,974	2,355,453	3,559,836	3,321,278	3,760,008	4,168,055	4,701,893
30	Kimia Farma Tbk	822,044	619,351	868,996	661,648	677,862	750,932	893,447	9,506,118	1,020,884
31	Mandom Indonesia Tbk	175,328	175,908	191,652	247,660	2,912,253	354,586	396,330	497,212	562,971
32	Mayora Tbk	601,233	683,149	679,771	637,741	675,637	796,223	1,043,843	1,684,853	1,750,424
33	Metrodata Tbk	399,264	330,195	301,283	464,790	551,639	629,601	1,007,583	988,662	775,204
34	Multi Bintang Tbk	244,725	213,154	223,267	268,211	213,949	198,646	228,688	524,813	561,482
35	Pan Brother Tbk	131,693	116,339	91,262	104,280	325,920	419,654	660,474	711,367	597,167
36	Selamat Sempurna Tbk	270,417	302,539	365,381	396,040	386,289	412,789	474,854	555,215	574,890
37	Semen Gresik Tbk	3,999,954	2,375,954	2,462,718	2,823,535	3,740,623	4,153,263	5,267,912	7,083,422	8,207,041
38	Sorini Corporation Tbk	242,722	257,758	261,311	258,484	351,493	368,435	552,895	735,391	561,204
39	Sumi Indo Kabel Tbk	189,941	195,448	159,115	251,725	361,155	422,372	436,855	492,243	417,181
40	United Tractors Tbk	3,377,078	3,175,344	3,289,721	3,766,964	5,603,942	5,402,542	7,036,656	12,883,590	11,969,001

Lampiran 28 : Hutang Jangka Panjang

No	Nama Perusahaan	Hutang Jangka Panjang									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
1	Asahimas Flat Glass Tbk	181,116	209,710	129,932	106,157	42,122	0	0	0	0	
2	Sucaco Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
3	tunas ridean	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
4	Alumindo Light Metal Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
5	Aqua Golden Miss. Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
6	Astra Graphia Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
7	Astra Internasional Tbk	3,827,259	2,166,994	1,828,404	3,148,523	10,853,452	10,214,659	8,424,000	7,794,000	8,824,000	
8	Astra Otomotif Tbk	7,621	50,419	95,244	56,839	5,051	31,102	29,187	81,487	60,742	
9	Sepata Bata Tbk	0	897	799	1,579	0	0	0	0	0	
10	Arwana Citra Mulia	13,946	26,630	23,884	23,612	35,393	24,675	38,066	43,825	69,242	
11	Betonjaya Manunggal Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
12	Citra Tubindo Tbk	1,079	1,335	865	1,391	8,481	24,332	24,931	40,916	42,697	
13	Delta Jakarta Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
14	Gajah Tunggal Tbk	7,572,590	427,402	744,223	678,143	211,345	233,260	523,690	11,700	0	
15	Kageo Igar Jaya Tbk	0	8,595	15,089	6,700	4,867	0	1,585	321	225	
16	Hexindo Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
17	HM Sampoerna Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
18	Ekadharna Internasional	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
19	Indocement Tunggal Perkasa Tbk	357,462	299,490	505,134	740,841	395,112	255,924	67,121	627,983	68,876	
20	Colorfirk Indonesia Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
21	Indorama Synthetics Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
22	Intan Wijaya Internasional Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
23	Cahaya Kalbar Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
24	Inasaco Penta Tbk	0	5,002	136,364	1,270,517	79,366	27,302	109,060	169,600	177,381	
25	Jaya Pari Steel Tbk	0	395	395	395	395	395	395	395	0	
26	Dynaplast Tbk	39,813	20,691	63,983	96,748	91,093	95,589	85,156	79,978	89,065	
27	Eratex Djaya Tbk	0	26,644	22,729	31,283	89,035	50,187	36,581	24,527	4,963	
28	Fast Food Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
29	Kalbe Farma Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

30	Kimia Farma Tbk	9,235	0	15,542	59,774	14,479	0	0	0	0	0	0	0
31	Mandom Indonesia Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
32	Mayora Tbk	62,400	40,230	0	0	20,000	20,000	269,650	60,000	50,000	0	0	0
33	Metrodata Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
34	Multi Bintang Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
35	Pan Brother Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
36	Selaras Sempurna Tbk	196	0	0	99,694	0	0	0	0	0	0	0	0
37	Semen Gresik Tbk	2,432,802	548,185	486,422	299,340	544,683	77,262	75,812	93,706	91,483	0	0	0
38	Sortini Corporation Tbk	65,401	70,920	26,145	26,145	0	7,114	20,481	29,163	45,699	0	0	0
39	Sumi Indo Kabel Tbk	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
40	United Tractors Tbk	1,412,032	2,614,632	2,545,774	148,133	739,773	1,770,282	1,981,021	1,427,623	1,337,516	0	0	0